



Prepararsi all'atterraggio



Monthly Outlook

Luglio 2022

Indice

SOMMARIO	3
LA LETTERA DEI CIO	4
IN EVIDENZA	6
MACRO & MARKETS	10
ASSET ALLOCATION DEI NOSTRI PORTAFOGLI IN GESTIONE	15
RUBRICHE	21



Sommario

Prepararsi all'atterraggio



AGGIORNAMENTO DI MERCATO

Sebbene negli ultimi due mesi i dati economici negli Stati Uniti e nell'Eurozona abbiano continuato a peggiorare, lo scenario di recessione globale non è il nostro scenario di base. La probabilità di un forte rallentamento della crescita è aumentata notevolmente nelle ultime settimane. Segnali positivi, tuttavia, sono giunti più di recente dal mercato del lavoro statunitense, che continua a essere solido, sebbene anche la dinamica occupazionale sia in rallentamento. Un altro fattore positivo dovrebbe arrivare dai consumatori statunitensi che, nonostante il deterioramento della fiducia e un tasso di risparmio più basso, hanno ancora un massiccio surplus di risparmio pandemico di circa 2.500 miliardi di dollari da smaltire.

Le strozzature nella catena di approvvigionamento globale si sono leggermente attenuate negli ultimi sei mesi, ma non nella misura auspicata alla fine dello scorso anno a causa dei lockdown per Covid in Cina.

La principale preoccupazione a questo proposito è l'Eurozona, che associa il rischio di una recessione legata alla politica monetaria restrittiva, come negli Stati Uniti, alle ovvie implicazioni relative alla politica energetica e alla dipendenza dalla Russia, in particolare per Germania e Italia. La situazione dell'offerta è comunque migliorata grazie all'aumento dei livelli di stoccaggio del gas in Germania e al recente accordo raggiunto tra Italia e Algeria. Questo sviluppo dovrebbe attenuare il rischio di una carenza di approvvigionamento di gas nell'inverno 2022/23 e, di conseguenza, anche il rischio di uno scenario economico avverso.



INFLAZIONE E POLITICA MONETARIA

A causa dei livelli di inflazione costantemente elevati, la Fed ha notevolmente anticipato i suoi rialzi mirati dei tassi di interesse. In particolare, il pericolo che la Fed, a causa del suo rigore nella lotta all'inflazione, continui a gravare sull'economia statunitense con una politica monetaria eccessivamente restrittiva potrebbe aumentare ulteriormente la probabilità di recessione l'anno prossimo. Nella sua conferenza stampa di giugno il presidente della Fed ha esplicitamente dichiarato che la Fed non intende indurre deliberatamente una recessione, ma sarà difficile riuscire ad ottenere un "atterraggio morbido".

Dopo oltre un decennio di politica monetaria accomodante, la Banca Centrale Europea (BCE) ha avviato il suo annunciato ritorno a una normalizzazione della politica monetaria, invertendo la sua politica dei tassi di interesse con un primo rialzo dei tassi di 50 punti base. Inoltre, la BCE è intervenuta con l'introduzione del cosiddetto TPI (Transmission Protection Instrument), il nuovo strumento di protezione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, che mira a evitare un eccessivo divario tra i livelli di spread dei singoli paesi dell'Eurozona.



MERCATI FINANZIARI

Nel primo semestre del 2022, il tradizionale portafoglio di asset allocation globale non è riuscito a proteggere gli investitori a causa della correlazione positiva tra obbligazioni e azioni, entrambe penalizzate dai timori di stagflazione. Sul fronte azionario, manteniamo la nostra posizione neutrale con un'inclinazione geografica globale. Opportunità di acquisto sostenibili per le azioni si paleseranno soprattutto nell'orizzonte di medio-lungo termine, in particolare per le società di crescita. A breve termine però, ci atteniamo al nostro focus sulla qualità. A nostro parere le obbligazioni corporate, così come le azioni, non stanno ancora scontando pienamente lo scenario di hard landing e riteniamo che i loro spread siano vulnerabili a un ulteriore allargamento. Al contrario, vediamo già prime opportunità di ingresso sui titoli di Stato statunitensi ed europei, dove abbiamo ridotto il sottopeso rispetto al benchmark e aumentato gradualmente la duration. Dopo il peggior primo semestre degli ultimi tempi, almeno il tradizionale portafoglio bilanciato globale potrebbe riprendere a funzionare. E i titoli di Stato potrebbero rivelarsi una preziosa copertura "macro" in caso di rallentamento globale pronunciato, a condizione che l'inflazione raggiunga un picco e scenda in modo sostenuto nei prossimi mesi.

La lettera dei CIO

Prepararsi all'atterraggio

Lo snervante primo semestre del 2022 si è concluso. È stato segnato dalla guerra in Ucraina, che è stata accompagnata da preoccupazioni per la sicurezza in Europa, per la garanzia delle forniture energetiche e per un'ulteriore impennata dell'inflazione, a cui le banche centrali vogliono reagire o hanno già reagito con significativi aumenti dei tassi di interesse e altre misure di politica monetaria. Secondo le aspettative sui mercati dei capitali, la Federal Reserve (Fed) statunitense aumenterà i tassi d'interesse al 3,5% entro la fine dell'anno (si pensi che l'anno scorso i tassi erano a zero). E dopo oltre un decennio di politica monetaria accomodante, la Banca Centrale Europea (BCE) ha avviato il suo annunciato ritorno a una normalizzazione della politica monetaria, invertendo la sua politica dei tassi di interesse. Ha sorpreso l'ampiezza del suo primo rialzo dei tassi, ossia 50 punti base, poiché di recente la BCE aveva prospettato un aumento di 25 punti. In un colpo solo la BCE ha cancellato la politica di tassi di interesse negativi sui depositi, introdotta nel 2014 sotto la presidenza di Mario Draghi. Tale decisione è un chiaro segnale del risoluto sforzo della BCE di contenere la corsa dell'inflazione.

La presidente della BCE, Christine Lagarde ha deliberatamente lasciato aperte le opzioni per il prossimo rialzo dei tassi a settembre, che potrebbe essere di 25 o 50 punti. Il Consiglio Direttivo della BCE deciderà soltanto immediatamente prima della riunione dell'8 settembre, basandosi sui dati e le previsioni del momento. Oltre al rialzo dei tassi, la BCE è intervenuta con l'introduzione del nuovo strumento "anti-frammentazione", il cosiddetto TPI (Transmission Protection Instrument), lo strumento di protezione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, che mira a evitare un eccessivo divario tra i livelli di spread dei singoli paesi dell'Eurozona. I volumi e il programma degli acquisti non sono determinati a priori e la precondizione per la sua applicazione è che siano rispettati i fondamentali criteri di bilancio. L'approvazione all'unanimità di entrambe le misure, ossia il rialzo dei tassi e il TPI, indicano che si è trattato di un compromesso negoziato con cura tra i falchi e le colombe che siedono nel Consiglio Direttivo.

Nel contempo le strozzature nella catena di approvvigionamento globale si sono leggermente attenuate negli ultimi sei mesi, ma non nella misura auspicata alla fine dello scorso anno, a causa dei lockdown per Covid in Cina. Inoltre, i vincoli derivanti dalle strozzature nella catena di approvvigionamento rimangono a livelli storicamente elevati, particolarmente sentiti dal settore manifatturiero in Europa.

Gli sviluppi del primo semestre dell'anno hanno lasciato tracce evidenti sui mercati dei capitali. In un contesto storico, l'andamento dei mercati azionari non è necessariamente degno di nota. Perdite di circa il 20% in Europa e negli Stati Uniti, seppur elevate, sono ancora piuttosto moderate rispetto ad altre crisi degli ultimi 20-30 anni. Ma questa crisi riguarda principalmente le massicce perdite di prezzo delle obbligazioni, che vanno di pari passo con l'aumento dei tassi di interesse. Misurati rispetto agli indici obbligazionari standard, i titoli di Stato nell'Eurozona non hanno mai registrato un simile calo dei prezzi dall'entrata in vigore dell'Euro. E negli Stati Uniti, non vi è mai stato un periodo di così forti cali dei prezzi negli ultimi 50 anni – periodo a cui risalgono i dati degli indici comuni sui titoli di Stato americani. La situazione è aggravata dal calo simultaneo dei prezzi delle obbligazioni e delle azioni in Europa e negli Stati Uniti. Gli investitori non hanno avuto scampo, perché anche il ripiegamento sul rifugio tradizionalmente sicuro dei titoli di Stato è stato associato a massicce perdite di prezzo. Gli investitori europei sono stati in grado di compensare parzialmente le perdite di prezzo negli investimenti extraeuropei grazie ai guadagni sui tassi di cambio. Anche gli investimenti in oro, che di solito sono quotati in dollari, ne hanno beneficiato, poiché anche il prezzo dell'oro era moderatamente in rosso alla fine del secondo trimestre.

Manuela d'Onofrio



Head of Group Investment Strategy

Philip Gisdakis



CIO UniCredit Bank AG
(HypoVereinsbank) (Germania)

Vale inoltre la pena osservare anche i dettagli sull'andamento dei prezzi delle azioni. Sebbene queste abbiano subito riduzioni significative in Europa e negli Stati Uniti, come già detto, le aspettative di profitto sottostanti hanno continuato a crescere. Molti analisti ritengono che la maggior parte delle aziende sarà in grado di trasferire l'aumento dei prezzi dei fattori produttivi ai propri clienti. Le aspettative di profitto più elevate riflettono il fatto che gli investimenti nell'economia reale offrono un certo grado di protezione dall'inflazione. Solo nelle ultime settimane lo slancio degli aumenti degli utili previsti ha subito un leggero rallentamento. Questa evoluzione (calo dei prezzi delle azioni e contemporaneo notevole aumento delle aspettative di profitto) ha portato a una significativa riduzione del rapporto prezzo-utili. Questi ultimi, soprattutto per l'Europa, non sono più lontani dai minimi raggiunti durante la crisi finanziaria e la crisi del debito sovrano. Dal punto di vista delle valutazioni, le azioni non sono quindi più costose.

Resta da vedere se l'indebolimento delle dinamiche economiche, con aspettative di crescita più basse e persino rischi di recessione negli Stati Uniti e in Europa, porterà a un calo delle aspettative sugli utili. Tuttavia, per quanto riguarda i rischi di recessione, va notato che i principali fattori che li determinano rimangono almeno parzialmente controllabili dagli attori interessati negli Stati Uniti e in Europa. Negli Stati Uniti, i timori di recessione derivano dal previsto ciclo di rialzi dei tassi di interesse da parte della Fed, ossia dalla preoccupazione che quest'ultima possa soffocare la crescita economica con le sue misure di lotta all'inflazione. Tuttavia, se si assiste a un sensibile raffreddamento della dinamica economica, si può prevedere che anche le pressioni inflazionistiche avranno la stessa sorte. Ciò a sua volta dovrebbe dare alla Fed un maggiore margine di manovra nella propria politica monetaria e potrebbe suggerire che un'eventuale recessione negli Stati Uniti (che non è ancora il nostro scenario di base) non dovrebbe essere eccessivamente dura.

Anche in Europa, i rischi di recessione che potrebbero derivare da un'eventuale carenza di forniture di gas, soprattutto per l'economia tedesca, non sono più così drammatici come all'inizio della guerra in Ucraina. Di recente, l'attenzione pubblica si è spostata nuovamente su questo tema a causa del previsto stop al gasdotto Nord Stream 1 per motivi di manutenzione e della preoccupazione che quest'ultimo non possa essere ricollegato alla rete dalla Russia per motivi politici. Tuttavia, la situazione dell'offerta è migliorata grazie all'aumento dei livelli di stoccaggio del gas in Germania. Nel contempo, ad aprile gli impianti di stoccaggio del gas sono stati riempiti in misura inferiore rispetto alla media degli ultimi cinque anni, ma poiché nei mesi successivi è stata stoccata una quantità di gas significativamente superiore rispetto al solito, l'arretrato è stato colmato e l'attuale livello di riempimento equivale al corrispondente valore medio. Inoltre, l'attuale livello di stoccaggio (circa il 65%) è solo leggermente inferiore al livello massimo di stoccaggio previsto per il 2021 (circa il 72%).

Questo sviluppo dovrebbe attenuare il rischio di una carenza di approvvigionamento di gas nell'inverno 2022/23 e, di conseguenza, anche il rischio di uno scenario economico avverso. Ciò non significa comunque che i rischi siano scomparsi. La cosiddetta Previsione congiunta 2022 di cinque importanti istituti di ricerca economica tedeschi valuta in un calcolo di simulazione il rischio di una carenza di approvvigionamento di gas in Germania al 20%, una riduzione significativa del rischio rispetto alla medesima situazione in aprile. Non c'è quindi motivo di farsi prendere dal panico. Tuttavia, non dobbiamo nemmeno essere imprudenti, perché se l'Europa vuole uscire indenne da questa crisi e mantenere le redini del commercio nelle proprie mani, sono necessari ulteriori passi per poter garantire l'approvvigionamento energetico, anche attraverso la riduzione del consumo di gas da parte dell'industria e dei consumi. Ciò potrebbe ancora tradursi in una situazione di pressione politica il prossimo inverno.

Se i rischi di recessione in Europa e negli Stati Uniti non si concretizzeranno (e questo rimane il nostro scenario di base), e sia la crisi del gas sia la lotta delle banche centrali contro l'inflazione non si tradurranno in segnali di rallentamento eccessivo dell'economia, gli investimenti rischiosi come le azioni potrebbero tornare a essere oggetto di attenzione da parte degli investitori. In particolare, le azioni appaiono convenienti in una prospettiva storica grazie alle riduzioni dei prezzi degli ultimi mesi, unite a un ulteriore aumento delle aspettative sugli utili.

In evidenza

Cosa significa per gli investitori l'attuale "mercato orso" statunitense

Le preoccupazioni per l'inflazione persistentemente elevata, la guerra in Ucraina, l'incertezza sull'andamento futuro della pandemia e, da ultimo ma non meno importante, gli sforzi della Fed per frenare l'inflazione con un'inversione di tendenza epocale sui tassi di interesse: questo insieme di fattori all'inizio dell'estate ha fatto entrare l'indice S&P 500 in una fase di **mercato ribassista**¹, il cosiddetto "mercato orso".

CI SONO SEMPRE STATI MERCATI RIBASSISTI NELLA STORIA DEL MERCATO AZIONARIO

Bruschi cali delle azioni del 20% o più sono relativamente rari, eppure si sono verificati più volte nella storia del mercato azionario. Sebbene i mercati ribassisti non debbano essere necessariamente seguiti da recessioni, possono comunque essere un indicatore di una recessione imminente. La durata e l'estensione dei mercati ribassisti possono variare notevolmente, così come le loro cause, ad esempio eventi esogeni, come la pandemia di Covid-19, o importanti decisioni di politica (monetaria). Fondamentalmente un mercato ribassista è caratterizzato da un elevato grado di incertezza e dall'aspettativa di un ulteriore calo dei prezzi. Il calo dei prezzi può interessare l'intero mercato o solo singoli settori o classi di attività.

Considerando anche l'anno in corso, il 2022, dalla Seconda guerra mondiale l'indice S&P ha registrato nove cali compresi tra il 20% e il 40%, più altri tre superiori al 40% (Tabella 1). In media, è passato più di un anno perché i prezzi recuperassero da queste enormi battute d'arresto.

1. DODICI MERCATI RIBASSISTI DALLA SECONDA GUERRA MONDIALE (S&P 500)

Massimo	Minimo	Calo (arrotondato)	Durata (in settimane, arrotondato)	Nuovo massimo	Tempo di ripresa (in settimane, arrotondato)
15 giugno 1948	13 giugno 1949	-21%	52	22 settembre 1954	275
15 luglio 1957	22 ottobre 1957	-21%	14	24 settembre 1958	48
12 dicembre 1961	26 giugno 1962	-28%	28	3 settembre 1963	62
9 febbraio 1966	7 ottobre 1966	-22%	34	4 maggio 1967	30
29 novembre 1968	26 maggio 1970	-36%	78	6 marzo 1972	93
11 gennaio 1973	3 ottobre 1974	-48%	90	17 luglio 1980	302
28 novembre 1980	12 agosto 1982	-27%	89	3 novembre 1982	12
25 agosto 1987	4 dicembre 1987	-34%	14	26 luglio 1989	86
24 marzo 2000	9 ottobre 2002	-49%	133	30 maggio 2007	242
9 ottobre 2007	9 marzo 2009	-57%	74	28 marzo 2013	211
19 febbraio 2020	23 marzo 2020	-34%	5	18 agosto 2020	21
3 gennaio 2022	16 giugno 2022	-24%	52	?	?

Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Group Investment Strategy

¹Per definire un mercato ribassista (mercato orso) spesso si considera un calo del 20% rispetto al massimo dell'asset nelle ultime 52 settimane. La SEC statunitense definisce un mercato orso come una situazione in cui l'indice generale del mercato scende del 20% o più nell'arco di almeno due mesi.

Alla fine degli anni '60 l'indebolimento dell'economia statunitense, un'alta inflazione combinata ad attentati e rivolte, nonché tensioni legate alla guerra del Vietnam, portarono a un mercato ribassista (Grafico 2), che fu poi accompagnato da una lieve recessione. Nel 1973 l'embargo petrolifero dei Paesi arabi fece salire i prezzi della benzina e innescò non solo un'inflazione a due cifre e una recessione, ma anche una fase ribassista nel mercato azionario. Per quasi dieci anni gli Stati Uniti lottarono con un'inflazione persistente e una crescita economica lenta. Per combattere la **stagflazione**², la Federal Reserve (Fed) alzò i tassi di interesse all'inizio degli anni '80, e questo, sommato a una profonda recessione, provocò una fase ribassista del mercato azionario, durata circa 21 mesi, ma non molto profonda in termini relativi.

²La combinazione di stagnazione e inflazione, ad es. una situazione ciclica caratterizzata dal fatto che l'economia non cresce e nel contempo dominano inflazione e sotto-occupazione.

2. MERCATI RIBASSISTI STATUNITENSIS (S&P 500) TRA IL 1947 E IL 1987

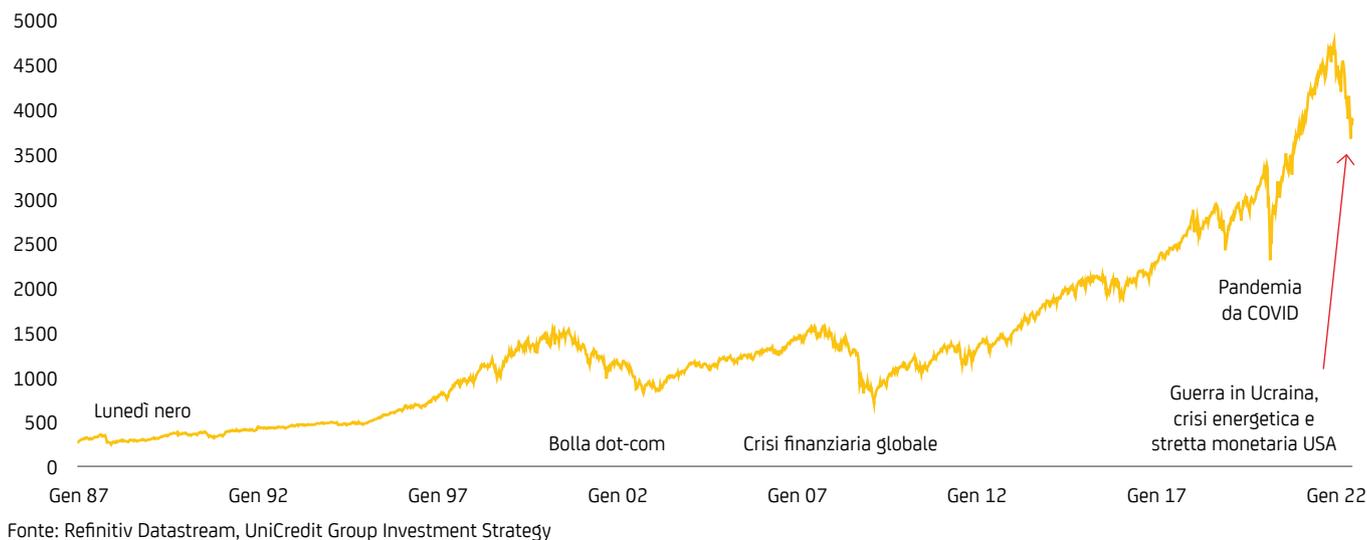


Il mercato ribassista più lungo fino ad oggi è stato quello alla fine del 2000, quando scoppiò la bolla delle dot-com e molte aziende tecnologiche fallirono; durò oltre due anni. Nell'ultima fase ribassista, innescata dallo scoppio della pandemia, l'indice S&P 500 è sceso del 34% circa tra il 19 febbraio e il 23 marzo 2020. Le azioni, però, si sono riprese nel giro di pochi mesi e il 3 gennaio 2022 erano più che raddoppiate.

Il primo semestre 2022 rischia di passare alla storia come il periodo in cui le maggiori banche centrali hanno preparato il pubblico a un ciclo di bruschi rialzi dei tassi (negli Stati Uniti sarebbe anche il ciclo restrittivo più marcato degli ultimi decenni), mentre l'inflazione raggiungeva il massimo da 40 anni, soprattutto a causa della crescita dei prezzi dell'energia e dei generi alimentari. Mentre a inizio anno gli investitori si aspettavano che la Fed alzasse i tassi di interesse al massimo di 50 punti base (basis points, bp) quest'anno, da allora questo valore è salito a quasi 350 bp. Attualmente si attesta a circa 300 bp. All'inizio dell'anno non si prevedevano rialzi dei tassi da parte della Banca centrale europea (BCE). A metà giugno le attese del mercato hanno raggiunto un massimo di circa 200 bp.

Alla luce dei rialzi dei tassi di interesse e della contrazione del bilancio della Fed, i mercati devono quindi gestire la transizione da un decennio di tassi di interesse molto bassi, liquidità in eccesso e volatilità relativamente ridotta a un contesto di liquidità molto più ristretta, mentre l'aumento dei prezzi delle materie prime e l'ampliamento degli spread creditizi esercitano ulteriore pressione sui profitti aziendali e sul reddito disponibile. In questo contesto, l'indice S&P 500 ha registrato il suo peggior primo semestre dal 1970 (Grafico 3).

3. MERCATI RIBASSISTI STATUNITENSIS (S&P 500) TRA IL 1987 E OGGI



L'ATTUALE MERCATO RIBASSISTA MOSTRA L'ANDAMENTO TIPICO DI UN MERCATO RIBASSISTA CICLICO

Guardando al lungo termine (sulla base dei dati statunitensi), i mercati ribassisti possono essere suddivisi, secondo un'analisi di Goldman Sachs, in **tre categorie**³, che dipendono da differenti tipi di causa scatenante (trigger) e presentano caratteristiche diverse:

1. Mercato ribassista strutturale – innescato da squilibri strutturali e bolle finanziarie; molto spesso seguito da uno shock “di prezzi”, come la deflazione
2. Mercato ribassista ciclico – in genere conseguenza del rialzo dei tassi di interesse, recessioni incombenti e calo degli utili; sono una funzione del ciclo economico
3. Mercato ribassista legato a singoli eventi – innescato da uno “shock” una tantum, che non provoca una recessione endogena (ad esempio, guerra, shock del prezzo del petrolio, crisi dei mercati emergenti o dislocazione tecnica del mercato).

Anche se nella fase ribassista attuale si possono rilevare alcuni fattori determinati da singoli eventi (in particolare, l'invasione russa dell'Ucraina) e da mercato ribassista strutturale (quali l'aumento speculativo delle criptovalute), il mercato attuale presenta chiare caratteristiche di un mercato ribassista ciclico, con inflazione elevata e l'inversione di tendenza dei tassi di interesse statunitensi già avviata. Al contempo, anche i bilanci delle famiglie e delle imprese ancora molto sani (con elevati risparmi in eccesso) e il robusto mercato del lavoro indicano un carattere ciclico. In effetti, proprio il timore che la Fed possa essere costretta a frenare la crescita economica, inasprando la propria politica monetaria al punto da rendere inevitabile una recessione, ha contribuito in modo significativo all'attuale mercato ribassista. Scossi dalle misure aggressive della Fed per rendere l'indebitamento più costoso per imprese e famiglie, i mercati sembrano al momento scontare il rischio di una recessione.

IN PASSATO I MERCATI RIBASSISTI SONO SPESSO STATI UN'OPPORTUNITÀ FAVOREVOLE PER L'ACCUMULO DI ASSET A MEDIO-LUNGO TERMINE

Mentre gli investitori tendono spesso a utilizzare periodi di elevata volatilità e forti correzioni dei prezzi come opportunità per vendere, piuttosto che per investire a prezzi bassi nei loro portafogli, un portafoglio diversificato ben bilanciato di qualità elevata può aiutare ad ammortizzare le perdite. In passato, inoltre, i mercati ribassisti sono stati spesso una buona occasione per gli investitori per accumulare attività nel medio-lungo termine, e il progressivo deterioramento della fiducia negli ultimi mesi, sommato all'aumento dei tassi di interesse, ha già reso molto più interessanti le valutazioni azionarie. Riteniamo di essere ben preparati e posizionati per realizzare opportunità di rendimento a lungo termine, quando diventerà evidente che ci stiamo lasciando alle spalle l'attuale difficile fase di mercato.

La domanda cruciale che gli investitori si pongono è se siamo solo all'inizio di un mercato ribassista oppure se abbiamo già toccato i minimi. A volte il mercato ribassista si protrae per mesi dopo che il mercato è già sceso del 20% (come nel periodo 2000/2001), in altri casi si conclude invece

³Goldman Sachs Global Macroscope (21 giugno 2022): A Bear Market Transition to the Post-Modern Cycle.

dopo solo poche settimane (come nel 2020). Ma di cosa hanno bisogno i mercati azionari per imboccare una ripresa sostenibile? Un'analisi di **Goldman Sachs**⁴ suggerisce che nelle precedenti correzioni che, come il recente mercato ribassista, sono state essenzialmente innescate dalla stretta monetaria, il mercato azionario statunitense ha di solito iniziato a risollevarsi dai minimi quando la Fed ha inviato segnali di allentamento monetario – anche prima che l'economia si riprendesse. Quando la correzione è dovuta essenzialmente alla stretta monetaria, la transizione verso una politica monetaria meno **“hawkish”**⁵ porta di solito un sollievo abbastanza immediato.

Al momento è difficile stimare quando arriverà il momento di un tale cambio di corso nella politica monetaria statunitense. Non ci sono ancora segnali sostenibili di un'inversione di tendenza dell'inflazione. Tuttavia, portare quest'ultima sotto controllo e stabilizzare i prezzi è attualmente la priorità numero uno della Fed. L'impegno a ripristinare la stabilità dei prezzi è “incondizionato”, come hanno recentemente sottolineato i responsabili delle politiche monetarie della Fed nel loro rapporto semestrale di politica monetaria al Congresso degli Stati Uniti: si tratta della presa di posizione più esplicita per affrontare il problema di inflazione più grave da circa 40 anni.

⁴Goldman Sachs Global Investment Research, Top of Mind (14 giugno 2022) *What makes a trough the trough?*

⁵Con il termine “hawkish” (da falco, contrapposta al termine “dovish”, da colomba) si intende una situazione economica in cui si prevede un rialzo dei tassi d'interesse, nel presupposto che la crescita dell'inflazione avrà un impatto negativo sull'economia.

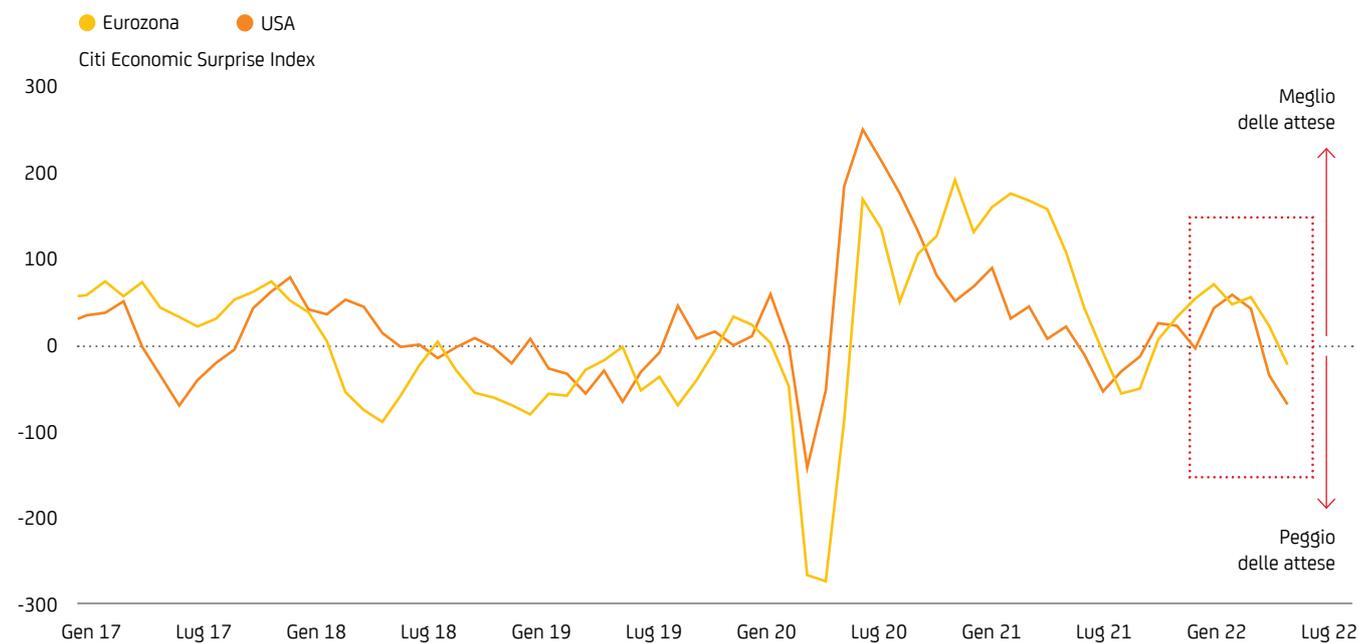
Macro & Markets

Economia USA: aumenta il rischio di recessione per il 2023.
Ci sarà un atterraggio morbido?

Negli ultimi due mesi i dati economici negli Stati Uniti e nell'Eurozona hanno continuato a peggiorare. L'**Indice di sorpresa economica di Citigroup**⁶ ha mostrato a giugno che gli indicatori corrispondenti in entrambe le regioni hanno registrato un andamento peggiore rispetto a quanto previsto dagli analisti (Grafico 4). Vi sono crescenti segnali di rallentamento dell'attività economica, soprattutto negli Stati Uniti: la crescita dell'occupazione si sta indebolendo (nonostante i dati positivi più recenti, quelli di giugno), la crescita salariale è in rallentamento e le strozzature nella catena di approvvigionamento continuano a ridursi. I prezzi ancora elevati delle materie prime e le aspettative di inflazione persistentemente elevata per le famiglie pesano sempre più sull'economia.

⁶L'Economic Surprise Index di Citigroup è un indicatore elaborato da Citigroup che mostra in che misura l'andamento economico in atto (misurato attraverso gli indicatori pubblicati) corrisponde alle previsioni generali (per tali indicatori). Se è positivo, l'andamento effettivo è migliore delle attese, mentre, se è negativo, significa che le previsioni non sono state rispettate.

4. DI RECENTE I DATI ECONOMICI HANNO DELUSO



Fonte: Citigroup, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

LA STRETTA MONETARIA E LE CONDIZIONI FINANZIARIE PESANO SULLA CRESCITA DEGLI STATI UNITI

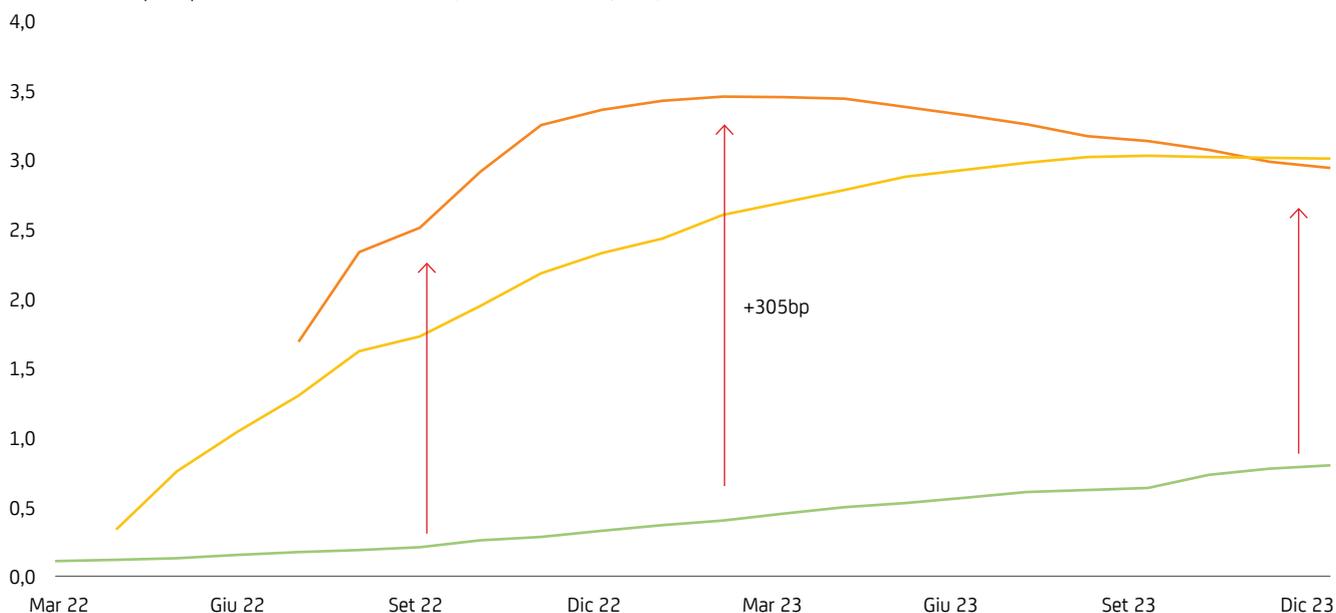
A causa dei livelli di inflazione costantemente elevati, la Fed ha notevolmente anticipato i suoi rialzi mirati dei tassi di interesse. Di conseguenza, anche le aspettative market-based di futuri rialzi dei tassi sono aumentate in misura significativa (Grafico 5). Le aspettative sui tassi di interesse chiave, misurate dai **tassi dei futures sui Fed Fund**⁷, sono così aumentate di oltre 300 bp, al loro massimo degli ultimi 12 mesi, anche se recentemente le aspettative di tassi di riferimento più elevati sono state nuovamente abbassate. Rispetto a tre mesi fa, tuttavia, i mercati finanziari ora scontano i primi tagli dei tassi di interesse il prossimo anno. Queste attese sono guidate principalmente dai timori di recessione emersi per il 2023, che hanno fatto passare in secondo piano i timori degli investitori per l'inflazione.

⁷ I futures sui Fed Fund sono contratti finanziari che riflettono le aspettative su quale sarà il livello del tasso ufficiale sui Fed Fund al momento della scadenza del contratto. È il tasso d'interesse che le banche commerciali statunitensi applicano reciprocamente per i prestiti giornalieri (Interbank Overnight Lending Rate). Questo tasso viene dunque determinato dal mercato e non ufficialmente dalla Fed, anche se quest'ultima, mediante aggiustamenti in termini di liquidità, cerca di orientare il tasso sui Fed Fund verso il proprio obiettivo di politica monetaria.

5. LE ASPETTATIVE SUI TASSI DI INTERESSE HANNO SEGNATO UNA NOTEVOLE CORREZIONE AL RIALZO

● Attuali ● 3 mesi fa ● 12 mesi fa

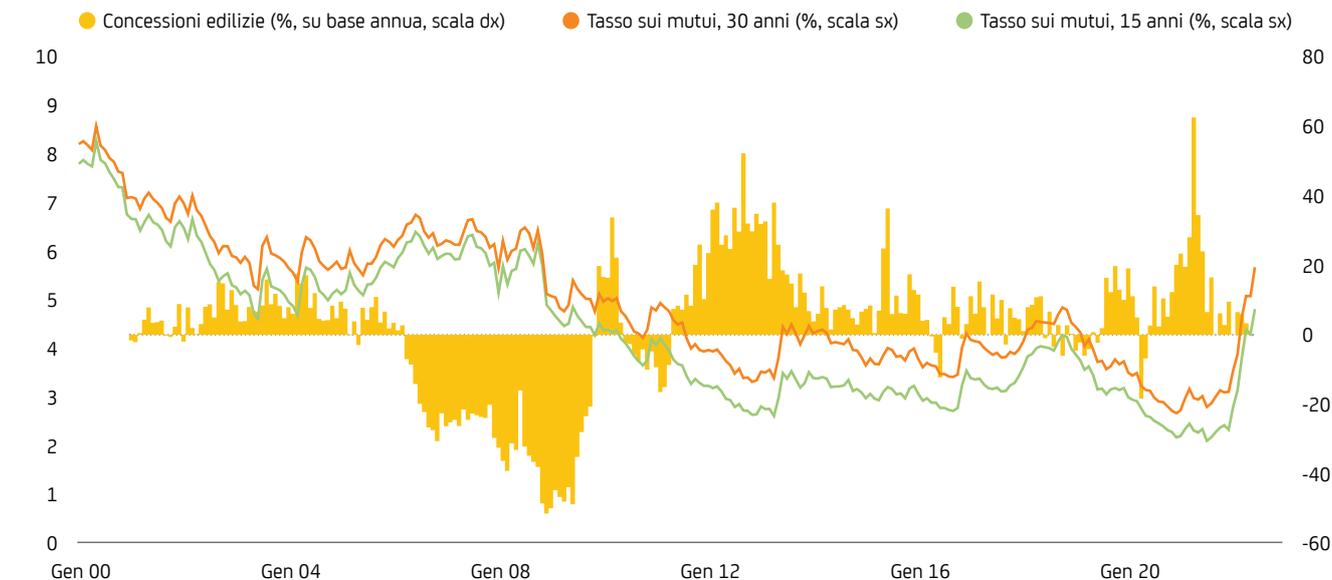
Attese sui principali tassi di interesse della Fed (Fed Funds Futures, in %)



Fonte: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy, dati al 13.07.2022

L'inasprimento della politica monetaria statunitense attuato finora e le prospettive di possibili ulteriori rialzi dei tassi di interesse stanno già avendo effetto in alcuni settori, in particolare sul mercato immobiliare statunitense. Di conseguenza, ad esempio, i tassi ipotecari statunitensi per i mutui a tasso fisso a 15 e a 30 anni sono aumentati in modo significativo nel primo semestre di quest'anno (Grafico 6). Mentre i tassi a 15 anni sono attualmente di poco inferiori al 5%, i tassi a 30 anni sono già al di sopra di questa soglia, al 5,7%. Nello stesso periodo le concessioni edilizie sono notevolmente diminuite e probabilmente sarà solo questione di tempo prima che anche i tassi a più lungo termine scendano in misura più significativa.

6. IL RIALZO DEI TASSI IPOTECARI HA AVUTO UN IMPATTO NEGATIVO SUL MERCATO IMMOBILIARE STATUNITENSE

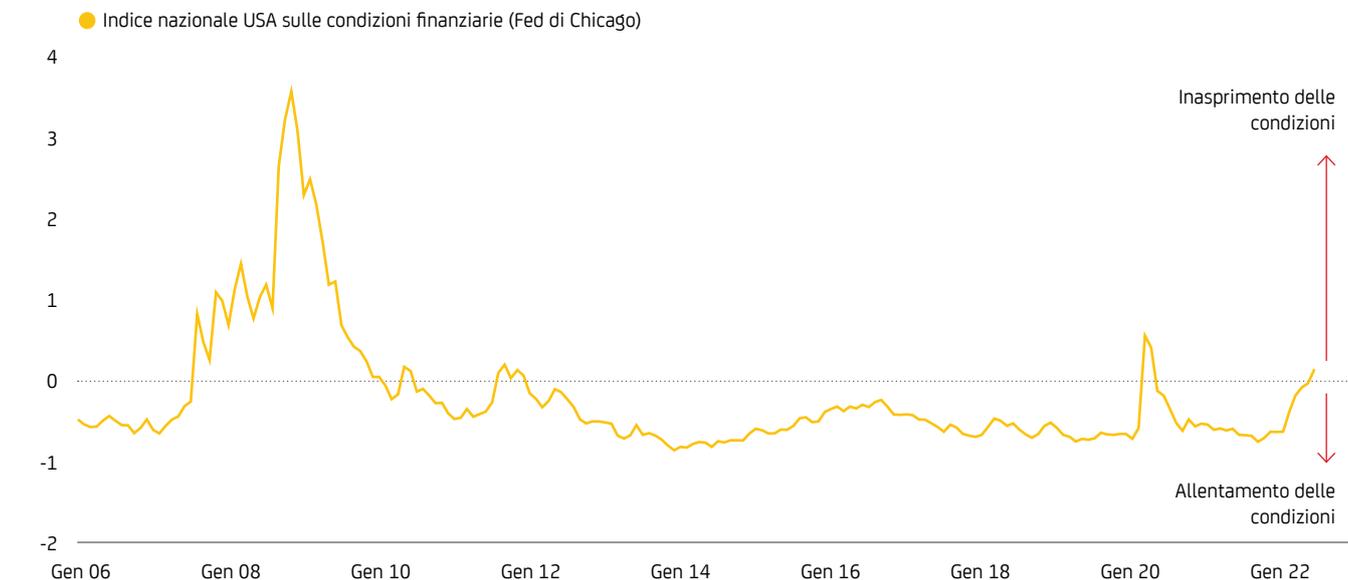


Fonte: US Census Bureau, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

Oltre al rallentamento del mercato immobiliare statunitense e all'indebolimento dello slancio economico dell'economia statunitense, anche le condizioni finanziarie hanno continuato a deteriorarsi (Grafico 7). A giugno l'**indice nazionale delle condizioni finanziarie**⁸ (NFCI), pubblicato dalla Federal Reserve di Chicago, è uscito dall'intervallo che indica condizioni finanziarie flessibili ed è entrato in quello che segnala una stretta. Prevediamo che le condizioni finanziarie più restrittive, che rappresentano la cinghia di trasmissione di una stretta a livello di politica monetaria, influiranno anche sulla crescita statunitense nei prossimi mesi.

⁸L'indice NFCI misura le condizioni finanziarie negli Stati Uniti: valori positivi sono associati a condizioni finanziarie più restrittive della media, mentre valori negativi rappresentano condizioni finanziarie più accomodanti della media. L'indice considera le condizioni dei mercati monetari, dei mercati obbligazionari e di quelli azionari, e i sistemi bancari tradizionali e "ombra".

7. L'INASPIMENTO DELLE CONDIZIONI FINANZIARIE PESERÀ SULLA CRESCITA STATUNITENSE



Fonte: Fed di Chicago, UniCredit Group Investment Strategy

IL RISCHIO AUMENTA, MA NON SI PREVEDE UNA RECESSIONE A BREVE

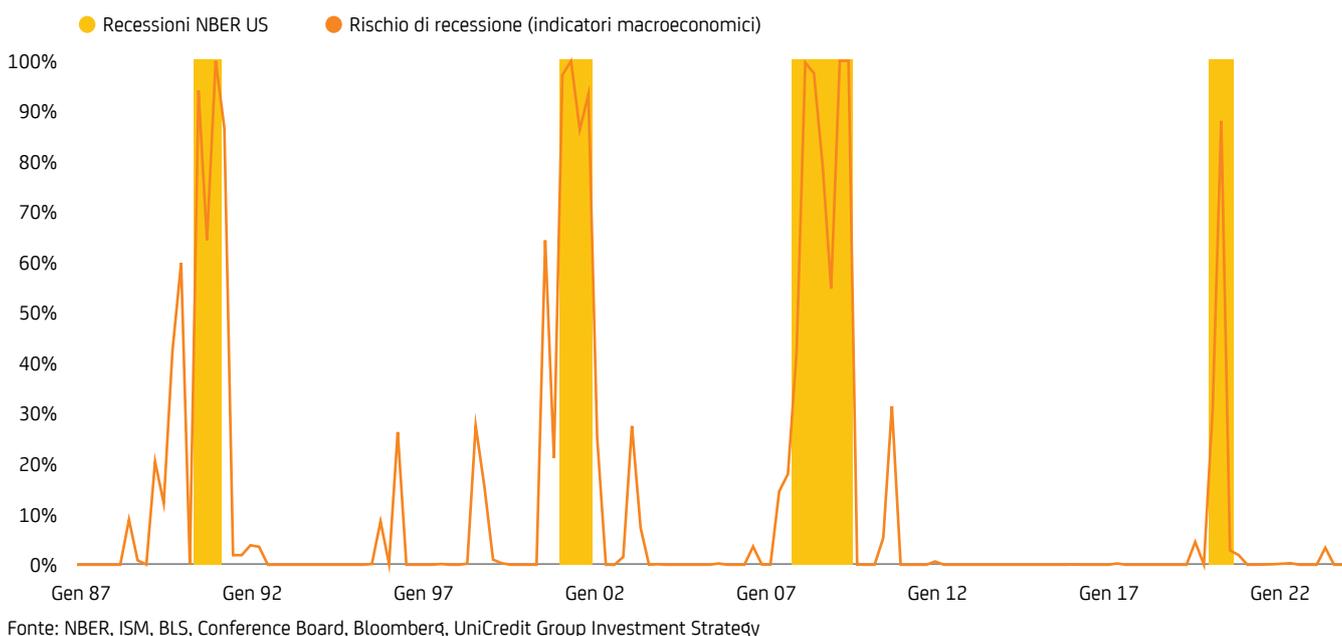
Oltre alle tendenze all'indebolimento, tuttavia, si possono osservare anche alcuni fattori di supporto. Segnali positivi sono giunti più di recente dal mercato del lavoro statunitense, che continua a essere solido, sebbene anche la dinamica occupazionale sia in rallentamento. Secondo i dati del mese, a giugno sono stati creati 372.000 nuovi posti di lavoro, circa 100.000 in più del previsto, anche se i due mesi precedenti sono stati rivisti al ribasso di circa 70.000 unità. Nel complesso, tuttavia, si tratta di un incremento ancora abbastanza robusto, che conferma la forza del mercato del lavoro statunitense e, a nostro avviso, aumenta significativamente la probabilità

di un rialzo di 75 bp da parte della Fed nella prossima riunione di luglio. Un altro fattore positivo dovrebbe arrivare dai consumatori statunitensi che, nonostante il deterioramento della fiducia e un tasso di risparmio più basso, attorno al 5%, hanno ancora un massiccio surplus di risparmio pandemico (da marzo 2020) di circa 2.500 miliardi di dollari da smaltire. Questo dovrebbe sostenere i consumi e, quindi, la crescita nel secondo semestre dell'anno.

Guardando solo gli indicatori macroeconomici e ipotizzando un ulteriore indebolimento ciclico dell'economia nei prossimi trimestri, questi indicatori non segnalano un maggiore rischio di recessione per il momento, né per i prossimi dodici mesi (Grafico 8). Molti indicatori macro si sono già indeboliti nei mesi scorsi e si prevede che continueranno a farlo nel corso dell'anno. Oltre ai dati dei sondaggi, quali l'ISM manifatturiero e la fiducia dei consumatori, anche i dati "hard", come occupazione e concessioni edilizie, hanno perso slancio. Il rallentamento non è tuttavia abbastanza marcato da segnalare nel nostro **indicatore di recessione**⁹ fluttuazioni più significative di una maggiore probabilità di recessione.

⁹Il nostro indicatore di recessione tenta di predire, con l'ausilio di macro-indicatori, la possibilità di recessione negli USA. Tali indicatori includono l'ISM manifatturiero, la fiducia dei consumatori dalla Conference Board Survey, così come il tasso di occupazione e il numero di concessioni edilizie. La previsione sui prossimi 12 mesi si basa sulle proiezioni nel futuro di ciascun macro indicatore su quel medesimo periodo. Valori percentuali maggiori indicano pertanto un aumentato rischio di recessione.

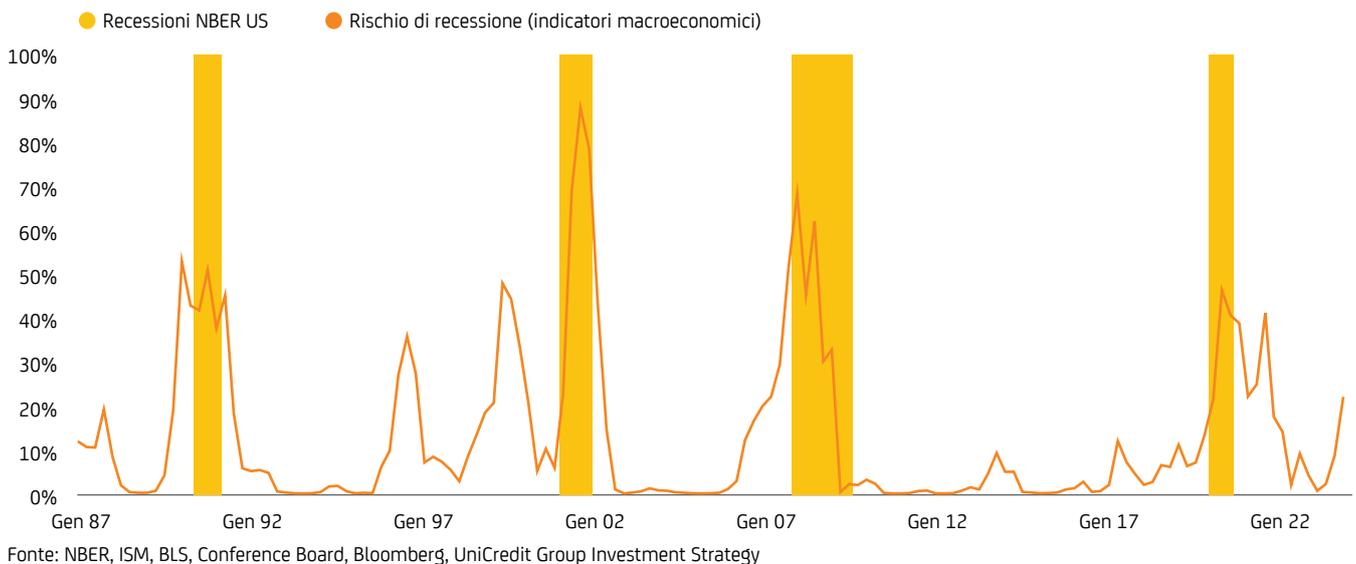
8. GLI INDICATORI MACRO NON SEGNALANO UN MAGGIORE RISCHIO DI RECESSIONE NEI PROSSIMI 12 MESI



La probabilità di una recessione può, comunque, essere stimata anche ricorrendo alle variabili del mercato finanziario. Utilizzando, ad esempio, come indicatore la struttura dei tassi di interesse dei titoli di Stato statunitensi, uno dei nostri **modelli alternativi di recessione**¹⁰ segnala un aumento del rischio di recessione negli Stati Uniti di circa il 20% nel 2023 (Grafico 9). Il modello ipotizza che l'appiattimento o inversione della struttura dei tassi di interesse (cioè quando i rendimenti dei titoli di Stato a breve termine superano quelli a lungo termine) siano un valido segnale di recessione. Alla base c'è l'ipotesi che gli operatori di mercato, per effetto di un rallentamento economico, richiedano maggiormente titoli di Stato a lungo termine, poiché valutano i rischi economici a breve maggiori di quelli a lungo termine e, di conseguenza, i rendimenti della parte lunga della curva scendono. Occorre, tuttavia, ricordare che i segnali di recessione derivati dalla struttura dei tassi di interesse hanno mostrato una maggiore volatilità dei premi al rischio e, quindi, diversi falsi segnali negli ultimi anni. Questo è probabilmente in buona parte dovuto alla politica monetaria ultra-accomodante adottata dalle banche centrali dopo la crisi finanziaria. Le probabilità di recessione ricavate dai modelli di struttura dei tassi di interesse possono, ad ogni modo, integrare utilmente il quadro economico negli Stati Uniti. A prescindere dai nostri studi, gli analisti di mercato attualmente stimano la probabilità di recessione degli Stati Uniti appena sopra il 30%.

¹⁰Impieghiamo un modello di recessione in cui viene utilizzata solo la struttura dei tassi di interesse. Questo considera il differenziale di rendimento tra i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a 2 e 10 anni e il differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a 3 mesi e 10 anni. La previsione per i prossimi 12 mesi viene effettuata utilizzando proiezioni prospettiche dei singoli tassi di interesse in questo periodo.

9. GLI INDICATORI ALTERNATIVI SEGNALANO UN MAGGIORE RISCHIO DI RECESSIONE NEL 2023



FATTORI CHE AUMENTANO O RIDUCONO IL RISCHIO DI RECESSIONE

Attualmente vediamo due fattori che potrebbero aumentare il rischio di una recessione nel 2023. Il primo riguarda le decisioni della Fed riguardo a un ulteriore inasprimento della politica monetaria, con un rialzo dei tassi ufficiali ancora di più in territorio restrittivo (cioè ulteriormente al di sopra del **tasso neutrale**¹¹ del 2,5%). È probabile che parte di tale stretta sia già riflessa nella curva dei rendimenti, anche se non interamente. Questo inasprimento potrebbe provocare un'ulteriore accelerazione dell'indebolimento dell'attività economica, che si può già rilevare a causa dell'orientamento molto "da falco" della Fed. Questo aumenterebbe, poi, anche il rischio di un indebolimento sempre più pesante dell'economia statunitense fino a una contrazione l'anno prossimo.

Il secondo fattore riguarda la posizione di fondo della Fed di concentrarsi prioritariamente sulla lotta all'inflazione. Anche se il presidente della Fed Powell aveva esplicitamente dichiarato nella sua conferenza stampa di giugno che la Fed non intende indurre deliberatamente una recessione, sarà difficile riuscire ad ottenere un "atterraggio morbido". Tuttavia, concentrandosi sulla lotta all'inflazione a tutti i costi, la Fed ha posizionato molto in alto l'asticella per un rallentamento del ritmo della stretta monetaria. Questo significa, per contro, che sono aumentate le probabilità di un atterraggio "duro". La Fed potrebbe finire per essere costretta a rispondere con forza all'elevata inflazione generale, soprattutto se i prezzi dell'energia continueranno a salire.

Al contrario, un importante elemento che dovrebbe smorzare entrambi i fattori e, quindi, ridurre le probabilità di recessione nei prossimi trimestri è il probabile ulteriore indebolimento della dinamica economica, che a sua volta dovrebbe produrre un indebolimento della dinamica inflattiva. Riteniamo che la Fed sospenderà il suo ciclo restrittivo, o finirà per interromperlo del tutto, non appena i tassi di inflazione avranno raggiunto il picco e l'inflazione mostrerà tassi annui di crescita significativamente più bassi (perlomeno grazie all'eliminazione degli elevati effetti base l'anno prossimo). Ciò è supportato anche dal fatto che le attuali aspettative di inflazione elevata non sembrano essere così saldamente ancorate come negli anni '80, quando i due shock del prezzo del petrolio avviarono una spirale salari-prezzi per un periodo di tempo più lungo. Il calo delle aspettative di inflazione al consumo, un ulteriore indebolimento delle dinamiche del mercato del lavoro e il calo concomitante della crescita salariale potrebbero ancora consentire un atterraggio "morbido".

CONCLUSIONE

L'inasprimento della politica monetaria e delle condizioni finanziarie intensificheranno ulteriormente l'indebolimento già in atto dell'economia statunitense. Non vediamo il rischio di una recessione negli Stati Uniti quest'anno, ma sono aumentati i rischi per il 2023. In particolare, il pericolo che la Fed, a causa del suo rigore nella lotta all'inflazione, continui a gravare sull'economia statunitense con una politica monetaria eccessivamente restrittiva potrebbe aumentare ulteriormente la probabilità di recessione l'anno prossimo. Alla fine, quindi, spetterà alla stessa banca centrale statunitense decidere se l'atterraggio morbido a cui punta debba trasformarsi in un atterraggio accidentato, o addirittura duro.

¹¹Il tasso di interesse neutrale descrive il tasso di interesse di equilibrio di un'economia in cui l'attività economica non è né rallentata né accelerata. I tassi di interesse al di sopra/al di sotto del tasso di interesse neutrale sono quindi nella fascia restrittiva/espansiva.

Asset Allocation dei nostri portafogli in gestione

Rimaniamo difensivi ma pronti a cogliere le prossime opportunit  d'investimento

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	○	●	○
	Materie prime	Obbligazioni Mercati Emergenti	○	○	●
		Petrolio	○	●	○
	Oro	○	○	●	

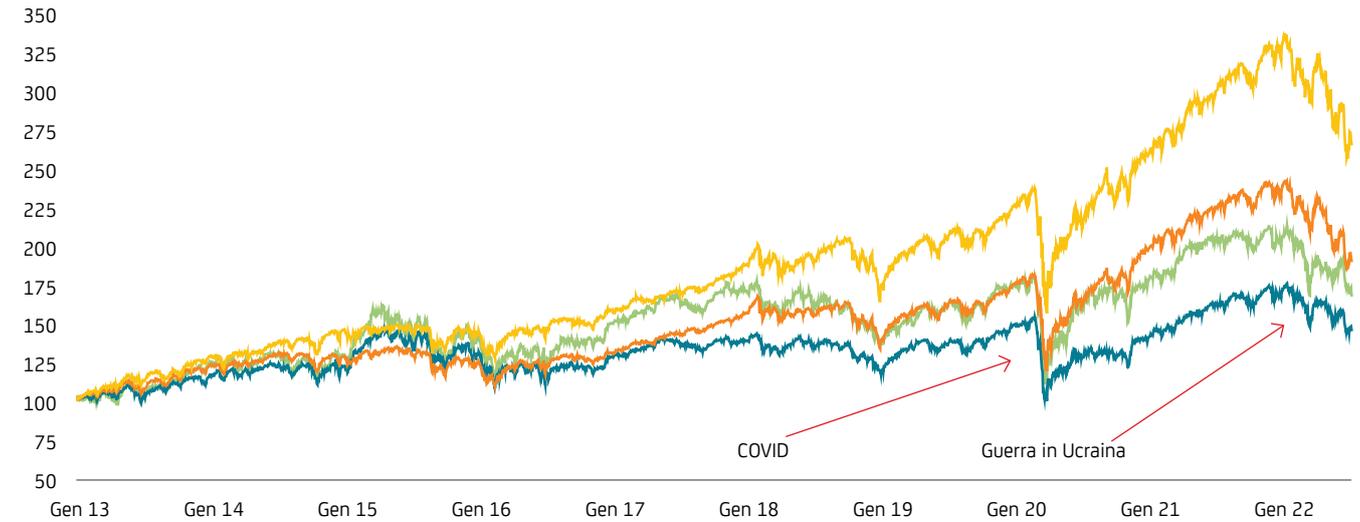
¹MS=Mercati sviluppati (Australia, Giappone, Hong Kong, Nuova Zelanda, Singapore)

Nel primo semestre del 2022, il tradizionale portafoglio di asset allocation globale non   riuscito a proteggere gli investitori a causa della correlazione positiva tra obbligazioni e azioni, entrambe penalizzate dai timori di stagflazione, ovvero la combinazione di inflazione elevata e bassa crescita.

10. LA PEGGIORE PRIMA META' DELL'ANNO DEGLI ULTIMI DIECI ANNI

● S&P 500 (in USD) ● MSCI World (in USD) ● DAX 40 (in EUR) ● Stoxx Europe 600 (in EUR)

Mercati azionari globali (1.1.2013 = 100)

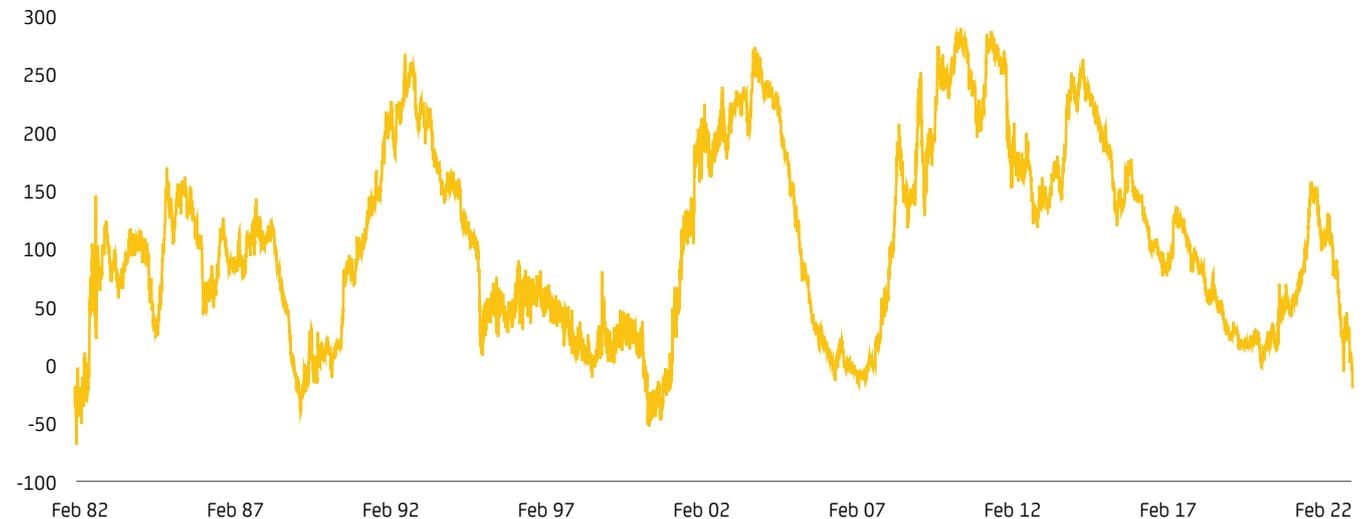


Per quanto riguarda la crescita, pur non avendo lo scenario di recessione globale come scenario di base, la probabilità di un forte rallentamento è aumentata notevolmente nelle ultime settimane.

Il 12 luglio, il differenziale di rendimento dei titoli di Stato USA a 2-10 anni, uno degli indicatori più osservati del rischio di recessione, è sceso a quasi 10, un livello visto l'ultima volta nel 2007.

11. LA CURVA DEI RENDIMENTI GOVERNATIVI USA A 2-10 ANNI HA INVERTITO SU LIVELLI SIMILI AL 2007

● Differenziale di rendimento degli US Treasury (10 anni meno 2 anni)

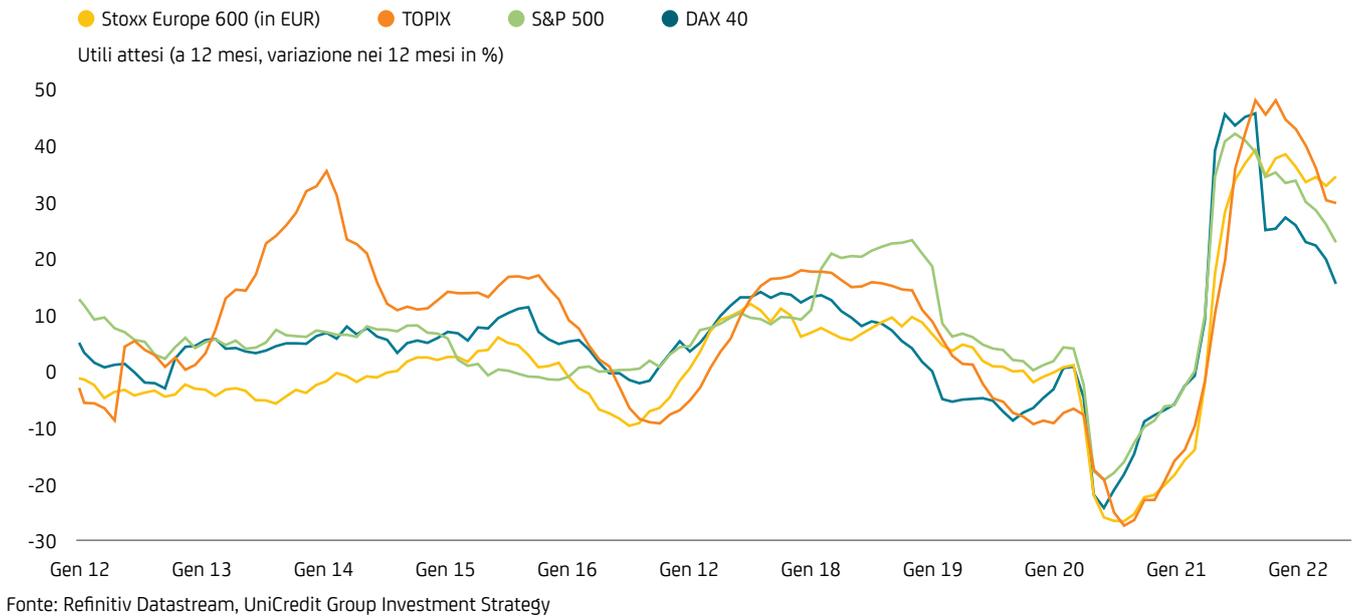


La nostra principale preoccupazione a questo proposito è l'Eurozona, a causa delle ovvie implicazioni relative alla politica energetica e alla dipendenza dalla Russia. In Germania il governo sta addirittura valutando il salvataggio delle aziende di servizi pubblici in difficoltà, per far fronte al problema della restrizione delle forniture di gas da parte della Russia.

In altre parole, l'Eurozona associa il rischio di una recessione legata alla politica monetaria restrittiva, come negli Stati Uniti, al rischio di recessione dovuto al razionamento del gas, in particolare in Germania e in Italia.

Le previsioni di crescita degli utili ci sembrano ancora troppo elevate, poiché gli analisti finanziari tendono a rivederle con un certo ritardo e ad attendere le indicazioni del top management. Ipotizziamo quindi ulteriori revisioni.

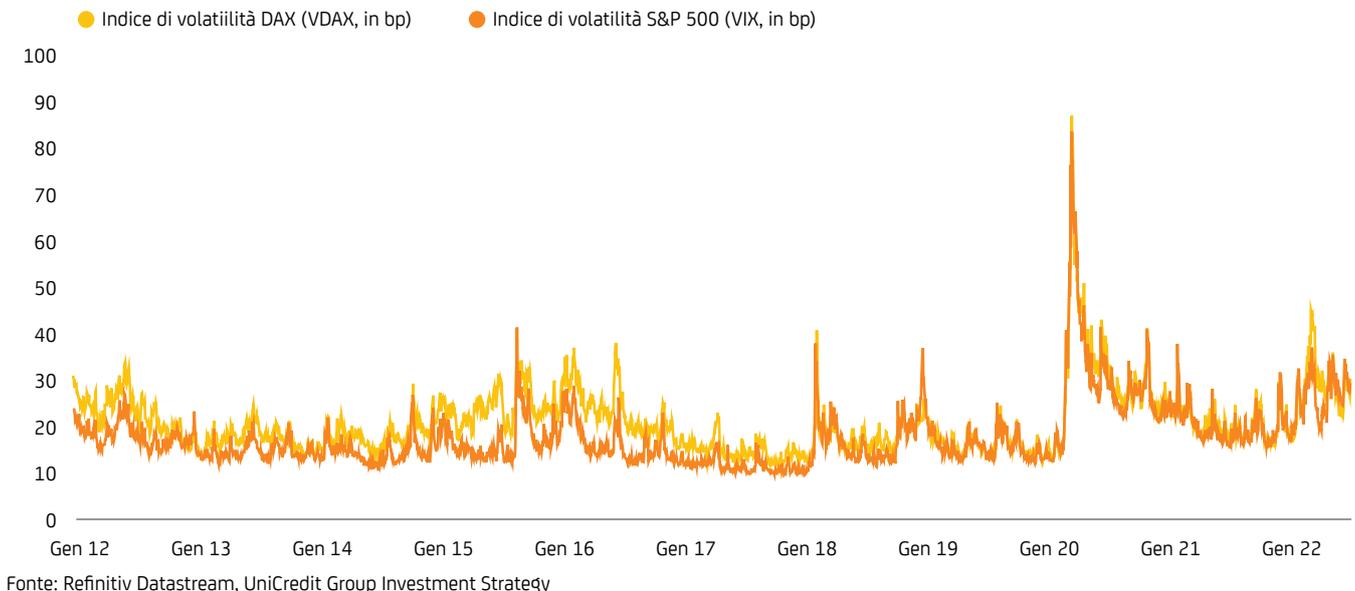
12. LE ASPETTATIVE SUGLI UTILI APPAIONO TROPPO OTTIMISTICHE



In quest'ottica, la stagione degli utili del 2° trimestre, attualmente in corso, costituirà un importante banco di prova, in particolare per quanto riguarda le indicazioni sugli utili futuri da parte dei vertici aziendali. Sarà fondamentale capire se le aziende hanno ancora sufficiente potere di determinazione dei prezzi per difendere i propri margini.

Prevediamo che i mercati azionari rimarranno vulnerabili e volatili durante l'estate. Finora abbiamo assistito a "rally da mercato orso" e non ancora alla fase che precede recuperi sostenibili dei mercati azionari, la cosiddetta fase di "capitolazione", caratterizzata da una volatilità azionaria superiore al 40% e da forti deflussi azionari. Ad oggi, infatti, non abbiamo ancora osservato deflussi azionari degni di nota, ad eccezione, in misura ridotta, dei fondi long-only.

13. VOLATILITÀ AZIONARIA ELEVATA, MA INFERIORE A QUELLA TIPICA DELLE FASI DI CAPITOLAZIONE



14. I FLUSSI SULL'EQUITY DALL'INIZIO DELL'ANNO RIMANGONO POSITIVI

Flussi globali per Asset Class

	Da inizio anno	Da inizio anno, % AUM
Azionario	188.920	1,1%
ETF	326.001	4,4%
Long-only funds	-137.202	-1,5%
Obbligazionario	-209.802	-3,0%
Commodities	18.813	4,6%
Monetario	-276.971	-4,1%

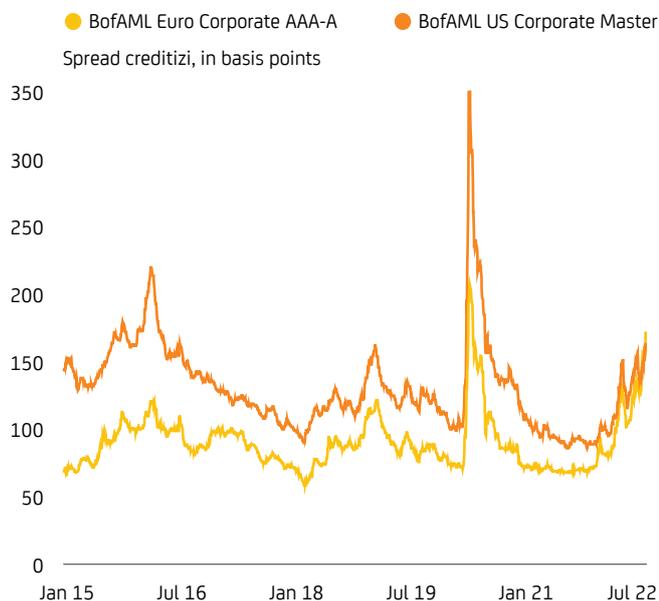
Fonte: EPFR, BofA Global Research

Pertanto, sul fronte azionario, manteniamo la nostra posizione neutrale con un'inclinazione geografica globale, a causa del recente declassamento a neutrale da sovrappeso delle azioni europee e degli Emerging Markets. Le opportunità di acquisto sostenibili per le azioni si paleseranno soprattutto nell'orizzonte di medio-lungo termine, in particolare per le società di crescita, come le società tecnologiche i cui titoli sono considerati "a lunga durata", una volta che la FED avrà invertito la sua tendenza alla restrizione monetaria. A breve termine però, ci atteniamo al nostro focus sulla qualità, concentrandoci sui settori farmaceutico, dei beni di consumo e dell'energia e, più in generale, sulle società con un maggiore potere di determinazione dei prezzi e con un'elevata generazione di flussi di cassa.

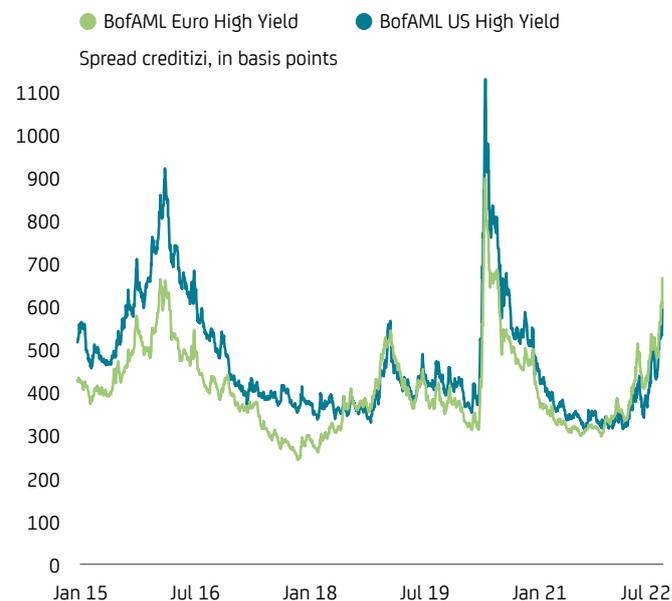
A nostro parere le obbligazioni corporate, così come le azioni, non stanno ancora scontando pienamente lo scenario di hard landing e riteniamo che i loro spread siano vulnerabili a un ulteriore allargamento con tassi di default esposti a un ulteriore aumento.

15. SPREAD DEI CORPORATE BONDS SUSCETTIBILI DI ULTERIORI ALLARGAMENTI IN CASO DI RECESSIONE

A. INVESTMENT GRADE



B. HIGH YIELD

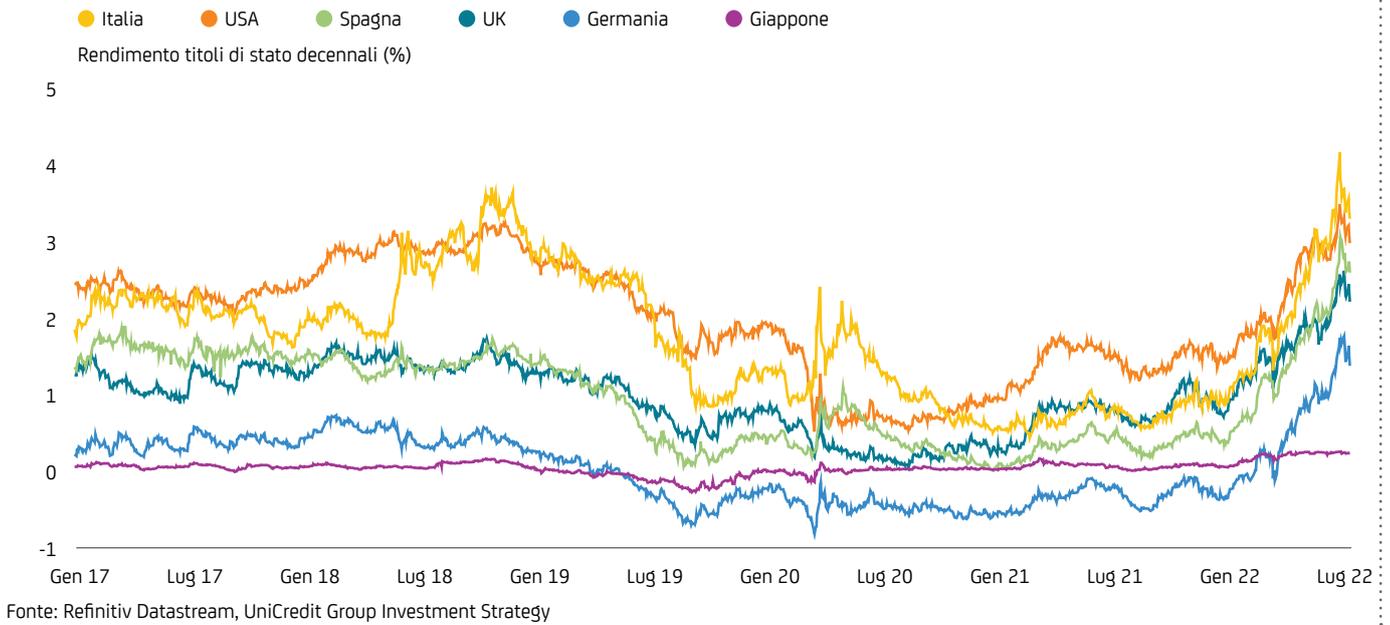


Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Group Investment Strategy

Al contrario, vediamo già prime opportunità di ingresso sui titoli di Stato statunitensi ed europei, dove abbiamo ridotto il sottopeso rispetto al benchmark e aumentato gradualmente la duration.

Riteniamo che i mercati stiano scontando un'azione della BCE troppo aggressiva in relazione alla diversa natura dell'inflazione europea, che è principalmente trainata dai prezzi dell'energia, e ai maggiori rischi di recessione causati dallo scenario geopolitico. Anche negli Stati Uniti, dove l'inflazione core (5,9% su base annuale a giugno) è ben al di sopra del tasso core dell'Eurozona, riteniamo che la Fed non riuscirà a realizzare tutti i rialzi previsti dai suoi dot-plot e prevediamo che la banca centrale statunitense interromperà la politica di inasprimento nella prima metà del 2023 e taglierà i tassi entro la fine del 2023.

16. PRIME OPPORTUNITA' D'ACQUISTO SUI TITOLI GOVERNATIVI



In sintesi, ci aspettiamo nel breve termine un contesto difficile e volatile per gli investitori finanziari, ma con la possibilità di un timido ritorno della correlazione negativa tra titoli di Stato e azioni. Dopo il peggior primo semestre degli ultimi tempi, almeno il tradizionale portafoglio bilanciato globale potrebbe riprendere a funzionare. E i titoli di Stato potrebbero rivelarsi una preziosa copertura “macro” in caso di rallentamento globale pronunciato, a condizione che l’inflazione raggiunga un picco e scenda in modo sostenuto nei prossimi mesi. Seguiremo da vicino le dinamiche dell’inflazione, sia negli Stati Uniti che nell’Eurozona.

Restate sintonizzati e pronti a cogliere le prossime opportunità di investimento.

UniCredit Group Investment Strategy – Asset Allocation

NEUTRALI SULLE AZIONI GLOBALI

Minore crescita globale e revisione negativa degli utili. Opportunità di investimento a medio-lungo termine grazie alle valutazioni più convenienti.

NEUTRALI SULLE AZIONI EUROPEE

Rischio di stagflazione e BCE restrittiva. Inoltre, l'Eurozona è l'area più colpita dalla guerra tra Russia e Ucraina. Nel lungo periodo l'Eurozona dovrebbe beneficiare di maggiori investimenti nei settori dell'energia e della difesa.

NEUTRALI SULLE AZIONI USA

Quadro di crescita ancora positivo, ma elevata inflazione core e Fed più restrittiva.

NEUTRALI SULLE AZIONI DEI MERCATI EMERGENTI

Penalizzate dalla minore crescita globale e del calo della liquidità dovuto alla politica restrittiva della Fed e al rafforzamento dell'USD. Si raccomanda vivamente la selettività dei Paesi e dei settori tra gli EM.

NEUTRALI SULLE AZIONI DEL PACIFICO

Export del Giappone sostenuto dalla debolezza dello yen, ma influenzato dalla minore crescita globale.

SOTTOPESO OBBLIGAZIONI GLOBALI

Vulnerabili all'aumento dell'inflazione e dei tassi d'interesse.

SOVRAPPESO OBBLIGAZIONI SOCIETARIE EURO INVESTMENT GRADE

Aumentiamo la nostra inclinazione selettiva e difensiva.

NEUTRALI SULLE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE HIGH YIELD

Rendimenti elevati, ma vulnerabili agli scenari di forte rallentamento e di minore liquidità. Aumentiamo la nostra inclinazione selettiva e difensiva.

SOTTOPESO TITOLI DI STATO UEM

Vulnerabili alla stretta della BCE, ma stiamo riducendo il sottopeso e aumentando gradualmente la duration del portafoglio di titoli di Stato per i rischi di rallentamento dell'economia.

NEUTRALI SUI TITOLI DI STATO NON UEM

Opportunità di investimento a lungo termine nelle obbligazioni governative statunitensi, ma la persistenza dell'inflazione USA suggerisce un percorso graduale.

SOVRAPPESO OBBLIGAZIONI DEI MERCATI EMERGENTI

La ricerca di rendimento sostiene il nostro posizionamento, ma siamo difensivi e selettivi in considerazione dell'inasprimento della Fed e dell'inflazione nei Paesi emergenti.

POSITIVI SULLA LIQUIDITÀ

Da utilizzare soprattutto come parcheggio e copertura dell'incertezza.

NEUTRALI SUGLI ALTERNATIVI

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

POSITIVI SULLE MATERIE PRIME

Classe d'investimento di fine ciclo, sostenuta dalla ripresa globale e, come per i prezzi dell'energia fossile e dei metalli, dalle tensioni geopolitiche. Il rallentamento globale sta causando flessioni dai massimi che si accentueranno in caso di recessione.

POSITIVI SULL'ORO

Copertura per l'incertezza

VALUTE

La fuga verso i beni rifugio e una FED più restrittiva sostengono il dollaro USA.

Rubriche

I CIO locali dialogano con i clienti

Risposte dall'Italia

COSA STA SUCCEDENDO AL PREZZO DEL PETROLIO?

I prezzi dei contratti futures sul Brent, il petrolio estratto in Europa nel Mare del Nord, e sul WTI (West Texas Intermediate) estratto nel sud degli Stati Uniti hanno visto da metà giugno a metà luglio una correzione di circa 20 dollari al barile. I livelli attuali rimangono elevati in termini storici, ma la contrazione dei prezzi è stata importante e molto repentina.

Le motivazioni principali di tale movimento al ribasso sui futures sono i timori relativi alla dinamica dei prezzi nei prossimi mesi e in particolare il rallentamento economico in atto soprattutto in Europa, nonché l'erosione del potere d'acquisto delle famiglie causata dall'inflazione che è ormai un fenomeno globale (innescato a sua volta anche dall'incremento delle materie prime energetiche!). Elementi che possono continuare a incidere negativamente sui livelli futuri di consumo.

Inoltre, i continui rialzi dei tassi a breve da parte della Federal Reserve mordono sui flussi finanziari speculativi che in parte avevano contribuito ad alimentare il movimento rialzista delle materie prime nella prima parte dell'anno. Molti investitori globali, infatti, a causa della correlazione positiva (al ribasso) tra obbligazioni e azioni, avevano aumentato la loro esposizione nei portafogli finanziari alle materie prime che rappresentavano l'unico elemento di diversificazione di portafoglio e presentavano un movimento rialzista. Agendo in maniera coordinata su scala mondiale, i flussi sono stati importanti. Questo fattore di spinta potrebbe esaurirsi anche perché, dati i livelli raggiunti nei tassi di interesse nominali a lungo termine negli USA e in Europa, la correlazione tra azioni e obbligazioni governative inizia a tornare negativa e le obbligazioni di alta qualità possono essere utilizzate al posto delle materie prime per stabilizzare i portafogli.

Ovviamente il prezzo è frutto della domanda e dell'offerta, e quest'ultima in particolare presenta delle forti inelasticità e criticità. Le stime per la produzione globale del 2023 sono di 101 milioni di barili al giorno (bbl/g, ogni barile contiene circa 159 litri di petrolio). I tre principali produttori mondiali di petrolio sono gli USA, l'Arabia Saudita e la Russia. Gli Stati Uniti sono di fatto energeticamente autosufficienti, e gli ultimi due sono i principali esportatori. Le sanzioni occidentali e il divieto alle importazioni di petrolio russo sono un elemento di riduzione dell'offerta. Il petrolio russo, che viene estratto negli Urali ed è meno pregiato del Brent e del WTI, viene oggi venduto a sconto di circa 30 dollari al barile. La Russia esporta circa 5 milioni di bbl/g di petrolio in tutto il mondo, di cui circa 3 milioni di bbl/g solo in Europa. Se verrà introdotto anche il divieto per fine anno di assicurazione per le petroliere che lo trasportano in tutto il mondo, tali quantità potrebbero quasi completamente sparire dal mercato globale. L'alternativa è quella di introdurre un prezzo massimo per il petrolio russo. Il costo medio di produzione del petrolio russo è di circa 30 dollari, mentre a 70 dollari la Russia raggiunge il pareggio fiscale. Tuttavia, tale misura appare di difficile attuazione a livello mondiale, visti anche gli stretti rapporti economici che la Russia ha mantenuto con molti paesi asiatici. L'imposizione del prezzo massimo al gas naturale russo invece ha più possibilità di attuazione, visto che il gas viaggia nelle condotte e la Russia, qualora non volesse venderlo in Europa a quel prezzo, non avrebbe canali di vendita alternativi.

L'Arabia Saudita ha una capacità non utilizzata di circa 2 milioni di bbl/g. Quindi un aumento della produzione saudita potrebbe almeno in parte bilanciare la mancata produzione russa. Questo è uno degli obiettivi della missione del Presidente Biden in Medio Oriente.

Alessandro Caviglia



CIO Italy, UniCredit SpA (Italia)

Dobbiamo poi considerare alcuni elementi che potrebbero invece ridurre la domanda strutturale di petrolio. Alcuni sondaggi recenti riportano che il 40% dei consumatori americani pensa di comprare un'auto elettrica nei prossimi 5 anni. Nel 2018 tale percentuale era il 15%. Oggi il settore dei trasporti rappresenta il 60% della domanda globale di petrolio, quindi la transizione energetica avrà un ruolo determinante sui livelli futuri dei prezzi. Stiamo inoltre assistendo a una correzione dei metalli industriali. Alcuni di questi come il nickel e il rame sono essenziali per la costruzione dei motori elettrici. Se tali prezzi mantenessero la traiettoria, le vetture elettriche potrebbero essere costruite a prezzi inferiori, riducendo quindi la domanda di petrolio.

In sintesi, le dinamiche attuali e future che impatteranno sul prezzo del petrolio sono molteplici e di grande complessità. La volatilità che deriva dall'investimento diretto sulle materie prime energetiche rimarrà sicuramente molto elevata e poco gestibile nell'ambito di un portafoglio di attività finanziarie. Preferiamo pertanto considerare l'impatto di tali variabili sugli scenari macroeconomici e nell'ambito dei nostri processi di allocazione e di selezione delle aziende e dei settori, più che considerarle una classe di attivo investibile.

Risposte dall'Austria

COVID: COME STANNO REAGENDO I MERCATI?

Per circa due anni la pandemia da COVID è stato il tema dominante nella vita di tutti noi, nonché sui mercati finanziari. Durante il primo semestre del 2022, tuttavia, in tutto il mondo l'attenzione è stata catalizzata da problematiche completamente diverse: l'aumento del costo della vita, l'inflazione e, naturalmente, la tragica evoluzione del conflitto tra Russia e Ucraina. Il numero contenuto di nuovi contagi e i bassi tassi di ospedalizzazione hanno sicuramente contribuito a ripristinare un certo grado di normalità. Al momento i rischi della pandemia non sembrano in alcun modo turbare gli investitori, né influenzare le loro decisioni. Ma è forse troppo presto per festeggiare?

Per dare una valutazione, dobbiamo considerare due punti di vista. Sul fronte epidemiologico ci sono esperti al di fuori dei mercati finanziari che fanno le loro valutazioni e traggono conclusioni in base all'evoluzione sanitaria. Tuttavia, la recente crescita del numero di contagi in molti Paesi, ritardi e cancellazioni dei voli e il caos in molti aeroporti, a causa dei numerosi dipendenti positivi al COVID, indicano che non possiamo ancora dichiarare conclusa la pandemia. Dal punto di vista economico, il quadro appare comunque più favorevole rispetto all'inizio della pandemia nel marzo 2020:

- Gli investitori hanno imparato a ignorare, in buona parte, questo fattore negativo di breve termine per lo sviluppo economico. La recessione intorno a marzo 2020 è stata seguita da un movimento in senso contrario che è proseguito fino ad oggi, anche se le ulteriori ondate di virus ci hanno colpito ancora ripetutamente. L'andamento economico negativo del -6,4% nell'Eurozona nel 2020 è stato seguito da un segno più nell'ordine del 5,4% nel 2021. Negli Stati Uniti la ripresa è stata ancora più forte. Dopo un calo del -3,4% nel 2020, la produzione economica è aumentata del 5,7% nel 2021 e alla fine dell'anno era già al di sopra del livello pre-crisi.
- Anche il fatto che gli effetti negativi sull'economia abbiano potuto essere compensati o superati nell'arco di un periodo breve è stato apprezzato dagli investitori. A gennaio di quest'anno, ancora prima dell'escalation del conflitto Russia-Ucraina, molti indici azionari erano significativamente più alti rispetto a prima dello scoppio della pandemia.
- Avendo collaudato una vasta gamma di misure, politici ed esperti hanno una visione migliore di quali restrizioni e misure di sostegno fiscale funzionino meglio e quali peggio. Si può quindi ipotizzare che le decisioni future saranno prese con la massima considerazione per gli interessi economici, al fine di contenere al minimo l'impatto sulla crescita. È probabile che i lockdown saranno l'ultima decisione a cui ricorrere, dopo aver sondato un lungo elenco di possibili misure.
- Ove possibile, le aziende sono passate all'opzione del lavoro da casa e molti dipendenti ancora praticano il lavoro da remoto. È stata creata l'infrastruttura IT. Questi processi si sono consolidati e non occorrono investimenti importanti per tornare a questa modalità lavorativa. In molti settori, dunque, ci dovrebbe essere solo un impatto minore sull'operatività.

Considerato in sé, il rischio dovrebbe quindi essere inferiore rispetto all'inizio della pandemia. In tale contesto un'incognita importante è rappresentata dalla Cina, perché la sua politica zero-COVID ha l'impatto più forte sull'economia e sulle catene di approvvigionamento globali. Non si possono quindi escludere correzioni dei prezzi sui mercati azionari, ma gli investitori hanno una migliore conoscenza delle possibili implicazioni e sono quindi meglio preparati rispetto a due anni

Oliver Prinz



Co-CIO Bank Austria and
Schoellerbank (Austria)

fa. A essere più colpiti sarebbero probabilmente determinati settori, soprattutto quelli dove ci sono più contatti interpersonali. Per questi motivi, sui mercati azionari si dovrebbe investire applicando un'ampia diversificazione settoriale e geografica.

Risposte dalla Germania

IL PARLAMENTO EUROPEO APPROVA LA TASSONOMIA EUROPEA: UN SEGNALE SBAGLIATO?

Nella UE gli investimenti nel gas e nell'energia nucleare dovrebbero prossimamente essere classificati come sostenibili e rispettosi del clima **in presenza di determinate circostanze**¹². Il 6 luglio il Parlamento europeo ha approvato i relativi piani della Commissione europea dello scorso anno, dopo che a metà giugno i membri delle Commissioni Ambiente ed Affari Economici li avevano ancora bocciati a maggioranza. Invece dei 353 voti richiesti a Strasburgo, solo 278 membri del Parlamento europeo hanno votato contro l'atto delegato sulla cosiddetta tassonomia UE. La Francia, che fa affidamento sull'energia nucleare come tecnologia chiave per un'economia priva di CO2 e vuole continuare a esportarla in altri Paesi, è stata la forza trainante. In cambio, la Germania ha sostenuto l'introduzione di una "etichetta verde" per il gas come tecnologia di transizione. A mezzanotte dell'11 luglio è scaduto l'ultimo termine utile per i Paesi dell'UE per bloccare il controverso progetto. Il cosiddetto atto delegato sulla tassonomia dell'UE entrerà pertanto in vigore il 1° gennaio 2023.

Si tratta di una sorta di sigillo di approvazione per gli investimenti privati, che punta a identificare chiaramente quali progetti energetici sono verdi e sostenibili e quali non lo sono. Ha lo scopo di creare maggiore trasparenza per gli investitori e aiutare coloro che desiderano investire in modo sostenibile a indirizzare i propri investimenti in attività economiche sostenibili per sostenere la lotta ai cambiamenti climatici. La tassonomia dell'UE ha una grande rilevanza per le aziende, perché può influenzare le decisioni di investimento e, quindi, avere un impatto sui costi di finanziamento dei progetti, ad esempio.

Le organizzazioni ambientaliste di tutta Europa sono state particolarmente critiche nei confronti dei piani della Commissione europea. Il loro giudizio sulla decisione del Parlamento europeo è stato dunque unanime. «Un segnale fatale», «Un giorno nero per la protezione del clima e per la democrazia in Europa», così si sono espresse le associazioni ambientaliste tedesche NABU e BUND. Il **greenwashing**¹³ è stato ora «ufficialmente convalidato per legge», è stata la valutazione del think tank E3G. Tuttavia, prima che gas e energia nucleare ricevano effettivamente l'etichetta di sostenibilità, sarà necessario attendere l'emanazione delle disposizioni di legge. Dopo il voto del Parlamento europeo l'Austria ha immediatamente dichiarato che farà ricorso contro l'UE per questa decisione controversa. Il Lussemburgo ha annunciato che appoggerà la mossa austriaca. Anche Spagna e Danimarca stanno valutando di aderire al ricorso.

In termini di mercato obbligazionario sostenibile, l'avvio di attività nucleari e del gas porterà probabilmente all'emissione di obbligazioni sostenibili, come i green bond per l'energia nucleare francese, anche se il settore dei servizi pubblici si avvale già massicciamente di questo strumento per finanziare la transizione alle energie rinnovabili. Resta, tuttavia, da vedere se gli investitori accetteranno obbligazioni volte a finanziare progetti di gas e/o energia nucleare qualificati come sostenibili. Le dichiarazioni di alcuni gruppi di investitori suggeriscono che alcune parti del settore finanziario potrebbero persino boicottare le nuove etichette di sostenibilità per non rischiare di essere tacciate di «greenwashing». In ogni caso, a prescindere dall'ultima decisione sull'applicazione della tassonomia UE, gli investitori avranno sempre la possibilità di decidere autonomamente in che misura investire in attività conformi alla tassonomia o sostenibili e quali criteri di esclusione applicare.

Philip Gisdakis



CIO UniCredit Bank AG
(HypoVereinsbank) (Germania)

¹²Gli investimenti in nuove centrali energetiche alimentate a gas saranno classificati come sostenibili fino al 2030, a patto che tali centrali sostituiscano centrali più inquinanti e siano completamente alimentate da gas più rispettosi dell'ambiente, quali l'idrogeno, entro il 2035. Nuove centrali nucleari saranno classificate come sostenibili fino al 2045 se entro il 2050 al massimo verrà trovata una soluzione alla questione ancora irrisolta della sicurezza dei siti finali di stoccaggio sicuri.

¹³Per greenwashing si intende il tentativo di alcune organizzazioni di garantirsi un'immagine "green" attraverso comunicazione, marketing e attività ad hoc, senza aver integrato in modo sistematico le corrispondenti misure a livello operativo. Se inizialmente il termine riguardava soltanto i temi ambientali, ora fa riferimento anche alla materia della responsabilità aziendale.

ANDAMENTO DEI PRINCIPALI INDICATORI FINANZIARI

Da	19.07.21	19.07.17	19.07.18	19.07.19	19.07.20	19.07.21	19.07.17	01.01.22
A	19.07.22	19.07.18	19.07.19	19.07.20	19.07.21	19.07.22	19.07.22	19.07.22
Indici azionari (ritorni, in %)								
MSCI Globale (in USD)	-12,0	11,7	5,4	6,8	32,2	-12,0	47,2	-19,6
MSCI Mercati Emergenti (in USD)	-23,2	2,7	2,6	3,1	27,5	-23,2	6,6	-18,8
MSCI USA (in USD)	-10,8	15,8	8,2	10,9	35,3	-10,8	69,7	-20,0
MSCI Europa (in EUR)	-1,5	3,6	4,0	-2,1	21,9	-1,5	27,4	-11,1
MSCI AC Asia Pacifico (in USD)	-20,5	6,3	0,6	6,4	25,5	-20,5	12,7	-17,7
STOXX Europe 600 (in EUR)	-3,0	3,6	3,9	-0,9	22,3	-3,0	27,4	-12,3
DAX 40 (Germania, in EUR)	-14,4	1,9	-3,4	5,7	17,1	-14,4	4,3	-18,4
MSCI Italia (in EUR)	-7,5	3,4	4,0	-8,1	17,8	-7,5	10,7	-19,2
ATX (Austria, in EUR)	-8,1	6,5	-7,3	-21,1	48,7	-8,1	6,5	-22,1
SMI (Svizzera, in CHF)	-4,6	2,4	14,9	7,5	17,4	-4,6	43,6	-12,2
S&P 500 (USA, in USD)	-8,7	15,6	8,3	9,8	34,1	-8,7	70,3	-19,0
Nikkei (Giappone, in JPY)	-1,2	15,9	-3,7	10,2	23,8	-1,2	47,6	-5,9
CSI 300 (Cina, in Yuan)	-14,3	-6,1	13,6	23,3	14,4	-14,3	29,8	-11,7
Indici Obbligazionari (ritorni, in %)								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	-13,4	-2,8	10,2	17,4	-2,9	-13,4	5,8	-11,9
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA, in USD)	-10,5	-0,7	6,9	11,4	-2,2	-10,5	3,6	-9,3
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	-14,5	-0,6	9,9	11,0	3,4	-14,5	7,2	-13,5
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	-13,2	3,6	7,7	1,5	-0,1	-13,2	-1,7	-11,2
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-12,8	2,0	7,0	2,1	0,9	-12,8	-1,8	-11,2
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-12,0	0,9	5,1	-0,3	3,5	-12,0	-3,6	-10,8
Rendimenti Obbligazionari (espressi in punti base = 0,01%)								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	178	58	-80	-141	55	178	70	146
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA, in USD)	235	86	-74	-148	33	235	130	192
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	274	85	-76	-116	-13	274	154	233
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	159	-21	-64	-13	5	159	66	134
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	175	-4	-63	-19	-4	175	82	153
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	273	13	-64	23	-46	273	197	239
Spread sulle Obbligazioni governative (credit spread, espresso in punti base)								
Obbligazioni Societarie USA (BofAML US Corporate Master)	62	13	-5	27	-53	62	45	57
Obbligazioni Societarie USA (BofAML US High Yield)	181	-5	48	163	-230	181	156	215
Obbligazioni Governative area Euro (BofAML Euro Corporate AAA-A)	92	15	-10	20	-33	92	84	79
Obbligazioni Governative area Euro (BofAML Euro High Yield)	324	70	12	127	-189	324	342	300
Tassi di interesse del mercato monetario (espressi in punti base)								
Libor (USD, 3 mesi)	260	104	-9	-201	-14	260	143	253
Euribor (EUR, 3 mesi)	0	1	-5	-7	-11	0	0	0
Tasso di Cambio con Euro (in %)								
Dollaro USA (EUR-USD)	-13,9	0,5	-3,1	1,9	3,0	-13,9	-12,3	-10,6
Sterlina Inglese (EUR-GBP)	-1,4	0,9	0,4	1,4	-5,7	-1,4	-4,6	0,8
Franco Svizzero (EUR-SFR)	-8,6	5,7	-5,1	-2,8	0,8	-8,6	-10,1	-4,1
Yen Giapponese (EUR-JPY)	8,7	1,5	-7,7	1,4	5,3	8,7	8,3	7,5
Materie Prime (in %)								
Commodity Index (GSCI, in USD)	-6,1	-2,2	16,0	24,5	-2,1	-6,1	30,0	-6,8
Metalli Industriali (GSCI, in USD)	-8,3	3,2	-2,5	-3,6	42,3	-8,3	25,1	-17,1
Oro (in USD per oncia fine)	-5,3	-2,0	17,4	27,0	-0,1	-5,3	37,8	-6,1
Petrolio (Brent, in USD al barile)	54,8	47,8	-15,0	-30,1	59,0	54,8	118,2	35,7

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.

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