



Sotto la superficie



Monthly Outlook

Giugno 2022

Indice

SOMMARIO	3
LA LETTERA DEI CIO	4
IN EVIDENZA	6
MACRO & MARKETS	9
ASSET ALLOCATION DEI NOSTRI PORTAFOGLI IN GESTIONE	16
RUBRICHE	22



Sommario

Sotto la superficie



AGGIORNAMENTO DI MERCATO

I fattori sfavorevoli che gravano sull'economia globale non si stanno ancora riducendo.

Le maggiori economie industrializzate si dimostrano, tuttavia, ancora piuttosto resistenti, e in grado di far fronte a buona parte delle avversità. Questo è vero soprattutto per gli Stati Uniti, dove ci sono persino segnali di forte ripresa della crescita per il trimestre in corso, in misura attorno al 3% annualizzato o anche leggermente superiore. In Europa, i dati recenti indicano ancora una crescita annualizzata del PIL fino al 2% per il trimestre in corso. È un dato inferiore al 2,5% registrato all'inizio dell'anno (e di gran lunga inferiore al 4,5% previsto lo scorso autunno), ma comunque superiore alla crescita tendenziale.



INFLAZIONE

Le persistenti pressioni inflazionistiche stanno portando le banche centrali ad aumentare i tassi di interesse per raffreddare la dinamica dei prezzi. In particolare, l'inflazione nella zona euro sta passando da un record all'altro. Ha fatto un'altra mossa forte a maggio, superando l'8%. Le pressioni sui prezzi, soprattutto in Europa, derivano essenzialmente dall'aumento dei costi energetici e dei prezzi alimentari; se escludiamo queste due componenti volatili, la cosa sorprendente dell'inflazione non è il valore assoluto (quasi il 4%), ma la velocità con cui siamo passati da un tasso medio di inflazione intorno all'1,5%, durato quasi 10 anni, al punto in cui siamo adesso.



POLITICHE MONETARIE

Le banche centrali di tutto il mondo hanno intrapreso un percorso di inasprimento monetario a causa dell'inflazione persistentemente elevata. Per gli Stati Uniti, in particolare, ciò comporta il rischio che le misure della Federal Reserve (Fed) possano raffreddare significativamente la crescita economica, fino al punto di una lieve recessione.

Data la velocità con cui le banche centrali stanno adeguando le proprie politiche monetarie al nuovo contesto inflazionistico, è ragionevole attendersi che l'attività economica mondiale mostrerà presto tassi di crescita più modesti di quanto si potesse immaginare all'inizio dell'anno.



MERCATI FINANZIARI

Attualmente abbiamo un'esposizione azionaria neutra anche se riteniamo che le possibilità di miglioramento nei prossimi mesi siano buone e che potremmo essere in grado di tornare ad investire in questo mercato. Di conseguenza, consigliamo agli investitori di prepararsi a tale scenario per poter investire rapidamente e aumentare l'esposizione alle azioni.

In termini di allocazione settoriale e di stile d'investimento, manteniamo un orientamento difensivo e qualitativo, concentrandoci sui settori farmaceutico, dei beni di consumo e dell'energia e sulle società con un maggiore potere di determinazione dei prezzi e con un'elevata generazione di flussi di cassa / alto rendimento da dividendi.

Per quanto riguarda la nostra strategia di investimento obbligazionario, in Europa siamo ancora meno positivi, poiché non presumiamo ancora che la tendenza al rialzo dei rendimenti sia terminata.

La lettera dei CIO

Sotto la superficie

Il primo semestre di quest'anno è stato caratterizzato da una serie di fattori che hanno messo sotto pressione l'economia e i mercati finanziari:

1. Le banche centrali di tutto il mondo hanno adottato una serie di misure di inasprimento monetario per **arginare l'inflazione** persistentemente alta. Per gli Stati Uniti, in particolare, questo comporta il rischio che le misure della Federal Reserve (Fed) possano raffreddare in modo significativo la crescita economica, fino a portare a una lieve recessione.
2. La **guerra in Ucraina continua**, e dunque anche il rischio di interruzione dell'approvvigionamento energetico in Europa: uno scenario di rischio che sta diventando sempre più evidente per gli investitori, alla luce dei recenti tagli della Russia alle forniture di gas di Germania e Italia.
3. La recente **ondata di Covid in Cina**, alla quale il governo cinese ha reagito con misure di lockdown molto severe, da un lato sta rallentando l'economia cinese (con effetti sulla domanda di beni di esportazione europei), mentre dall'altro mette a dura prova le filiere, già sotto pressione (con un impatto negativo anche sull'Europa, in particolare sul settore manifatturiero).

In pratica, pare che ci siano solo cattive notizie su tutti i fronti. Tuttavia, queste difficoltà dipendono in parte da fattori esterni, il cui **impatto potrebbe essere solo temporaneo**. Per quanto riguarda gli effetti delle misure di contenimento del Covid, ad esempio, sappiamo che le conseguenze per l'economia sono solo temporanee se la crisi viene gestita in modo adeguato, e che verosimilmente si registrano effetti di recupero quando le misure vengono nuovamente allentate. Sebbene l'approccio del governo cinese, con la sua rigorosa strategia zero-Covid e il livello di protezione vaccinale relativamente basso, soprattutto tra i gruppi vulnerabili, non possa essere direttamente paragonato alla situazione in Europa e negli Stati Uniti (le conseguenze potrebbero durare più a lungo che nei paesi industrializzati occidentali), l'esperienza ci insegna che le infezioni da Covid si manifestano a ondate e, dunque, dovrebbero calare nuovamente.

All'inizio dell'anno, le aspettative di crescita economica in Europa e negli Stati Uniti erano ancora focalizzate su una forte ripresa post-Covid. C'erano segnali evidenti del fatto che l'economia stesse guadagnando terreno e che avrebbe beneficiato di notevoli effetti di recupero. Questa ripresa è stata interrotta dalla guerra in Ucraina. I principali canali attraverso i quali questo conflitto sta colpendo l'economia sono l'ulteriore aumento dei costi dell'energia e delle materie prime e, in particolare, le preoccupazioni dovute alle interruzioni dell'approvvigionamento energetico in paesi che dipendono fortemente dalle importazioni russe di petrolio e gas, un rischio che si sta in parte concretizzando dopo i **recenti sviluppi**¹. Tuttavia, questi rischi sono esterni. Se la situazione dell'approvvigionamento di energia e materie prime migliorerà, è verosimile che ciò sia in parte legato alle aspettative di ripresa post-Covid.

Guardando sotto la superficie, sicuramente ci sono segnali che fanno ben sperare. In particolare, dall'ultimo rapporto Ifo sul sentiment dell'economia tedesca, che è anche un importante barometro del mercato azionario per l'intera zona euro, emergono segnali positivi. Andrebbe inoltre considerato lo scenario Ifo sulla situazione degli ordini delle aziende: l'entità degli ordini dell'industria tedesca non raggiungeva i livelli attuali dall'inizio degli anni '90.

Le pressioni inflazionistiche persistenti hanno avuto un ruolo cruciale in questo contesto e hanno indotto le banche centrali ad alzare i tassi di interesse per raffreddare le dinamiche dei prezzi. In particolare, nella zona euro l'inflazione sta passando da un record all'altro. A maggio ha registrato un altro movimento importante, superando la soglia dell'8%. Tuttavia, le caratteristiche esatte delle dinamiche dell'inflazione sono un fattore cruciale per valutare la situazione, dato

Manuela d'Onofrio



Head of Group Investment Strategy

Philip Gisdakis



CIO UniCredit Bank AG
(HypoVereinsbank) (Germania)

¹Dopo che a maggio Gazprom aveva già interrotto le forniture di gas a cinque Paesi dell'UE, la società statale russa ha recentemente ridotto le sue esportazioni anche verso altri Paesi, tra cui Germania, Francia e Italia. Tuttavia, l'approvvigionamento energetico nei Paesi colpiti è ancora garantito.

che in Europa, soprattutto, le pressioni sui prezzi derivano essenzialmente dall'aumento dei costi dell'energia e dei prezzi degli alimenti. E se escludiamo queste due componenti volatili, **la cosa sorprendente dell'inflazione core non è il valore assoluto, che ha raggiunto quasi il 4%, ma la velocità con cui siamo arrivati a questo punto partendo da un tasso medio di inflazione dell'1,5% circa**, che è durato quasi 10 anni.

In realtà, da una valutazione più attenta risulta che questa corsa ai prezzi sia iniziata nell'estate 2021, quando i lockdown dovuti al Covid sono stati aboliti nella maggior parte dei paesi sviluppati e i consumatori hanno potuto finalmente ricominciare a spendere. Crediamo sia importante comprendere le cause fondamentali di questo improvviso passaggio da un'inflazione costantemente bassa, come nel decennio precedente alla pandemia, a una situazione caratterizzata da un livello medio di inflazione molto più elevato. Questo ci permette di valutare meglio quale sarà la politica monetaria della Banca centrale europea (BCE) nei trimestri futuri e, di conseguenza, di capire in che modo dovremo adeguare la nostra strategia di investimento.

Come ormai tutti sappiamo, la chiusura di molte attività commerciali durante la pandemia, inclusi i porti e gli aeroporti, ha portato a gravi strozzature nelle catene di approvvigionamento. Quando le economie hanno iniziato a riaprire, si è creato un divario tra la capacità produttiva delle aziende e la domanda repressa dei consumatori. Questo disallineamento ha causato un picco dei prezzi che dovrebbe almeno parzialmente allentarsi quando i lockdown saranno finalmente aboliti, in particolare in Cina. Nel frattempo, per stabilizzare le filiere molte aziende hanno iniziato a diversificare le loro reti di fornitori e ad adottare misure per ridurre le distanze di approvvigionamento. Questo processo, che è ancora in atto, ovviamente ha comportato e continuerà a comportare dei costi, che in parte sono stati o saranno trasferiti ai consumatori.

L'estate 2021 ha anche segnato l'inizio del mercato rialzista dei prezzi del petrolio, che di recente è stato esasperato dalle sanzioni imposte alla Russia, con il risultato che il prezzo del greggio è quasi raddoppiato fino a oggi. Poiché è evidente che il principale fattore che ha causato la ripresa dell'inflazione, le strozzature della catena di approvvigionamento, perderà importanza man mano che le filiere si stabilizzeranno, occorre capire a quali condizioni i prezzi delle materie prime, che per noi europei sono i principali driver dell'inflazione, inizieranno a scendere. La risposta più ovvia è che la fine delle sanzioni occidentali contro la Russia porterà a un calo significativo dei prezzi di molte materie prime, in particolare petrolio, gas e cereali. Al punto in cui siamo, tuttavia, nessuno può prevedere quando saranno abolite le sanzioni. Dunque, dobbiamo domandarci se ci sono altri fattori che potrebbero portare a una diminuzione dei prezzi dell'energia e delle materie prime.

Prevediamo che un generale aumento del costo del denaro da parte delle banche centrali, inclusa la BCE, porterebbe a un rallentamento dell'attività economica, e quindi a un calo della domanda di materie prime. Data la rapidità con cui le banche centrali stanno adeguando le loro politiche monetarie al nuovo contesto inflazionistico, è ragionevole prevedere che presto l'attività economica mondiale mostrerà tassi di crescita più modesti di quanto avremmo immaginato all'inizio dell'anno. Se si tratterà di un atterraggio morbido, dipenderà in gran parte dalla velocità con cui l'inflazione si arrenderà di fronte all'esercito di banche centrali schierato per eliminare gli stimoli monetari e raffreddare i prezzi.

È importante sottolineare che i driver dell'inflazione citati sopra si trovano sul lato dell'offerta dell'economia, mentre un forte eccesso di domanda, almeno in Europa, non lo è. Tuttavia, l'inflazione trainata dall'offerta (anche "inflazione spinta dai costi") in genere è meno persistente rispetto alle dinamiche trainate dalla domanda ("inflazione trainata dalla domanda"). Per questo motivo, tra gli altri, è possibile che in un lasso di tempo limitato si avrà una pressione inflazionistica eccessiva, con un probabile picco nei prossimi mesi.

I mercati prevedono già un nuovo calo dell'inflazione nei prossimi anni. Tuttavia, questo non significa che dovremo aspettarci un ritorno ai tassi di interesse ultra-bassi degli ultimi anni. Presumibilmente non assisteremo più a una fase di tassi di inflazione ultra-bassi e alla politica monetaria ultra-accomodante che ne è seguita. Tassi di inflazione compresi tra il 2% e il 3%, attesi per i prossimi anni, non rappresentano un problema per l'economia, mentre per parlare di sana inflazione i tassi devono essere intorno al 2%.

Inoltre, molte aziende stanno dimostrando di essere piuttosto abili a trasferire ai clienti gran parte dell'aumento dei costi, mantenendo costanti i margini. Questo è uno dei fattori che spiega perché le aspettative del mercato sull'aumento degli utili per le aziende sono ancora sorprendentemente solide. Se si considerano questi aumenti di profitto attesi insieme ai ribassi dei prezzi degli ultimi mesi, **le azioni ora sono piuttosto convenienti**, come misurato dal rapporto prezzo-utili (rapporto P/E). Questo è un altro motivo che ci spinge a ritenere che **le azioni continuino a essere un investimento interessante nel medio termine.**

In evidenza

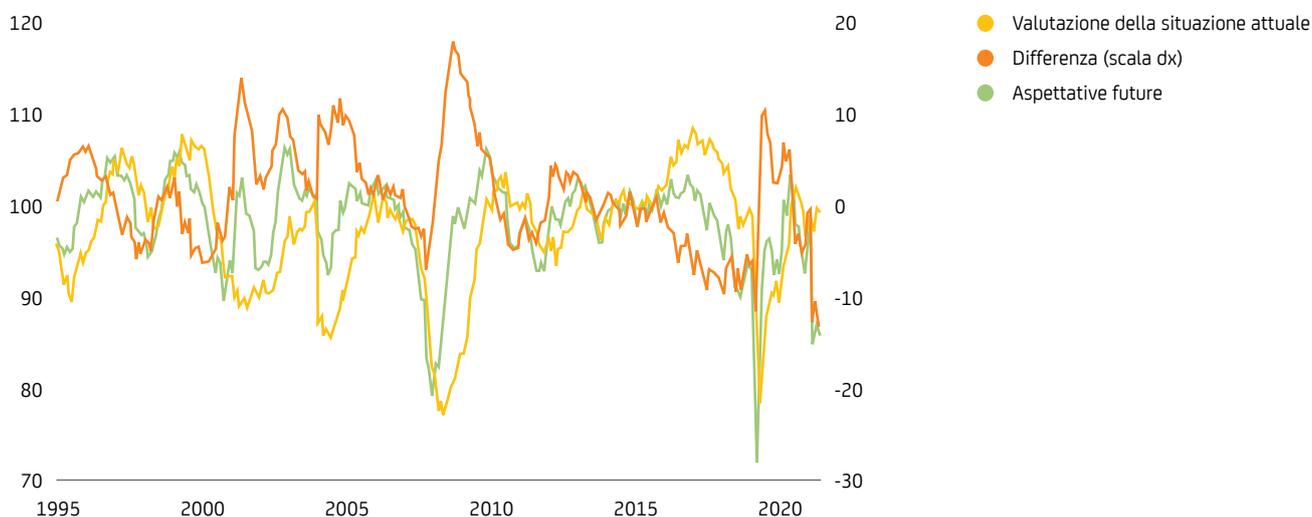
Strategia d'investimento: quando vedremo la luce alla fine del tunnel?

Gli innumerevoli fattori di stress – dalla guerra in Ucraina, alla recente ondata di Covid in Cina, ai timori per l'inflazione e al conseguente inasprimento delle condizioni monetarie da parte della Federal Reserve statunitense (Fed) e della Banca Centrale Europea (BCE) – hanno alimentato preoccupazioni riguardo alla crescita dell'economia e messo sotto pressione i mercati finanziari. Siamo pertanto neutrali sulle azioni. Nonostante tutte le avversità, tuttavia, il tono dell'economia europea è sorprendentemente robusto e al momento non mostra segnali di recessione. Sebbene le aspettative di crescita per il 2022 siano state riviste nettamente al ribasso nel corso dell'anno (attualmente la stima di consenso di Bloomberg per l'Eurozona è del 2,6% per il 2022 – con tendenza a un'ulteriore riduzione – rispetto al 4,2% alla fine del 2021), un tale livello di crescita resterebbe comunque ampiamente superiore al tasso medio di espansione dei cinque anni precedenti la pandemia (2015-2019). Una crescita del 2,6% è stata raggiunta solo una volta durante quel periodo, ovvero nel 2017. Queste cifre mostrano quanto fossero elevate le aspettative di ripresa economica nella fase post-pandemia in Europa, prima che la guerra in Ucraina e i lockdown per il COVID in Cina frenassero bruscamente gli entusiasmi.

La concomitanza di un deciso raffreddamento delle aspettative (elevate a inizio anno) in un contesto economico che permane solido in una prospettiva storica, è rispecchiata anche in uno dei più importanti barometri della fiducia per l'economia tedesca, l'**Indice Ifo della fiducia delle imprese**²: dopo il crollo registrato a marzo per effetto dell'invasione russa dell'Ucraina, l'indice è di recente salito da 91,9 punti ad aprile a 93,0 punti a maggio ma è sceso di nuovo in Giugno 92,3 (si veda il Grafico 1). È stata soprattutto la valutazione della situazione attuale a segnare un deciso miglioramento a maggio e una stabilizzazione a giugno, mentre le aspettative per il futuro rimangono relativamente pessimiste. L'umore complessivo, tuttavia, lascia sperare, quanto meno per la nostra valutazione, che i timori di recessione siano esagerati.

²L'Indice Ifo della fiducia delle imprese è un indicatore anticipatore mensile dello sviluppo economico in Germania, calcolato dall'Istituto Ifo. Si basa sulle rilevazioni mensili presso circa 9.000 aziende tedesche ed è considerato l'indice del sentiment aziendale più conosciuto e più osservato in Germania.

1. INDICE IFO: LA FIDUCIA DELLE IMPRESE MIGLIORA



Fonte: ifo Institute, UniCredit Group Investment Strategy

C'è poi un altro fattore che dà motivo di ottimismo: gli ordinativi delle imprese industriali tedesche sono alle stelle. Secondo l'Istituto Ifo, ci sono ordini per un valore di circa 100 miliardi di euro in attesa di essere evasi. Come dimostra la cosiddetta "portata degli ordini", le aziende del settore manifatturiero possono **andare avanti a produrre mediamente per 4,5 mesi**³ senza necessità di un solo nuovo ordine. Negli ultimi 30 anni questo intervallo si è mosso in una fascia compresa tra 2,5 e 3,5 mesi.

³Le aziende dell'industria automobilistica, meccanica e delle apparecchiature elettriche e informatiche, vitali per l'economia tedesca, in questo momento arrivano addirittura ad avere ordini arretrati fino a 7,5 mesi.

2. ORDINATIVI DELL'INDUSTRIA TEDESCA MAI COSÌ ELEVATI



Fonte: ifo Institute, UniCredit Group Investment Strategy

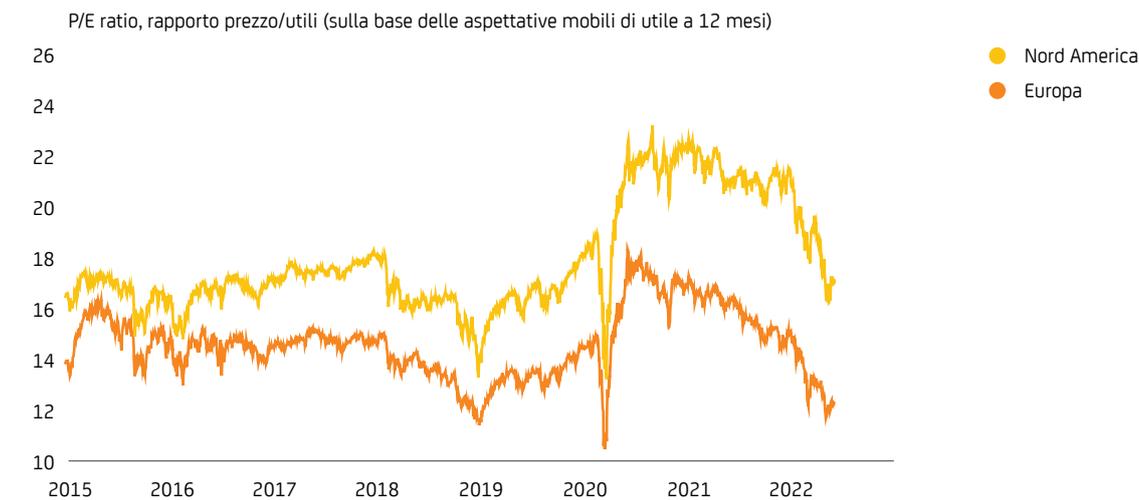
La stabilizzazione del clima aziendale misurato dall'Ifo e l'alto livello degli ordinativi non dovrebbero, tuttavia, far trascurare il fatto che probabilmente l'economia risentirà ancora per qualche tempo dei lockdown per il COVID in decine di città cinesi, delle difficoltà delle spedizioni a livello globale e dei problemi di approvvigionamento correlati alla guerra. Sebbene le autorità cinesi stiano iniziando ad allentare il clima di tensione, l'economia tedesca resta sotto la minaccia delle persistenti strozzature degli approvvigionamenti a breve termine. Inoltre, va riconosciuto che i nuovi ordini arrivano in misura sempre più ridotta. Gli ordini industriali in Germania hanno di recente segnato il terzo calo mensile consecutivo. Secondo l'Ufficio Federale di Statistica, ad aprile le imprese del settore manifatturiero hanno ricevuto il 2,7% in meno di ordini rispetto al mese precedente; a marzo la flessione era stata del 4,2% e a febbraio dell'1,3%. Complessivamente, comunque, l'enorme "buffer di ordini" sembra lasciare un certo agio.

A patto che le interruzioni dei flussi commerciali e le strozzature negli approvvigionamenti delle aziende tedesche si risolvano nei prossimi mesi e che il congelamento totale delle forniture di gas naturale russo rimanga uno scenario ipotetico, nell'industria tedesca ci sono condizioni positive per il decollo della produzione. Questa congiuntura dovrebbe consentire all'economia tedesca, e anche a quella europea, di riprendere dal punto in cui il recupero post-pandemia si era arrestato, interrotto dalla guerra in Ucraina. Questo, a cascata, andrebbe a beneficio anche dei mercati azionari europei. Un'economia statunitense che continua a riprendersi, assestandosi in un contesto di inflazione che inizi a calare in modo significativo, fornirebbe un ulteriore impulso, togliendo dalle spalle della Fed il fardello di provvedere a un perfetto "soft landing"⁴ (per maggiori informazioni sull'economia statunitense, si rimanda alla sezione "Macro & Markets").

Inoltre, le valutazioni delle azioni (misurate dal rapporto P/E) sono al momento decisamente più interessanti rispetto a un anno fa. Il rapporto P/E più basso può essere spiegato, da un lato, con i notevoli cali dei prezzi nel corso dell'anno (si veda il Grafico 3).

⁴Con l'espressione "soft landing" si descrive uno scenario ideale di raffreddamento dell'inflazione in un contesto di bassa disoccupazione. Questo si verifica a seguito delle misure di politica monetaria adottate dalle banche centrali per contrastare l'inflazione.

3. I RAPPORTI PREZZO-UTILI SONO DIMINUITI IN MISURA SIGNIFICATIVA



Fonte: Elaborazione UniCredit Group Investment Strategy su dati Bloomberg

Nel contempo, le previsioni degli utili hanno continuato a salire nonostante la difficile situazione. Naturalmente, queste ultime potrebbero anche rivelarsi troppo ottimiste, soprattutto se le banche centrali non riusciranno a garantire un “atterraggio morbido” all’attività economica. **A livello di fondamentali, la situazione economica non è comunque negativa per molte aziende.** Anche gli alti tassi di inflazione non modificano questo quadro, perché molte aziende sono riuscite a trasferire gran parte degli aumenti dei prezzi ai loro clienti.

Pertanto, di base non siamo pessimisti, ma per il momento restiamo cauti, perché le incertezze restano elevate e riteniamo che i rischi – in particolare, quelli di un’ulteriore escalation della guerra in Ucraina e delle interruzioni potenzialmente associate all’approvvigionamento energetico – siano al momento difficili da calcolare. Anche se il verificarsi di questi rischi non costituisce il nostro scenario di base, sui mercati finanziari sono possibili battute d’arresto in qualsiasi momento. **Attualmente, quindi, abbiamo un’esposizione azionaria neutrale. Riteniamo, tuttavia, che nei prossimi mesi ci saranno buone possibilità di miglioramento e che potremmo essere in grado di tornare a investire in azioni. Di conseguenza, consigliamo agli investitori di prepararsi a tale scenario per poter investire rapidamente e aumentare la quota di investimento azionario.**

Riguardo alla nostra strategia di investimento in obbligazioni, in Europa siamo ancora meno positivi, poiché non pensiamo che il trend al rialzo dei rendimenti si sia già concluso. Stiamo però allungando gradualmente la duration in Europa. Questo dovrebbe quindi consentire un premio a **termine più elevato**⁵ e una copertura dell’azionario in caso di rallentamento economico.

In conclusione, siamo attualmente neutrali nella nostra strategia d’investimento azionaria e rimaniamo prudenti di fronte all’incipiente rallentamento della crescita. **Non appena il contesto macroeconomico si normalizzerà e le incertezze scompariranno dal mercato, siamo pronti ad aumentare l’esposizione verso l’azionario.**

⁵Ciò significa l’acquisto di obbligazioni con scadenze più lunghe al fine di venderle in utile dopo averle tenute per un certo periodo.

Macro & Markets

I rischi di crescita continuano ad aumentare, ma i timori di recessione sembrano al momento eccessivi

I fattori sfavorevoli che gravano sull'economia globale non si stanno ancora riducendo. Si sono diffusi timori di stagflazione o, addirittura, di vera e propria recessione. Gli investimenti più rischiosi hanno subito perdite significative. Le pressioni inflazionistiche ancora in aumento, la minaccia di una spirale salari-prezzi, la guerra in Ucraina, l'inasprimento del contesto monetario e finanziario, i problemi delle catene di approvvigionamento e, più di recente, il crollo della crescita in Cina stanno sottoponendo la ripresa post-Covid a uno stress test continuo. Le maggiori economie industrializzate consolidate si dimostrano, tuttavia, ancora piuttosto resistenti, anche se si stanno affievolendo le speranze di una crescita globale superiore alla media nel secondo semestre dell'anno (effetti di recupero). Sta, inoltre, aumentando il pericolo di un **atterraggio brusco**⁶ o, addirittura, di recessione dell'economia globale. Le banche centrali potrebbero essere costrette ad alzare i loro tassi di interesse di riferimento ben al di sopra dei livelli neutrali, al fine di ancorare nuovamente le aspettative di inflazione su livelli più bassi. La Russia potrebbe infine chiudere il rubinetto del gas all'Europa. Questi sono ancora, però, scenari di rischio, non i nostri scenari di base. **Ci aspettiamo ancora un secondo semestre 2022 solido, seguito da un atterraggio morbido, ossia da un graduale ritorno al trend (normalizzazione post-pandemia) con un temporaneo sfioramento al ribasso (undershooting) l'anno prossimo, anche perché consideriamo esagerate le aspettative aggressive degli investitori rispetto alle banche centrali.** I rischi al ribasso per l'economia globale continuano, tuttavia, ad aumentare, mentre le **aspettative di crescita vengono progressivamente ridotte**⁷.

PROBABILE CONTRAZIONE DELL'ECONOMIA CINESE IN PRIMAVERA

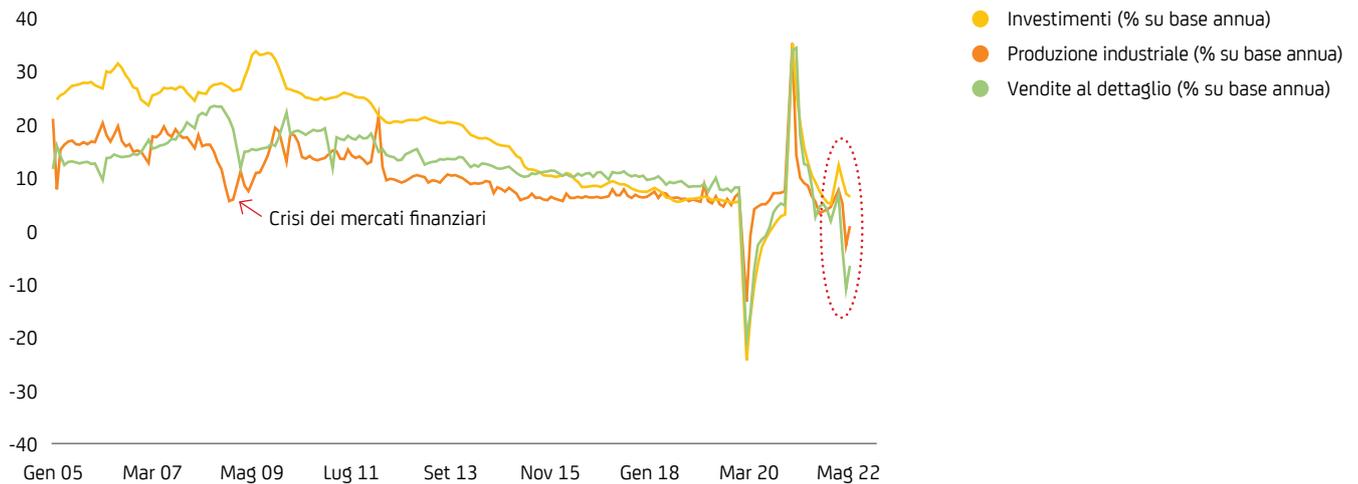
Il mese scorso eravamo già piuttosto scettici sulla Cina, avevamo abbassato notevolmente le nostre aspettative di crescita e stimavamo per il trimestre in corso poco più che una stagnazione. I dati economici recenti segnalano, peraltro, un calo pronunciato. **I duri lockdown**⁸ imposti dalla strategia zero-Covid hanno fatto crollare il sentiment, ad esempio gli indici dei responsabili degli acquisti. Anche gli indicatori economici di base sono precipitati (si veda il Grafico 4). Ad aprile le vendite al dettaglio sono diminuite di oltre l'11% su base annua. Il calo degli investimenti nel settore costruzioni è stato altrettanto marcato. Anche la produzione industriale (in calo addirittura del 7% su base mensile), le esportazioni e il credito hanno segnato una contrazione. Non sorprende, dunque, che anche gli utili delle imprese siano sotto forte pressione. È quindi molto probabile che questa primavera il PIL reale cinese si sia ridotto del 4% su base annua rispetto al trimestre precedente. Si tratterebbe della prima contrazione dall'inizio della pandemia nel 2020.

⁶Atterraggio brusco o "hard landing" si usa in economia per indicare una brusca frenata dell'economia che non cresce più ma cala vistosamente.

⁷L'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) ha di recente abbassato in misura significativa le sue previsioni di crescita per l'economia globale, dal 4,4% al 3% soltanto (UEM: -1,7 punti al 2,6%). Parallelamente, il Fondo Monetario Internazionale (FMI) ha annunciato l'intenzione di abbassare nuovamente le sue previsioni, che già erano state ridotte.

⁸A fine marzo/inizio aprile il governo cinese ha imposto un lockdown totale in alcune aree, che generano complessivamente circa il 10% del PIL. Un lockdown parziale ha interessato il 25% della produzione economica.

4. CROLLO DELL'ECONOMIA CINESE – MA SOLO TEMPORANEO



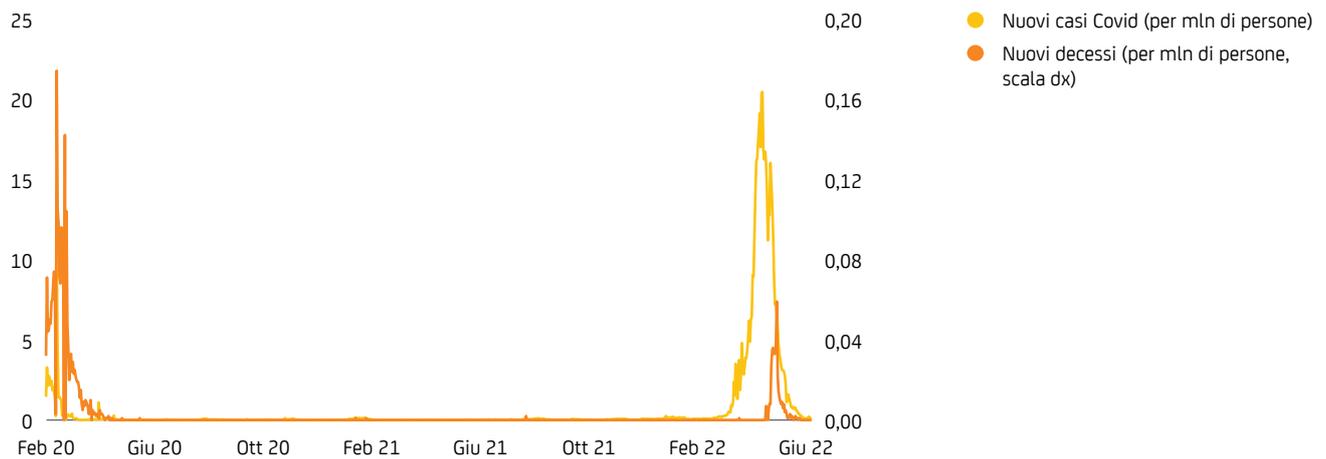
Fonte: Elaborazione UniCredit Group Investment Strategy su dati Refinitiv Datastream

La buona notizia è che, per quanto riguarda il Covid, il peggio è alle spalle per la Cina. Il numero di casi Omicron è diminuito drasticamente. Lo stesso vale per i **rischi di contagio**⁹, quindi il numero di casi dovrebbe continuare a diminuire. A cavallo del mese la Cina ha pertanto potuto allentare i rigidi lockdown imposti. Le persone sono state autorizzate a lasciare le loro case e i trasporti pubblici e privati sono ripresi (con alcune restrizioni).

L'attività economica dovrebbe, quindi, gradualmente iniziare a normalizzarsi. Gli indicatori sulla fiducia sono già migliorati e dovrebbero presto tornare in territorio espansivo. Ci aspettiamo lo stesso per i dati economici "hard". Si prospetta, pertanto, un forte rimbalzo (tecnico) quando lo shock indotto dal Covid si sarà attenuato. Prevediamo una crescita annualizzata del PIL del 6% per il trimestre estivo, forse anche superiore.

⁹L'indice di contagio, ovvero il numero medio di persone contagiate da una persona positiva, è ora sceso a 0,5 soltanto. A inizio marzo il valore era ampiamente superiore a 2.

5. CINA: L'ONDATA DI COVID È GIÀ RIENTRATA



Fonte: www.ourworldindata/Covidvirus, UniCredit Group Investment Strategy

Tuttavia, il forte slancio estivo non dovrebbe proseguire. Se da un lato l'allentamento delle rigorose misure di distanziamento imposte potrebbe portare a nuove ondate Omicron e a nuovi lockdown¹⁰, dall'altro Pechino è ancora piuttosto esitante nella sua politica economica. Sebbene il governo abbia impostato una politica monetaria e fiscale espansiva all'inizio della primavera, finora non ha comunque rispettato le aspettative (auto-alimentate). Ad esempio, la banca centrale ha ridotto i coefficienti di riserva obbligatoria e i tassi sui mutui, ma non il tasso d'interesse ufficiale di riferimento (attualmente al 2,85%). Inoltre, la riduzione di dazi e imposte era comunque in programma, quindi è stata solo anticipata. E i previsti trasferimenti alle famiglie (assegni di consumo) sono ancora lungi dall'arrivare.

Ma anche se la Cina dovesse fare un passo avanti in questo senso, è probabile che l'economia non raggiunga l'obiettivo di crescita del 5,5% per l'intero anno. È improbabile che il PIL reale cresca molto più del 4,0-4,3% nell'anno in corso. Anche nell'orizzonte di medio termine ci aspettiamo una performance inferiore alla media, anche se l'anno prossimo ci sarà ancora un cinque davanti alla cifra dei decimali (effetti di recupero). Da un lato, i problemi strutturali (eccessivo indebitamento delle aziende statali e delle amministrazioni regionali, bolla dei prezzi immobiliari) e la ristrutturazione del sistema economico¹¹ avranno un impatto negativo. Dall'altro, è probabile che la Cina sarà tra i paesi penalizzati della de-globalizzazione in atto. Sempre più aziende occidentali stanno riportando in patria le produzioni strategiche. I recenti problemi delle catene di approvvigionamento in scia alla guerra in Ucraina e il fronte comune de facto tra Pechino e Mosca hanno platealmente dimostrato la dipendenza dalla Cina, innescando un processo di ripensamento.

Il crollo della crescita cinese sta rallentando anche l'economia mondiale – direttamente, perché il Paese, in quanto seconda maggiore economia, da solo contribuisce al 19% del PIL globale e, indirettamente, perché la Cina è fortemente interconnessa con altre economie. Questo vale, in particolare, per i vicini asiatici, ma anche per Europa e Stati Uniti, che hanno quote elevate dell'import e dell'export. Secondo le stime, l'attuale debolezza della Cina potrebbe ridurre la crescita globale fino a mezzo punto percentuale quest'anno.

L'ECONOMIA STATUNITENSE SI DIMOSTRA RESILIENTE, ESAGERATI AL MOMENTO I TIMORI DI RECESSIONE E LE ASPETTATIVE SULLA FED

Il mondo industrializzato, però, sembra ancora in grado di far fronte a buona parte delle avversità. Questo è vero soprattutto per gli Stati Uniti, dove ci sono persino segnali di forte ripresa della crescita per il trimestre in corso, in misura attorno al 3% annualizzato¹² o anche leggermente superiore. In parte, si tratta sicuramente di una compensazione tecnica dopo il negativo avvio dell'anno (-1,5%). Ma anche la domanda interna finale, cioè l'andamento che esclude le componenti estremamente volatili delle scorte e delle esportazioni, dovrebbe avere registrato un forte incremento, in particolare per quanto riguarda la componente fondamentale dei consumi privati.

Questo evidenzia quella che è la nostra aspettativa da tempo, ovvero che, con l'attenuarsi del Covid – gli Stati Uniti sono stati risparmiati dall'ondata invernale – si sarebbero innescati effetti di recupero, soprattutto nei consumi di servizi, finanziati innanzitutto dai risparmi in eccesso accumulati durante la pandemia e dall'aumento dell'occupazione e dei redditi. Nonostante il notevole calo dei redditi reali¹³ sulla scia dell'inflazione dilagante (perdita del potere d'acquisto), i consumi potrebbero essere cresciuti del 3,5% nel trimestre in corso.

¹⁰La Cina ha ufficialmente un alto tasso di immunizzazione di base (oltre il 90% della popolazione è vaccinata con doppia dose), ma solo il 50% abbondante ha ricevuto il booster. I vaccini cinesi, inoltre, sono considerati meno efficienti dei loro omologhi occidentali.

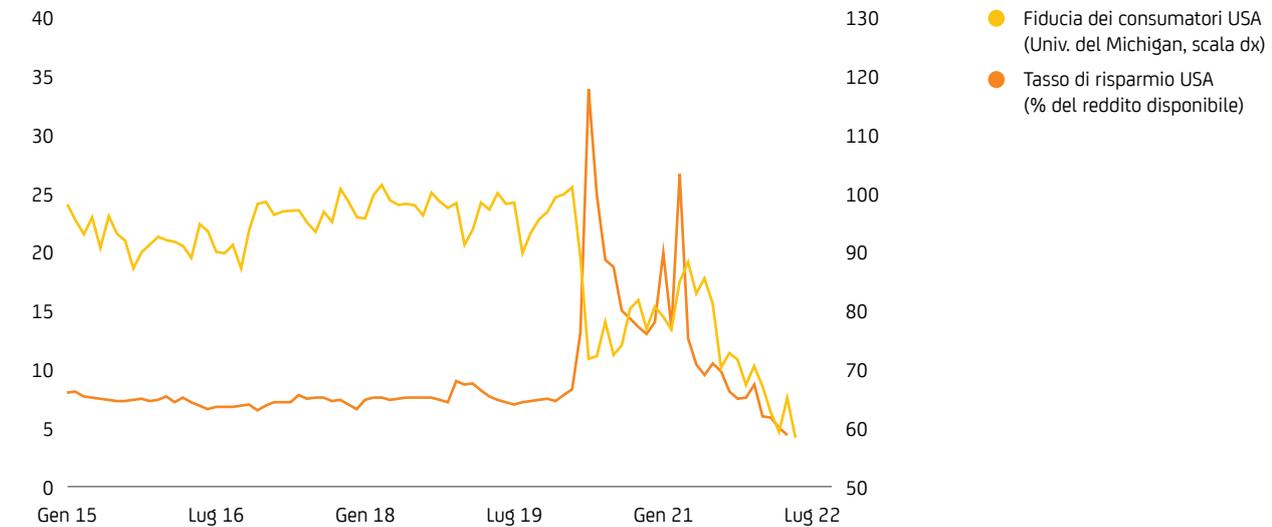
¹¹L'obiettivo dichiarato di Pechino è quello di trasformare il sistema economico da produzione e investimenti o esportazioni verso consumi e servizi. Questo peserà sulla crescita.

¹²La crescita tendenziale o potenziale degli Stati Uniti (ipotizzando il pieno utilizzo dei fattori produttivi) è stimata all'1,7%-2%.

¹³Secondo le stime, i redditi reali sono diminuiti del 2%-3% in termini reali da inizio anno. Al contempo, la forte crescita dell'inflazione ha già eroso in misura significativa gli aumenti dei redditi nominali (salari più alti e maggiore occupazione). Il mercato del lavoro è in piena espansione. Nel solo mese di maggio sono stati creati 390.000 nuovi posti di lavoro e il dato di aprile è stato sensibilmente rivisto al rialzo a 436.000 unità.

Ma proprio questo è lo svantaggio in termini di consumi futuri. I risparmi in eccesso rischiano di esaurirsi presto. Soprattutto, il tasso di risparmio statunitense, pari al 4,4%, è sceso di recente al di sotto del livello pre-pandemia, (7,5%), e una contrazione dei consumi appare inevitabile. Anche il boom del mercato del lavoro dovrebbe smorzarsi, secondo le attese. Tutto questo frena la dinamica dei consumi. A ciò si aggiunge la scarsa fiducia dei consumatori (si veda il Grafico 6).

6. UN PESO PER LE PROSPETTIVE DI CONSUMO DEGLI STATI UNITI



Fonte: Elaborazione UniCredit Group Investment Strategy su dati Refinitiv Datastream

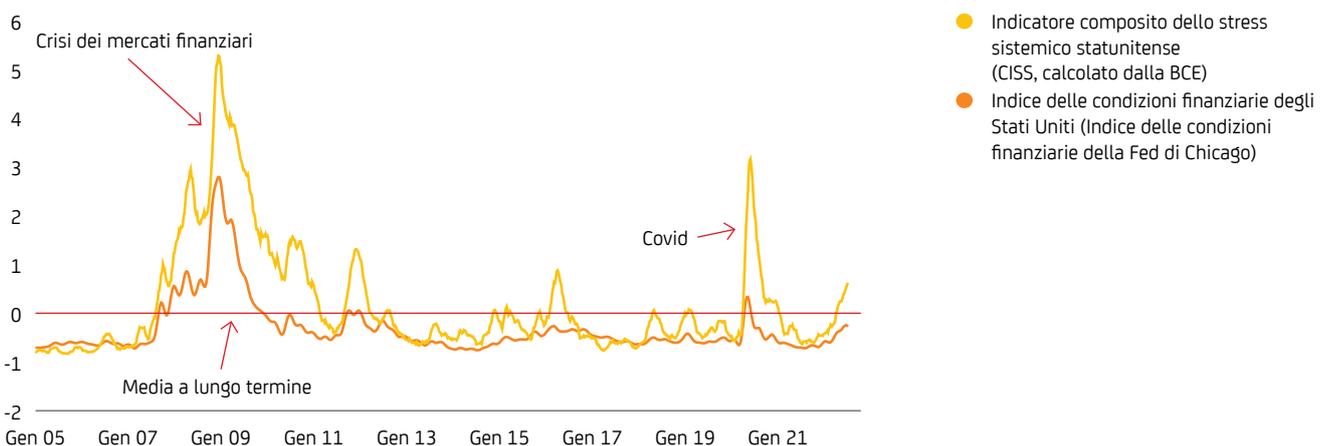
Inoltre, l'auspicato sollievo che deriverebbe da una veloce discesa dell'inflazione è probabilmente destinato a farsi attendere. I prezzi del greggio **sono aumentati di nuovo**¹⁴, non da ultimo a causa del (parziale) embargo petrolifero dell'UE nei confronti della Russia, che si riflette sui prezzi dell'energia. Anche i prezzi dei prodotti alimentari sono destinati a salire. Ci vorrà probabilmente del tempo prima che l'inflazione diminuisca in modo sostenibile. Inoltre, il pericolo di una spirale salari-prezzi non è stato scongiurato negli Stati Uniti.

Questi non sono gli unici andamenti che offuscano le prospettive economiche degli Stati Uniti. Il contesto monetario e finanziario si è ulteriormente deteriorato (si veda il Grafico 7), anche se gli indicatori sono ancora lontani dai massimi della precedente recessione. Malgrado ciò, i tassi di interesse e i rendimenti sono aumentati notevolmente, rendendo più costoso il credito e più difficile il finanziamento delle imprese (obbligazioni), quindi rallentando, a cascata, consumi e investimenti. Il calo dei prezzi azionari e obbligazionari sta producendo lo stesso effetto. Il **forte rialzo dei tassi ipotecari**¹⁵ sta danneggiando, in particolare, il settore edilizio e immobiliare, che probabilmente registrerà il segno meno nei prossimi trimestri, a scapito del PIL. A tutto ciò si aggiunge il dollaro forte. **In termini di cambio effettivo (trade-weighted), il biglietto verde ha guadagnato il 4,5% da inizio anno, a tratti anche oltre il 5%. Questo apprezzamento sta rallentando lo slancio delle esportazioni.**

¹⁴Attualmente il prezzo del greggio è attorno ai 130 dollari al barile (Brent) e si sta avviando verso i precedenti massimi di 134 dollari dalla riapertura in Cina. Il sollievo per l'annuncio OPEC di un aumento della produzione è stato di breve durata.

¹⁵Dall'inizio dell'anno i tassi d'interesse per i mutui a 30 anni sono aumentati di 200 punti base (ovvero di ben 2 punti percentuali).

7. STATI UNITI: IL CONTESTO FINANZIARIO SI È INASPRITO



Fonte: Elaborazione UniCredit Group Investment Strategy su dati Refinitiv Datastream

Tutte queste pressioni lasciano prevedere che la ripresa del PIL post-Covid si indebolirà gradualmente a partire dall'estate, con una crescita che si riporterà al potenziale all'inizio dell'anno prossimo, scivolando temporaneamente anche al di sotto nel secondo semestre del 2023. Nel nostro scenario di base, tuttavia, non ci aspettiamo un atterraggio duro (hard landing). **L'argomento più forte contro una recessione negli Stati Uniti è rappresentato dai bilanci di famiglie e imprese, ancora molto solidi. Non ci sono segnali reali di sovraindebitamento, distorsioni e rigidità, in passato troppo spesso forieri di recessione.** Anche la maggior parte degli indicatori di recessione non dà indicazioni in questo senso. Ad esempio, la probabilità di **recessione del barometro della Fed di St. Louis**¹⁶ è ancora bassa, a una sola cifra, sulla base dei dati attuali. Con i dati futuri, le probabilità dovrebbero aumentare sensibilmente, ma senza arrivare a superare la soglia critica. Questo quadro è in contrasto con i sondaggi condotti tra gli attori del mercato. La maggior parte di loro prevede una recessione già dal prossimo anno.

La nostra fiducia in un atterraggio morbido è alimentata anche dalle nostre aspettative per quanto riguarda la Fed. Non riusciamo ad allinearci all'aggressiva previsione degli investitori di un tasso di interesse di riferimento del 3,3% e oltre. Il recente rialzo dei tassi all'1,50% era già stato prezzato e a luglio è probabile un'altra mossa di 50 punti base. Poi, però, è probabile che la Federal Reserve statunitense rallenti e lasci che **il ciclo si concluda intorno al 2,5% a cavallo dell'anno**¹⁷ – o quanto meno che la banca centrale faccia una pausa più lunga. Questa strategia dovrebbe appiattire la curva dei rendimenti, ossia la differenza di rendimento tra i Treasury statunitensi a 10 anni e il tasso del mercato monetario, ma senza provocare un'inversione duratura, ovvero negativa. Finora, ogni recessione negli Stati Uniti è stata preceduta da una curva dei rendimenti marcatamente invertita. La Fed ne è pienamente consapevole. Il suo obiettivo è raffreddare l'economia per ancorare saldamente l'inflazione (attesa) a livelli più bassi, ma senza soffocarla. La storia dimostra che la banca centrale ha le conoscenze e gli strumenti per orchestrare un atterraggio morbido, tanto più in tempi di bilanci sani di famiglie e imprese, e dimostra anche che speculare contro la Fed raramente ha pagato: meglio non osteggiare la Fed!

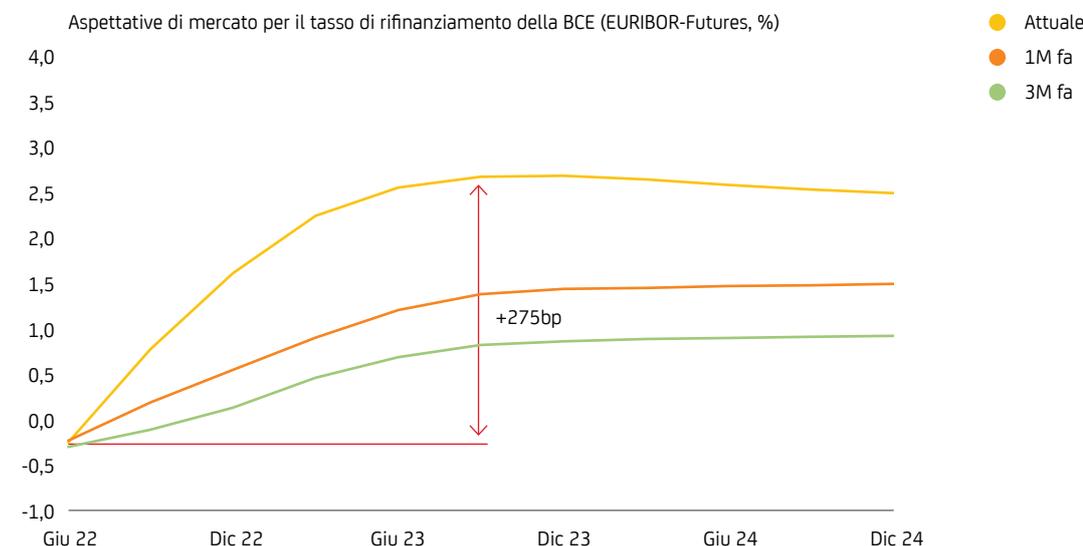
¹⁶Anche la probabilità del modello di recessione della Fed di New York, che si basa esclusivamente sulla curva dei rendimenti, è chiaramente in territorio a una cifra (attualmente al 5%).

¹⁷Per le aspettative dei nostri colleghi di UniCredit Research riguardo alle mosse della Fed, si veda il webcast "Banche centrali e prospettive dei tassi" del 31.5.2022 ([link](#))

EUROZONA: ANCHE I TIMORI SU BCE E CRESCITA SONO ESAGERATI

Per l'Eurozona abbiamo una valutazione simile a quella degli Stati Uniti. Questo vale sia per l'economia che per la politica monetaria, anche se la BCE ha adottato un tono molto più aggressivo nella riunione di questo mese. La continua rincorsa delle previsioni di inflazione sembra aver lasciato il segno. Il Consiglio Direttivo sta ora accelerando, con l'obiettivo di recuperare il tempo perso e riportare rapidamente il tasso di interesse di riferimento al livello neutrale, stimato all'1,5%-1,75%. Il numero uno della BCE, Christine Lagarde, ha già annunciato un primo rialzo dei tassi di 25 punti base subito dopo la fine degli acquisti di titoli, cioè già nella riunione di luglio. Per settembre ha segnalato una mossa di addirittura 50 punti base, che dovrebbe essere seguita da uno o, probabilmente, addirittura due rialzi di 25 punti base entro la fine dell'anno. Prevediamo altri due aumenti dei tassi di 25 punti base ciascuno entro la primavera 2023. Così facendo, la BCE resterebbe ampiamente al di sotto delle aspettative del mercato, anche dopo la sua ultima svolta "da falco". Attualmente gli investitori puntano su rialzi dei tassi di interesse per un totale di 275 punti base (si veda il Grafico 8).

8. LE ASPETTATIVE DI MERCATO PER LA BCE SEMBRANO TROPPO AGGRESSIVE



I banchieri centrali europei non dovrebbero aumentare il tasso repo (repurchase agreement, è la differenza tra il prezzo a pronti ed il prezzo a termine) oltre il tasso di interesse neutrale, altrimenti il rischio è quello di un atterraggio duro. Ma ci sono altre ragioni per le quali la BCE non farà il passo più lungo della gamba.

1. Le pressioni inflazionistiche derivanti principalmente da shock esogeni non possono essere realmente combattute con una politica monetaria restrittiva.
2. Anche **se l'inflazione continuasse a salire¹⁸** nel breve termine, dimostrandosi più ostinata, nell'orizzonte di medio termine e, soprattutto, a partire dalla primavera del 2023, dovrebbe scendere bruscamente e muovere infine verso l'obiettivo della BCE (2%). Gli effetti base – il rapido aumento dei prezzi dell'energia negli ultimi mesi esula dal confronto su base annuale – e la riduzione delle strozzature negli approvvigionamenti forniranno un ampio sollievo.
3. Il rischio di una spirale salari-prezzi è significativamente inferiore rispetto agli Stati Uniti. I recenti aumenti salariali sono gestibili e determinati da bonus e sostegni una tantum e speciali. Il tasso di disoccupazione non è più in calo e i mercati del lavoro non sono neanche lontanamente così "a secco" come negli Stati Uniti.
4. Il rallentamento dell'economia, ovvero il **divario rispetto al percorso tendenziale pre-Covid¹⁹** è più pronunciato nell'Eurozona che sull'altra sponda dell'Atlantico. Nel contempo, i rischi economici sono più elevati (guerra in Ucraina).
5. Le aspettative di inflazione, così importanti per la BCE, sono addirittura nuovamente diminuite di recente nonostante l'ulteriore crescita dell'inflazione (si veda il Grafico 9).

¹⁸A maggio l'inflazione UEM è salita all'8,1%. Nei mesi estivi potrebbe addirittura aumentare ulteriormente.

¹⁹Il livello (statico) del PIL pre-Covid è stato nuovamente raggiunto solo a cavallo dell'anno (negli Stati Uniti già un anno fa), mentre il gap dinamico non è ancora stato colmato.

9. LE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE TORNANO A SCENDERE NELL'UEM

Aspettative implicite di inflazione (a 5 anni su un orizzonte quinquennale, %, ricavate dagli swap sull'inflazione)



Fonte: Elaborazione UniCredit Group Investment Strategy su dati Refinitiv Datastream

Non sono solo le aspettative di inasprimento della BCE a sembrare esagerate, ma anche i timori per l'economia dell'UEM. L'Eurozona si sta dimostrando resiliente come gli Stati Uniti, nonostante le maggiori tensioni causate dalla guerra in Ucraina. La maggior parte dei dati economici dell'UEM continua a sorprendere al rialzo, anche se non è più in misura così marcata come a marzo e aprile (si veda il Grafico 10). Le pesanti perdite di potere d'acquisto sulla scia dell'impennata dell'inflazione, **il deterioramento della fiducia²⁰**, e i problemi delle catene di approvvigionamento (guerra in Ucraina/Cina), stanno producendo un impatto negativo, mentre l'allentamento delle restrizioni per il Covid, il risparmio in eccesso e l'aumento dell'occupazione e dei redditi hanno un impatto positivo.

²⁰L'indice aggregato dei responsabili acquisti per l'Eurozona è sceso di recente di un intero punto percentuale, ma a quota 54,8 punti è ancora decisamente in territorio di espansione.

10. L'ECONOMIA DELL'UEM SI DIMOSTRA RESILIENTE



Fonte: Elaborazione UniCredit Group Investment Strategy su dati Refinitiv Datastream

I dati recenti indicano ancora una crescita annualizzata del PIL fino al 2% per il trimestre in corso. È un **dato inferiore al 2,5% registrato**²¹ all'inizio dell'anno (e di gran lunga inferiore al 4,5% previsto lo scorso autunno), ma comunque superiore alla crescita tendenziale, che si afferma attorno all'1,5%.

E la solida crescita dovrebbe continuare per il momento. **Come negli Stati Uniti, riteniamo che i timori di recessione nell'UEM siano esagerati. Il nostro giudizio è corroborato dai seguenti elementi: bilanci sani di famiglie e imprese, notevole potenziale di recupero (risparmi in eccesso, rimozione delle restrizioni Covid), prudenza della BCE, ordinativi abbondanti, mercato del lavoro solido, sostegno della politica fiscale (sussidi per l'energia) e, nel medio termine, riduzione dei problemi delle catene di approvvigionamento e miglioramento del potere d'acquisto.** Questi sono anche i motivi per cui, a differenza degli Stati Uniti, non ci aspettiamo un rapido rallentamento verso il trend. Inoltre, il rischio economico potenziale per l'economia diminuisce a ogni mese in cui non si concretizza l'embargo o l'interruzione delle forniture energetiche russe, poiché la dipendenza dall'energia russa è in graduale diminuzione. Il pericolo non è comunque ancora stato scongiurato (scenario di rischio).

Nel nostro scenario di base ci aspettiamo che il PIL dell'UEM cresca a un tasso annualizzato del 2%-3% nei prossimi trimestri prima dell'avvio della normalizzazione l'anno prossimo (compreso un temporaneo sfioramento al ribasso). Possiamo solo augurarci di essere risparmiati da ulteriori shock esterni fino ad allora.

²¹Tuttavia, i dati sulla crescita del PIL dell'UEM sono attualmente fortemente distorti dall'Irlanda (enormi guadagni dai diritti di proprietà intellettuale/ soluzioni software). Escludendo l'Irlanda, il PIL dell'UEM è cresciuto nel primo trimestre solo dell'1,1% annualizzato a causa del freno di Omicron. È possibile che l'andamento contrario dell'Irlanda stia spingendo artificialmente al ribasso il dato generale dell'UEM nel trimestre in corso.

Asset Allocation dei nostri portafogli in gestione

Il peggioramento del mix crescita-inflazione ci induce a essere più difensivi

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)

A maggio le preoccupazioni per il rallentamento della crescita globale, con rischi di stagflazione in Europa, una marcata decelerazione in Cina e una moderazione negli Stati Uniti, si sono unite a quelle per l'aumento dell'inflazione. Con un'inflazione ai massimi da 40 anni negli Stati Uniti e in Germania, la Fed e la BCE sono costrette ad aumentare i tassi di interesse mentre le economie mostrano già segni di rallentamento e le condizioni finanziarie peggiorano.

L'indebolimento del quadro di crescita globale non è di buon auspicio per gli utili societari. Riteniamo che le attuali stime di crescita degli utili non scontino ancora uno scenario di mercato rallentamento o recessione.

11. UTILI A FORTE RISCHIO DI REVISIONE AL RIBASSO: UNA "CLASSICA" RECESSIONE VEDE UNA CONTRAZIONE DEGLI UTILI SUPERIORE AL 30%

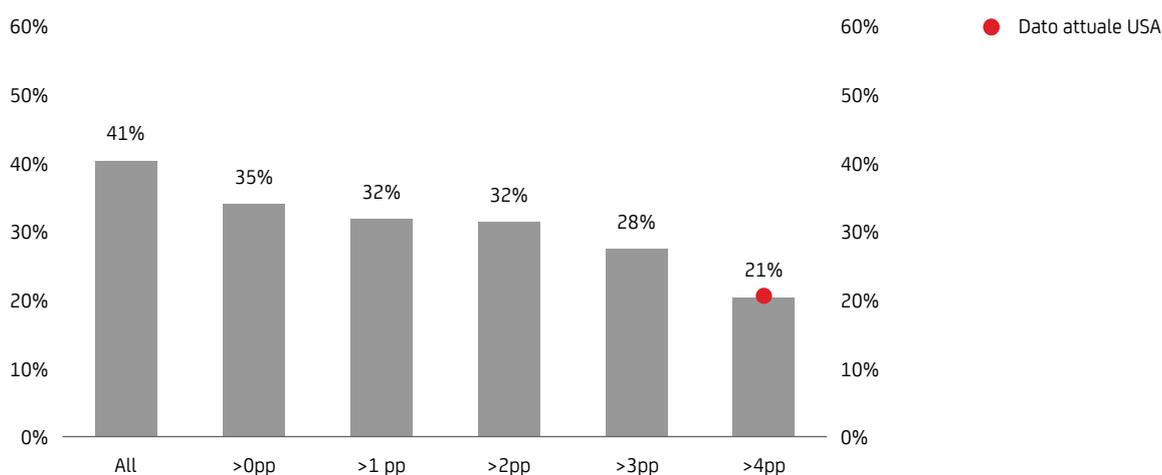
Ciclo completo	Recessione	Revisioni al ribasso degli utili	Recuperi degli utili
1Q'28 – 1Q'33	3Q'29 – 1Q'33	-74,5%	-
2Q'33 – 2Q'38	3Q'37 – 2Q'38	-49,2%	197,6%
3Q'38 – 4Q'45	1Q'45 – 4Q'45	-29,4%	91,9%
1Q'46 – 4Q'49	4Q'48 – 4Q'49	-3,3%	185,7%
1Q'50 – 2Q'54	2Q'53 – 2Q'54	-17,6%	22,4%
3Q'54 – 2Q'58	3Q'57 – 2Q'58	-22,0%	57,7%
3Q'58 – 1Q'61	2Q'60 – 1Q'61	-11,7%	19,1%
2Q'61 – 4Q'70	4Q'69 – 4Q'70	-12,9%	94,4%
1Q'71 – 1Q'75	4Q'73 – 1Q'75	-14,8%	77,6%
2Q'75 – 3Q'80	1Q'80 – 3Q'80	-4,6%	97,0%
4Q'80 – 4Q'82	3Q'81 – 4Q'82	-19,1%	5,3%
1Q'83 – 1Q'91	3Q'90 – 1Q'91	-36,7%	103,1%
2Q'91 – 4Q'01	1Q'01 – 4Q'01	-54,0%	236,3%
1Q'02 – 2Q'09	4Q'07 – 2Q'09	-91,9%	243,9%
3Q'09 – 2Q'20	1Q'20 – 2Q'20	-32,5%	1933,1%
	Media	-31,6%	240,4%

Fonte: Strategas

Lo scenario di recessione non è il nostro scenario base, ma le relative probabilità sono aumentate in quanto un'inflazione più rigida costringe le banche centrali a reagire in modo aggressivo, rendendo più difficile il cosiddetto soft landing cioè un rallentamento non eccessivo dell'economia.

12. L'ELEVATO GAP TRA INFLAZIONE CORE ATTUALE E QUELLA TARGET (2%) RENDE PIÙ DIFFICILE IL SOFT LANDING

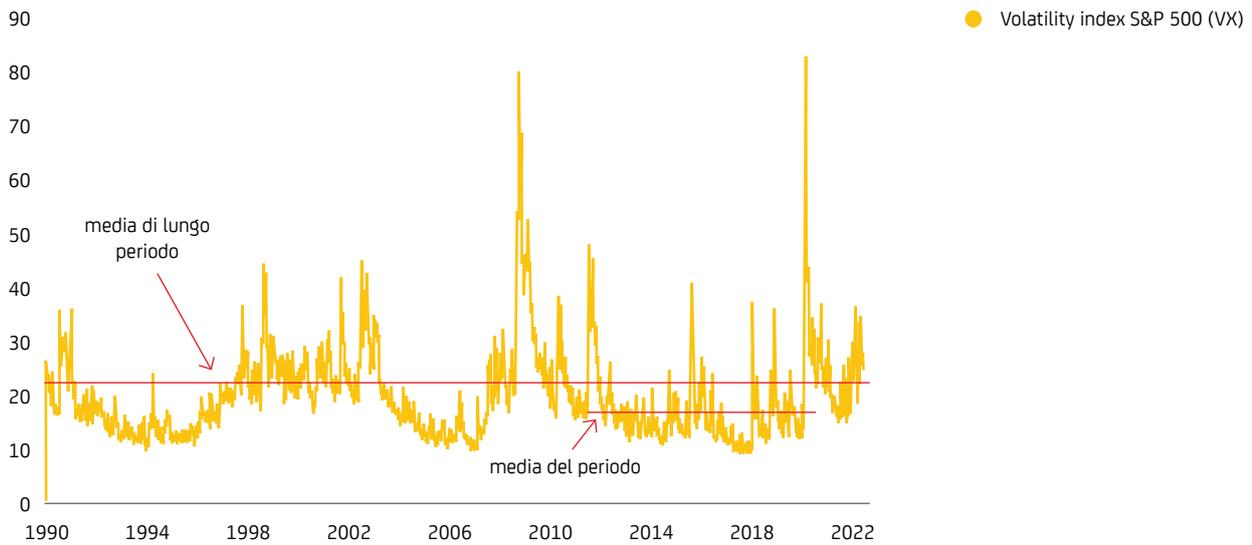
Probabilità di evitare una recessione nei 2 anni successivi all'ultimo rialzo dei tassi, per dimensione della differenza tra inflazione core e target.



Fonte: Department of Commerce, Haver Analytics, Goldman Sachs Global Investment Research

In altre parole, i mercati azionari sono destinati a rimanere vulnerabili e volatili nei prossimi mesi, dato che non vi è il cosiddetto paracadute della Federal Reserve (Fed's put).

13. LA VOLATILITÀ DELLO S&P 500 È MAGGIORE DELLA MEDIA STORICA



Fonte: Elaborazione UniCredit Group Investment Strategy su dati Bloomberg

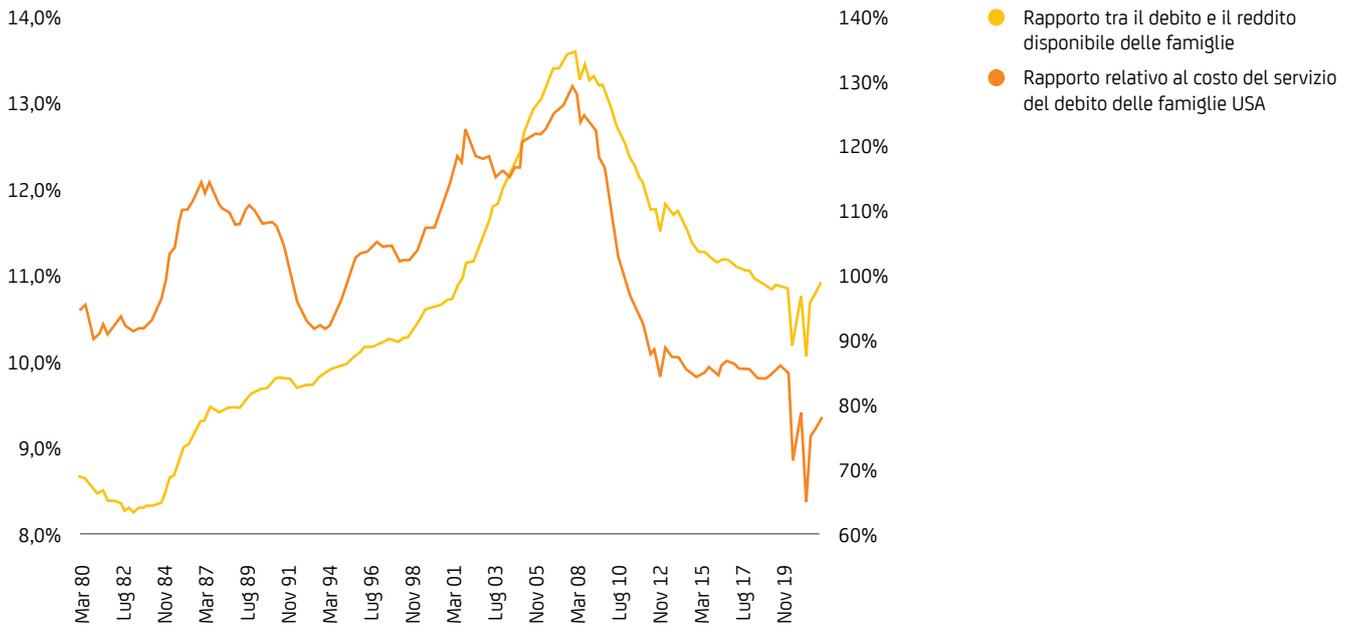
Questa volta, a differenza di quanto accaduto durante la Grande Crisi Finanziaria (GFC), non ci sono elevati squilibri strutturali in termini di debito delle famiglie e delle imprese. Ciò significa anche che la contrazione economica potrebbe essere di minore intensità e durata rispetto alla GFC e alle altre recessioni precedenti.

14A. RAPPORTO TRA PRESTITI E LEASING DI BANCHE COMMERCIALI USA / DEPOSITI BANCHE COMMERCIALI USA



Fonte: BlackRock Investment Institute, US Federal Reserve, Bloomberg, dati delle banche commerciali statunitensi al 31/03/2022, dati e metriche relativi al debito delle famiglie statunitensi al 31/12/2021

14B. RAPPORTO RELATIVO AL COSTO DEL SERVIZIO DEL DEBITO DELLE FAMIGLIE USA E RAPPORTO TRA IL DEBITO E IL REDDITO DISPONIBILE DELLE FAMIGLIE

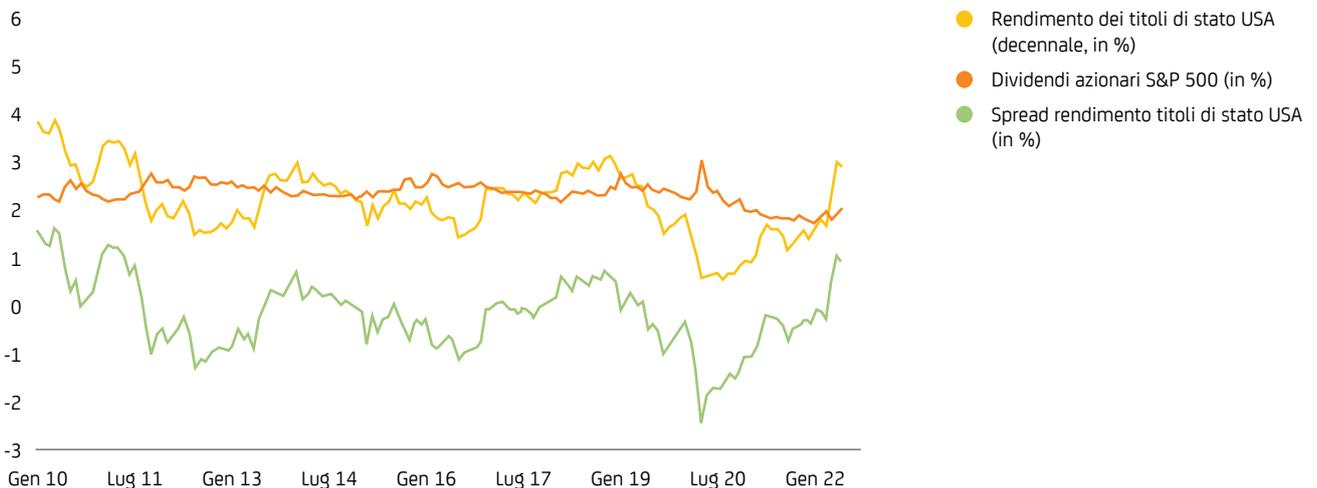


Fonte: BlackRock Investment Institute, US Federal Reserve, Bloomberg, dati delle banche commerciali statunitensi al 31/03/2022, dati e metriche relativi al debito delle famiglie statunitensi al 31/12/2021

La combinazione di crescita globale più bassa, aumento dei tassi d'interesse e calo della liquidità ci ha indotto a rivedere il posizionamento sull'azionario a neutrale rispetto a quello precedente di sovrappeso.

In termini relativi, l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato, in particolare negli Stati Uniti, riduce l'attrattiva dei dividendi azionari, nonostante la recente correzione dei prezzi azionari.

15. I RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO STATUNITENSIS SI CONFERMANO SUPERIORI AI DIVIDENDI AZIONARI



Fonte: Elaborazione UniCredit Group Investment Strategy su dati Bloomberg

In termini di allocazione azionaria regionale, abbiamo ridotto a neutrale da sovrappeso sia le azioni europee che quelle dei mercati emergenti.

La revisione al ribasso delle azioni europee è giustificata dal rallentamento economico dovuto alle conseguenze del conflitto in Ucraina (aumento dei prezzi delle materie prime, aumento dell'inflazione), dal deterioramento del rapporto di revisione degli utili e dalla BCE più restrittiva. La BCE sembra esposta al rischio di un eccessivo irrigidimento, in quanto le dinamiche dell'inflazione nell'Eurozona sono in gran parte guidate dal lato dell'offerta (prezzi dell'energia), mentre negli Stati Uniti sono anche guidate dalla domanda, considerando la buona salute del mercato del lavoro statunitense. Ci aspettiamo però una maggiore azione fiscale per finanziare gli investimenti

in energia e difesa, probabilmente seguendo l'esempio di Sure, istituito originariamente per coprire gli ammortizzatori sociali nei Paesi colpiti dalla pandemia. Lo schema potrebbe essere quello della Commissione Europea che si rivolge al mercato per raccogliere fondi (a tassi molto bassi grazie al suo rating AAA) a fronte di garanzie offerte dagli Stati membri in proporzione al loro PIL.

Le azioni dei Paesi emergenti risentono della minore crescita globale e del calo della liquidità dovuto alla politica restrittiva della Fed e al rafforzamento dell'USD. Inoltre, la crescente attenzione degli investitori ai criteri ESG rende le società dei mercati emergenti meno attraenti rispetto a quelle statunitensi ed europee. Riteniamo che le valutazioni interessanti degli EM rispetto alle altre aree geografiche potranno essere pienamente apprezzate solo quando la Fed diventerà meno restrittiva e l'economia globale inizierà a riprendersi.

Rimaniamo neutrali sui titoli azionari statunitensi, sostenuti da prospettive di crescita relativamente migliori e dalla tenuta degli utili.

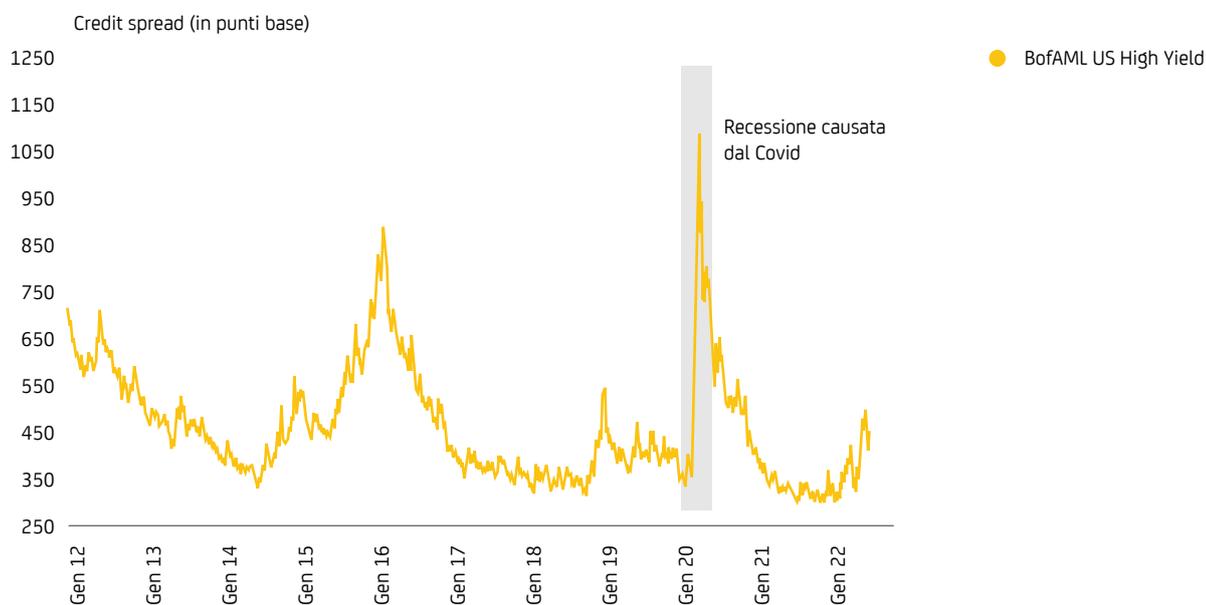
In termini di allocazione settoriale e di stile d'investimento, manteniamo un orientamento difensivo e qualitativo, concentrandoci sui settori farmaceutico, dei beni di consumo e dell'energia e sulle società con un maggiore potere di determinazione dei prezzi e con un'elevata generazione di flussi di cassa / alto rendimento da dividendi.

Un tasso d'inflazione elevato sostiene il nostro sottopeso sulle obbligazioni globali, dove preferiamo le obbligazioni societarie e, in modo selettivo, quelle dei Mercati Emergenti.

Vediamo opportunità di investimento a lungo termine nelle obbligazioni governative statunitensi, con un primo punto di ingresso intorno all'area del 3% del rendimento dei Treasury USA a 10 anni. Sui titoli governativi europei manteniamo una posizione di sottopeso, ma stiamo monitorando attentamente i punti di ingresso, poiché le dinamiche dell'inflazione sono meno strutturali rispetto agli Stati Uniti e la crescita economica più fragile. Inoltre, stiamo gradualmente aumentando la duration del portafoglio di titoli di Stato.

L'allargamento dello spread delle obbligazioni societarie ad alto rendimento sta già scontando uno scenario di rallentamento graduale, ma non lo scenario di recessione, che potrebbe vedere i tassi di default salire fino al 10% negli USA. Inoltre, le obbligazioni societarie ad alto rendimento sono vulnerabili a un contesto di minore liquidità.

16. GLI SPREAD DEGLI HIGH YIELD NON SCONTANO ANCORA UNO SCENARIO DI RECESSIONE



Fonte: Elaborazione UniCredit Group Investment Strategy su dati Bloomberg

Per quanto riguarda le obbligazioni dei Mercati Emergenti, l'inasprimento monetario della Fed e la contrazione della liquidità globale ci mantengono selettivi, preferendo carry trade di alta qualità sia nelle obbligazioni in valuta forte che in quelle in valuta locale.

L'oro continua a offrire opportunità di copertura del portafoglio, mentre il dollaro USA è sostenuto dalla politica monetaria restrittiva della Fed, ma appare sopravvalutato sui fondamentali (PPA).

UniCredit Group Investment Strategy – Asset Allocation

NEUTRALI DA SOVRAPPESO SULLE AZIONI GLOBALI

Riduciamo a neutrale il giudizio sulle azioni a causa della minore crescita globale e della revisione negativa degli utili.

NEUTRALI DA SOVRAPPESO SULLE AZIONI EUROPEE

Riduciamo a neutrale l'azionario europeo a causa del crescente rischio di stagflazione e della 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 AZIONI USA

Quadro di crescita ancora positivo e relativa tenuta degli utili, ma Fed più restrittiva.

NEUTRALI DA SOVRAPPESO SULLE AZIONI DEI MERCATI EMERGENTI

Ridimensioniamo a neutrale le azioni dei Mercati Emergenti a causa della 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 AZIONI DEL PACIFICO

Export sostenuto dalla debolezza dello yen, ma influenzata dalla minore crescita globale.

SOTTOPEO 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 OBBLIGAZIONI SOCIETARIE HIGH YIELD

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

SOTTOPEO TITOLI DI STATO DELL'UEM

Vulnerabili alla stretta della BCE, ma stiamo riducendo il sottopeso e aumentando gradualmente la duration del portafoglio di titoli di Stato

NEUTRALI SUI TITOLI DI STATO NON UEM

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

SOVRAPPESO OBBLIGAZIONI DEI MERCATI EMERGENTI

La ricerca di rendimento sostiene la nostra posizione positiva, ma siamo difensivi e selettivi in considerazione dell'inasprimento della Fed e dell'inflazione nei Paesi emergenti.

POSITIVI SUI MERCATI MONETARI

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.

POSITIVI SULL'ORO

Copertura per l'incertezza

VALUTE

La fuga verso la qualità e una FED più restrittiva sostengono il dollaro USA.

Rubriche

I CIO locali dialogano con i clienti

Risposte dall'Italia

TITOLI DI STATO ITALIANI: COSA STA GUIDANDO I PREZZI?

Il contesto finanziario degli ultimi sei mesi ha rappresentato la tempesta perfetta per gli investimenti in titoli di stato in generale, da ambo le sponde dell'Oceano Atlantico. Da una parte l'inflazione in deciso aumento, conseguenza dei danni alle catene di produzione e distribuzione mondiale, erode il valore reale dei flussi cedolari e di capitale futuri. Dall'altra i piani via via più aggressivi delle banche centrali di riduzione degli stimoli monetari (quantitative tightening) hanno fatto mancare sul mercato secondario la principale fonte di domanda. Il risultato è stato una correzione senza precedenti nella storia recente per entità e velocità. Correzione che non sembra ancora vedere una rapida conclusione.

In Europa abbiamo anche assistito a un ampliamento degli spread dei rendimenti dei titoli di stato periferici rispetto ai titoli con rating AAA come i titoli di stato tedeschi. In particolare, lo spread tra i titoli di stato italiani a 10 anni e il corrispondente Bund della stessa scadenza si è portato in area 230 punti base nella seconda settimana di giugno. Tale aumento è avvenuto in un contesto di generalizzato aumento dell'avversione al rischio, che ha portato a penalizzare gli attivi ritenuti meno sicuri e quindi, nel mondo obbligazionario, quegli emittenti con rating di credito inferiore.

Per avere un termine storico di paragone rispetto ai livelli degli ultimi anni dello spread BTP-Bund in fasi di forte volatilità e avversione al rischio, ricordiamo che nell'ultimo semestre del 2018 tale spread ha avuto un livello medio di circa 275 punti base e di circa 250 punti base nel secondo trimestre del 2020.

Benché nel breve termine le incertezze circa la dinamica dei prezzi e le conseguenti azioni delle banche centrali sul fronte monetario possono portare a un perdurare dell'attuale contesto di volatilità, nel medio periodo diversi fattori endogeni ed esogeni continueranno a fornire supporto al debito italiano. Ne elenchiamo di seguito alcuni.

In termini di deficit governativo primario (al netto della spesa per interessi) l'Italia ha registrato 3.7% nel 2021, la stima per il 2022 è del 2% e per il 2023 si riduce all'1%: tali numeri mostrano come i flussi di finanza pubblica italiana siano in linea rispetto alla media dell'area euro.

Il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza ha aumentato in maniera sostanziale il costo politico delle posizioni euroscettiche, di fatto aumentando la connessione con l'Europa e l'impegno per la realizzazione del piano. Il Governo ha di recente confermato il raggiungimento degli obiettivi posti per il primo semestre 2022. Il PNRR rappresenta il punto cruciale per un aumento permanente e sostenibile del potenziale di crescita del paese e quindi per la stabilità del suo rapporto debito su PIL.

La Banca Centrale Europea ha ribadito in più occasioni come, ai fini di una efficace trasmissione della politica monetaria, sia essenziale evitare frammentazioni nel mercato del debito europeo. Infatti, andamenti divergenti nei tassi di finanziamento degli stati, avrebbero simili impatti sui mercati del credito domestico (tramite il canale di trasmissione dei titoli di stato nazionali che le banche detengono tra i loro attivi). La BCE, non ha ovviamente indicato come e a quali livelli di spread ritiene necessario intervenire, ma oggi la strumentazione a sua disposizione è ampia e di sicura efficacia.

Alessandro Caviglia



CIO Italy, UniCredit SpA (Italia)

Infine, oggi in termini di stock, gli investitori esteri, che spesso hanno determinato importanti flussi di vendita nelle fasi di stress contribuendo ad aggravare l'ampliamento dello spread, detengono circa 500 miliardi, pari al 20% del totale (ai livelli minimi dalla crisi del debito pubblico periferico del 2011-2012). Circa l'80% del debito pubblico italiano è detenuto dagli investitori privati domestici e dal settore pubblico. I primi detengono circa 1.150 miliardi, il secondo detiene circa 680 miliardi tramite gli acquisti effettuati dall'Eurosistema negli ultimi anni (il Sistema delle banche centrali nazionali presieduto dalla BCE). Questo rappresenta un elemento importante di stabilità per la dinamica dei prezzi.

In conclusione, riteniamo che l'attuale correzione non rappresenti l'inizio di un percorso di significativo aumento degli spread per il debito pubblico italiano e manteniamo nell'ambito dell'asset class governativa la nostra preferenza per i BTP, che in sintonia con un contesto di normalizzazione dell'avversione al rischio nel secondo semestre, hanno potenziale di recupero di valore.

Risposte dall'Austria

E' OPPORTUNO INVESTIRE IN CRIPTOVALUTE?

Le criptovalute sono da molti anni al centro del dibattito. Chi non ha avuto discussioni infinite con vicini, conoscenti, amici o familiari su questa opportunità di investimento negli ultimi anni?

Le opinioni possono divergere al riguardo, ma per molto tempo i sostenitori delle criptovalute hanno avuto la meglio. In buona parte questo è probabilmente dovuto al fatto che da molto tempo i prezzi sono in crescita e gli investitori hanno potuto realizzare ingenti guadagni. A sua volta, questo ha accresciuto l'attenzione dei media e, a seguire, ha anche spinto i fornitori di servizi finanziari ad ampliare le loro offerte. Questa spirale verso l'alto è così proseguita.

Se le criptovalute siano una forma di investimento appropriata è qualcosa che ogni investitore deve decidere autonomamente. Nel Gruppo UniCredit al momento abbiamo qualche riserva sulle criptovalute e, quindi, non le consideriamo nella nostra asset allocation. Anche se le tecnologie alla base delle criptovalute (ad esempio, blockchain) potrebbero senz'altro svolgere un ruolo importante nei prossimi anni, riteniamo che ci siano potenziali problemi nella valutazione del valore di questi asset.

Quali sono le sfide negli investimenti e nella valutazione delle criptovalute?

- Il tasso di cambio verso altre valute classiche, quali l'euro o il dollaro USA, è soggetto a forti fluttuazioni. Questo talvolta ha a che fare con il fatto che gli approcci di valutazione comunemente utilizzati per le valute non possono essere proiettati sulle criptovalute. Il differenziale dei tassi di interesse tra aree valutarie può essere un fattore che influenza i tassi di cambio. Spesso il denaro scorre verso quelle regioni in cui vengono offerti tassi di interesse più elevati, che sostengono il tasso di cambio. Anche le economie con una crescita economica solida beneficiano, in parte, di una domanda più forte per le rispettive valute. La parità del potere d'acquisto può anche essere un modo per valutare le divise. L'indicatore più sorprendente, a questo proposito, è l'indice Big Mac, creato dalla rivista The Economist nel 1986. Questo indice confronta il costo di un normale hamburger in diverse aree valutarie e calcola di conseguenza un tasso di cambio implicito delle valute. Anche altri fattori economici o politici possono avere un impatto sul tasso di cambio. Tutti questi benchmark, tuttavia, non possono essere applicati alle criptovalute.
- Le criptovalute non offrono un rendimento. Quando un investitore investe in azioni, acquisisce una partecipazione in una società. Anche i prezzi delle azioni sono soggetti a fluttuazioni, ma è possibile generare un rendimento continuo tramite il pagamento di dividendi, ad esempio. Le azioni sono valori sostanziali (investimenti, diritti di marchio, immobili); tuttavia, anche questa forma di investimento dovrebbe essere preceduta da un'analisi dettagliata. Quanto alle obbligazioni, nella maggior parte dei casi pagano una cedola, quindi viene garantito un'entrata corrente. Il contesto dei tassi di interesse bassi o negativi ha favorito gli investimenti in criptovalute, poiché in molti casi i costi-opportunità erano bassi o, addirittura, negativi. Il contesto di crescita dei tassi di interesse ha ora modificato il quadro.
- Qualora le criptovalute diventino prive di valore, all'investitore non resta nulla. Nel caso delle obbligazioni corporate, dopo aver dedotto tutte le passività, in molti casi i creditori possono ancora ottenere un rimborso parziale dell'importo investito. Nel caso di materie prime, che non producono un rendimento corrente, esiste almeno un valore fisico. Molti metalli, ad esempio, sono utilizzati nell'industria oppure sono usati come gioielli. Cosa resta delle criptovalute, quando la fiducia degli investitori viene meno?
- L'accettazione delle criptovalute come mezzo di pagamento è molto bassa, sicuramente anche a causa delle elevate fluttuazioni dei tassi di cambio. A volte, le aziende offrono il pagamento

Oliver Prinz



Co-CIO Bank Austria and
Schoellerbank (Austria)

dei loro beni e servizi in criptovalute, ma poi in parte fanno marcia indietro. Gli argomenti che spiegano tale comportamento sono vari, ma sicuramente le elevate fluttuazioni dei tassi di cambio e la prevedibilità che ne consegue sono uno dei motivi. Queste elevate fluttuazioni rendono inoltre difficile considerarle nell'ambito di un'asset allocation, in quanto anche con pesi ridotti le criptovalute avrebbero un impatto significativo sui parametri di rischio.

Queste argomentazioni si riferiscono alle sfide che rileviamo in termini di investimento e valutazione delle criptovalute e alle ragioni per le quali questi strumenti di investimento non sono considerati nella nostra asset allocation. Altri aspetti, quali la sostenibilità (consumo energetico) o le normative, non sono stati presi in considerazione. Ogni investitore deve valutare autonomamente le opportunità e i rischi associati alle criptovalute – ce ne sono più di 10.000 – e valutarli prima di effettuare un investimento. L'andamento dei prezzi di molte criptovalute nell'ultimo anno è più simile a un viaggio in treno ad alta velocità che a un investimento solido. Sarà entusiasmante vedere se la grande festa delle criptovalute sia giunta a una fine improvvisa o se gli investitori prenderanno solo una boccata d'aria per poi spingere i prezzi a nuovi livelli.

Risposte dalla Germania

LA FRANCIA DIVENTERÀ INGVERNABILE PER IL PRESIDENTE MACRON DOPO LE ELEZIONI PARLAMENTARI?

Il 19 giugno ha cambiato la Francia. Due mesi dopo la rielezione a presidente, nella quale era già emerso chiaramente quanto egli polarizzi il Paese, Emmanuel Macron ha subito un'amara sconfitta nel secondo decisivo turno delle elezioni legislative francesi. La sua alleanza centrista, **Ensemble**²², di cui fanno parte diversi partiti di centro, domenica ha nettamente perso la maggioranza all'Assemblea Nazionale, composta da 577 membri.

Secondo i risultati ufficiali provvisori, lo schieramento di Macron ha ottenuto 245 seggi, senza raggiungere, tuttavia, la maggioranza assoluta a quota 289. Cinque anni fa La République en Marche (LREM) aveva conquistato una solida maggioranza di 308 seggi. La **Nuova Unione Popolare Sociale ed Ecologica (Nupes)**²³ del nazionalista di sinistra Jean-Luc Mélenchon, a cui si sono uniti anche Socialisti e Verdi, si è affermata come la maggiore forza di opposizione con 131 seggi. Il partito nazionalista di destra di Marine Le Pen, Rassemblement National, ha messo a segno il miglior risultato mai ottenuto alle elezioni legislative, diventando così la terza forza in Parlamento con 89 seggi – circa 11 volte più di prima – mentre il gruppo dei Repubblicani conservatori borghesi è crollato (insieme ai suoi alleati) a 74 seggi. Nella Quinta Repubblica l'affluenza alle legislative non è mai stata così bassa: solo il 46% circa degli elettori francesi si è recato alle urne domenica.

Per il presidente Macron questo risultato rappresenta una pesante sconfitta. Per la prima volta in oltre 30 anni il presidente francese non ha la maggioranza assoluta in Parlamento. Il primo ministro Élisabeth Borne si è così espressa: «Oggi abbiamo una nuova situazione», ha detto, riferendosi alla perdita della maggioranza assoluta. La situazione è «un rischio per il nostro Paese di fronte alle sfide nazionali e internazionali». Ma il risultato deve essere rispettato, ha aggiunto.

Il sistema francese è essenzialmente strutturato per confronti chiari con maggioranze nette. I governi fondati su coalizioni di compromesso all'interno del proprio campo politico sono molto meno frequenti che nella Repubblica Federale tedesca. I risultati del voto di domenica rischiano di portare a settimane di negoziati, in quanto Macron, alla luce delle pesanti perdite di seggi, dovrà cercare partner per una maggioranza di governo con il suo fronte di centro nell'Assemblea Nazionale. Alcuni conservatori di spicco hanno già chiesto un'alleanza con Macron che potrebbe garantire una maggioranza di governo sufficiente.

Anche se l'attività di governo si farà probabilmente più controversa e complicata per i leader della maggioranza in futuro, il presidente francese ricopre costituzionalmente un ruolo troppo importante perché la Francia diventi ingovernabile. Non sarà, però, affatto più agevole per Macron far passare importanti progetti legislativi, quali il pensionamento a 65 anni.

Il primo ministro, nel frattempo, ha indicato le priorità per il prossimo periodo di governo. A partire dall'estate, ha detto, servono misure forti e concrete per rafforzare il potere d'acquisto dei francesi. Anche piena occupazione e cambiamento ecologico sono in cima alla lista delle priorità, e occorre migliorare istruzione e assistenza sanitaria. Élisabeth Borne ha poi descritto come ulteriori compiti prioritari la sovranità della Francia nei settori energetico e alimentare.

Resta da vedere se il nuovo governo francese sarà in grado di rilanciare le riforme. Ad ogni modo, siamo fiduciosi che la Francia, nonostante il previsto impatto negativo che deriverà dal rafforzamento dell'estrema destra, resterà un partner affidabile per il progetto europeo.

Philip Gisdakis



CIO UniCredit Bank AG
(HypoVereinsbank) (Germania)

²²Alle elezioni, La République en Marche (LREM) di Macron si è unita al partito di centro MoDem e al partito di centro-destra Horizons fondato dall'ex primo ministro Édouard Philippe.

²³L'alleanza Nupes comprende France Insoumise di Mélenchon, i socialisti, il Partito comunista e i verdi di Europe Écologie Les Verts.

ANDAMENTO DEI PRINCIPALI INDICATORI FINANZIARI

Da	21.06.21	21.06.17	21.06.18	21.06.19	21.06.20	21.06.21	21.06.17	01.01.22
A	21.06.22	21.06.18	21.06.19	21.06.20	21.06.21	21.06.22	21.06.22	21.06.22
Indici azionari (ritorni, in %)								
MSCI Globale (in USD)	-14,7	12,4	6,1	3,5	37,6	-14,7	45,0	-21,9
MSCI Mercati Emergenti (in USD)	-23,9	10,2	0,5	-2,2	38,1	-23,9	13,5	-17,8
MSCI USA (in USD)	-13,8	15,4	9,3	7,8	40,1	-13,8	64,3	-23,4
MSCI Europa (in EUR)	-6,5	1,2	4,9	-4,0	27,5	-6,5	21,7	-13,6
MSCI AC Asia Pacifico (in USD)	-21,6	12,4	-3,0	2,3	31,2	-21,6	14,7	-18,1
STOXX Europe 600 (in EUR)	-7,7	1,4	4,7	-2,8	28,0	-7,7	22,0	-14,6
DAX 40 (Germania, in EUR)	-15,0	-2,1	-1,4	-0,2	26,5	-15,0	3,5	-16,5
MSCI Italia (in EUR)	-9,5	4,5	3,4	-9,1	30,8	-9,5	17,7	-16,2
ATX (Austria, in EUR)	-6,9	7,2	-5,4	-21,1	54,6	-6,9	15,7	-18,2
SMI (Svizzera, in CHF)	-10,1	-2,6	21,2	6,4	20,4	-10,1	36,0	-16,3
S&P 500 (USA, in USD)	-11,8	15,1	9,5	7,0	38,5	-11,8	64,9	-22,3
Nikkei (Giappone, in JPY)	-6,2	14,9	-4,4	7,1	26,6	-6,2	40,4	-9,7
CSI 300 (Cina, in Yuan)	-13,3	2,2	9,2	9,4	26,5	-13,3	35,3	-11,7
Indici Obbligazionari (ritorni, in %)								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	-13,3	-4,3	10,6	16,2	-4,8	-13,3	2,1	-14,3
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA, in USD)	-10,1	-1,6	7,3	10,4	-3,3	-10,1	1,7	-10,7
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	-14,2	-1,5	10,0	9,8	3,5	-14,2	5,9	-14,7
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	-16,3	1,0	7,5	1,5	-1,8	-16,3	-9,1	-16,1
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-14,6	-0,2	6,5	2,4	0,0	-14,6	-6,7	-14,4
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-13,7	0,7	4,3	-0,2	3,2	-13,7	-6,7	-13,3
Rendimenti Obbligazionari (espressi in punti base = 0.01%)								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	178	74	-83	-131	79	178	111	177
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA, in USD)	233	92	-76	-136	42	233	150	208
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	271	91	-75	-103	-16	271	165	245
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	196	6	-62	-13	23	196	148	192
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	203	23	-58	-22	6	203	148	198
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	312	18	-48	19	-40	312	261	293
Spread sulle Obbligazioni governative (credit spread, espresso in punti base)								
Obbligazioni Societarie USA (BofAML US Corporate Master)	63	10	-2	29	-70	63	33	52
Obbligazioni Societarie USA (BofAML US High Yield)	201	-46	56	199	-288	201	138	205
Obbligazioni Governative area Euro (BofAML Euro Corporate AAA-A)	90	3	-4	20	-40	90	71	76
Obbligazioni Governative area Euro (BofAML Euro High Yield)	250	75	10	140	-214	250	259	211
Tassi di interesse del mercato monetario (espressi in punti base)								
Libor (USD, 3 mesi)	196	105	1	-204	-17	196	81	189
Euribor (EUR, 3 mesi)	0	1	-2	-7	-14	0	0	0
Tasso di Cambio con Euro (in %)								
Dollaro USA (EUR-USD)	-11,6	3,5	-1,9	-0,9	6,1	-11,6	-5,7	-7,1
Sterlina Inglese (EUR-GBP)	0,1	-0,5	2,4	1,5	-5,3	0,1	-2,7	2,0
Franco Svizzero (EUR-SFR)	-7,2	5,9	-3,4	-4,4	2,8	-7,2	-6,4	-1,6
Yen Giapponese (EUR-JPY)	8,4	2,7	-4,7	-1,6	9,3	8,4	14,2	8,9
Materie Prime (in %)								
Commodity Index (GSCI, in USD)	2,5	1,2	9,6	23,9	-0,7	2,5	39,7	0,2
Metalli Industriali (GSCI, in USD)	5,5	18,9	-16,0	-6,4	49,3	5,5	49,6	-6,2
Oro (in USD per fine ounce)	3,0	1,8	9,9	25,7	2,5	3,0	47,9	0,8
Petrolio (Brent, in USD per barrel)	52,5	60,7	-11,3	-34,2	77,2	52,5	150,3	45,8

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.

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