

# Monthly Outlook

Settembre 2021

# Dopo la calma estiva





# Indice

## Dopo la calma estiva

Pagina 3

La lettera dei CIO

Pagina 5

In evidenza

Pagina 9

Macro & Markets

Pagina 17

Asset Allocation

Pagina 22

Rubriche

# La lettera dei CIO

## Dopo la calma estiva

La pausa estiva del secondo anno di pandemia da Covid è stata relativamente tranquilla, se non si considerano gli inattesi e drammatici sviluppi in Afghanistan. La situazione afghana ha implicazioni a livello geopolitico, non da ultimo per il mondo occidentale, ma non comporta conseguenze immediate per l'economia globale e i mercati internazionali dei capitali. Continuiamo ad auspicare che questo Paese devastato dalla guerra trovi un percorso pacifico per il futuro e che i diritti umani fondamentali siano rispettati, compresi, ovviamente, i diritti delle ragazze e delle donne, nonché quelli delle minoranze. Per il Paese stesso e per la sua gente lo sviluppo economico sarà cruciale. L'Afghanistan è uno dei Paesi più poveri al mondo e la sua economia è fortemente dipendente dall'erogazione degli aiuti. Non è chiaro se e in che misura questi continueranno ad affluire in futuro. Un fattore chiave sarà il livello di inclusività, sia per gli aiuti economici, sia per lo sviluppo dell'economia interna. L'esclusione di ampie fasce di popolazione dalla vita sociale sarebbe una catastrofe, non solo dal punto di vista dei diritti umani, ma anche dal punto di vista economico.

Due sviluppi sono stati decisamente più importanti per il mercato durante la pausa estiva: il forte aumento dei tassi di contagio di Covid in Asia, negli Stati Uniti e in alcuni Paesi europei, e il fatto che i dati economici siano stati perlopiù inferiori alle attese, in particolare i recenti dati piuttosto deludenti relativi al mercato del lavoro statunitense. Di conseguenza, la maggior parte degli osservatori non ritiene più imminente il tapering della Federal Reserve (Fed). È possibile, infatti, che la Fed voglia aspettare per considerare le conseguenze dell'ondata della variante Delta sui mercati del lavoro. Poiché i dati di ottobre saranno pubblicati solo a inizio novembre, è probabile che il tapering possa iniziare a dicembre. Questa tabella di marcia, del resto, era già considerata lo scenario più probabile da molti osservatori del mercato prima della pausa estiva.

Tuttavia, l'aumento dei tassi di contagio, unitamente ai problemi della catena di approvvigionamento e alla debolezza della crescita cinese, non ha avuto solo un impatto sulle aspettative di tapering da parte della Fed, ma ha anche ridotto le previsioni di crescita. Le stime di consenso per la crescita economica degli Stati Uniti nel trimestre in corso e per i due successivi sono scese di mezzo punto percentuale ciascuna (su base annualizzata). Le previsioni per il resto del 2022 sono state aumentate solo di poco.

Manuela D'Onofrio



Head of Group Investment Strategy e CIO Group Wealth Management

Philip Gisdakis



Co-CIO of Group Wealth Management e CIO UniCredit Bank AG (HypoVereinsbank) (Germania)

L'aumento dei tassi di contagio è pertanto causa di crescenti preoccupazioni, in particolare nei Paesi e negli Stati con tassi di vaccinazione relativamente bassi. In Europa, la Germania è tra i Paesi con una protezione vaccinale piuttosto inadeguata. I Paesi che sono stati colpiti più duramente dalla pandemia e hanno sofferto maggiormente, sperimentando anche misure di lockdown più rigide, hanno finora mostrato una maggiore propensione alla vaccinazione e probabilmente avranno meno problemi in autunno. Tra di essi Italia, Spagna e Portogallo.

Ad ogni modo, la protezione vaccinale già esistente tra la popolazione, soprattutto nei gruppi vulnerabili, farà sì che l'ondata della variante Delta abbia conseguenze meno drammatiche rispetto all'ondata di contagi dello scorso autunno. I tassi più elevati di vaccinazione in Europa rispetto agli Stati Uniti, sommati alle valutazioni più basse dei mercati azionari europei e al supporto della politica monetaria, che si ipotizza durerà più a lungo, da parte della Banca Centrale Europea (BCE), probabilmente avvantaggeranno le azioni europee rispetto alle loro controparti statunitensi. Questa situazione avvalorava la nostra preferenza per le azioni europee.

Tutto sommato, il quadro appare un po' meno brillante rispetto all'inizio dell'estate. Allora, peraltro, le aspettative elevate ci sembravano un po' esagerate. Per il momento, tuttavia, il tono complessivamente positivo del contesto azionario globale rimane intatto. Allo stesso tempo, il mix settoriale dovrebbe diventare meno ciclico. Le imprese con modelli di business solidi e bilanci robusti continueranno a registrare buoni risultati. Battute d'arresto temporanee, che è lecito aspettarsi, potranno probabilmente essere utilizzate per acquisti selettivi. Un andamento positivo dei tassi di vaccinazione, in particolare nei Paesi con ampie fasce di popolazione non vaccinate, potrebbe dare ulteriore supporto ai mercati.

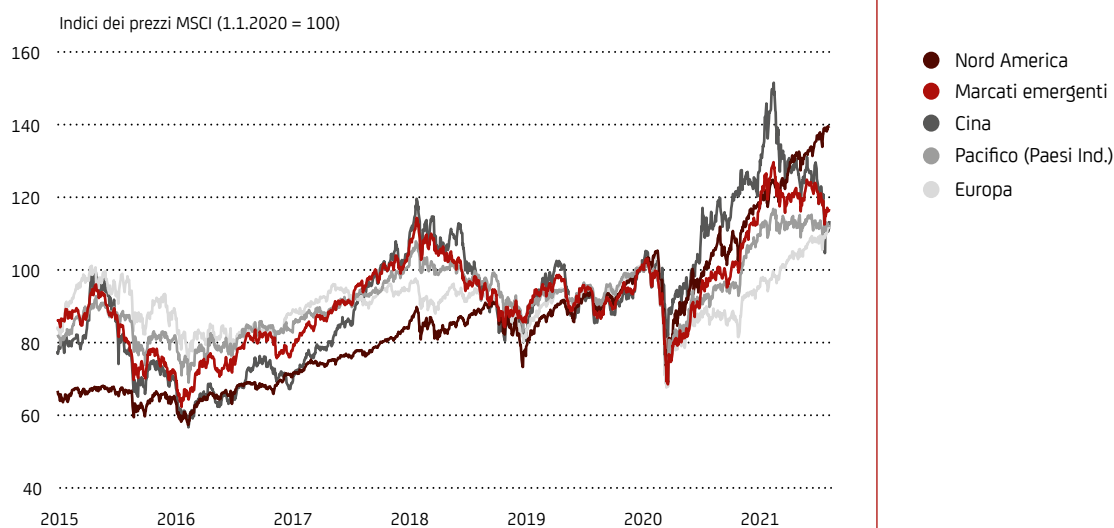
# In evidenza

## Il mercato azionario cinese: la correzione dopo i rialzi post Covid

L'anno scorso le azioni cinesi sono state in assoluto quelle che hanno guadagnato di più nonostante l'emergenza Covid. L'indice MSCI China è cresciuto di un robusto 27%, facendo decisamente meglio del suo omologo nordamericano (+18%). Quest'anno, per contro, il mercato azionario cinese ha perso nettamente terreno, malgrado un brillante avvio d'anno. A metà febbraio le azioni cinesi erano in rialzo di quasi il 20%, prima di crollare e riportarsi ai livelli pre-Covid (si veda il grafico 1). Perché abbiamo assistito a queste montagne russe?

Da inizio anno il mercato azionario cinese ha perso l'11% ed è molto indietro rispetto a Nord America ed Europa, entrambi in rialzo del 18%.

### 1. INDICI AZIONARI GLOBALI A CONFRONTO



Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management.

Nota: le performance e le previsioni passate non sono indicatori affidabili delle performance future. Gli indici non possono essere acquistati e quindi non includono costi. Quando si investe in titoli, si sostengono costi che ne riducono la performance. Stato: 3.9.2021.

La Cina e i mercati azionari cinesi sono stati considerati a lungo i vincitori della pandemia. Con misure di lockdown rapide e drastiche, il Governo è riuscito a portare rapidamente sotto controllo l'epidemia. Mentre per buona parte dello



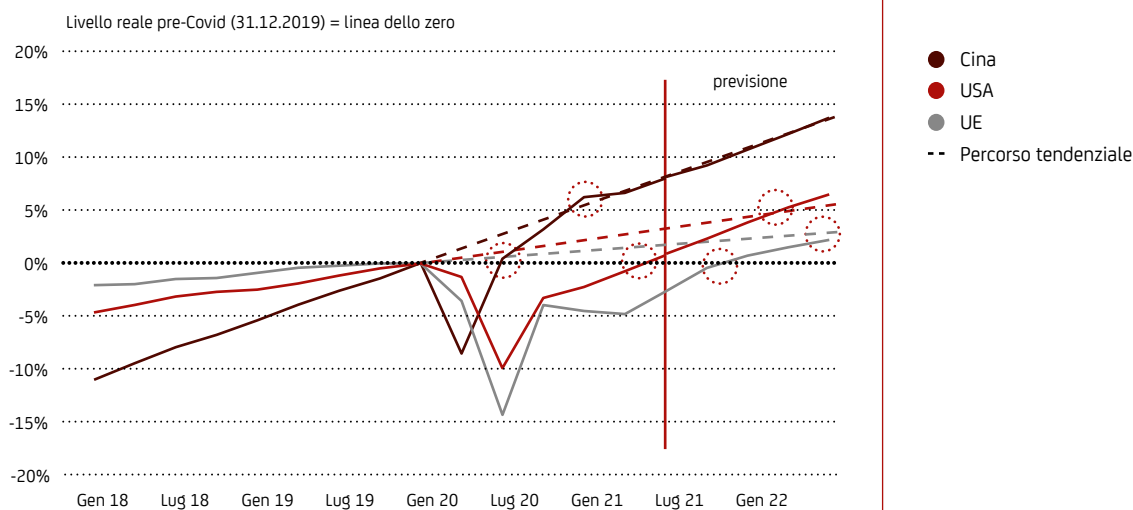
scorso anno la vita sociale si è più volte fermata in Europa e negli Stati Uniti, dalla Cina arrivavano immagini di ritorno alla normalità, e anche di festeggiamenti, già durante l'estate. Sebbene anche l'economia cinese abbia risentito della crisi economica nel mondo occidentale, nonché dei problemi delle catene di approvvigionamento globali, i consumi interni si sono ripresi rapidamente e con forza.

Il successo economico della Cina è ben illustrato nel grafico 2, che mostra l'andamento del prodotto interno lordo (PIL) reale per Cina, Stati Uniti ed Eurozona. Per una migliore rappresentazione visiva, abbiamo estrapolato i rispettivi percorsi tendenziali pre-Covid e abbiamo aggiunto le previsioni (basate sulle stime di consenso di Bloomberg).

La Cina è precipitata nella recessione indotta dal Covid già nel primo trimestre 2020, alcuni mesi prima di Europa e Stati Uniti, ma nel secondo trimestre l'economia cinese si era già riportata ai livelli pre-crisi e, non molto tempo dopo, la produzione economica aveva ripreso il suo percorso tendenziale pre-Covid. Per comprendere l'eccezionalità di questo andamento, si può fare il confronto, in particolare, con l'UEM. Qui il livello pre-crisi del PIL non dovrebbe essere raggiunto fino al trimestre in corso. L'Eurozona probabilmente non sarà in grado di riprendere il suo percorso tendenziale (piuttosto piatto) prima della metà del 2022. L'economia cinese, invece, continuerà probabilmente a crescere al ritmo pre-crisi, al di là di oscillazioni di breve termine.

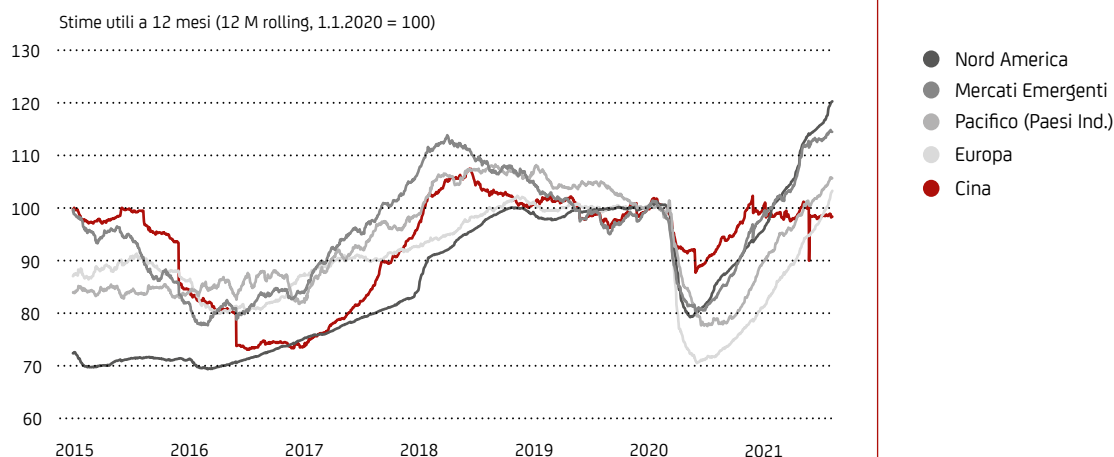
Gli Stati Uniti sono riusciti a fare entrambe le cose un po' prima rispetto all'Europa (rispettivamente a inizio anno e a fine 2021), comunque in ritardo rispetto alla Cina.

## 2. TENDENZE DEL PIL GLOBALE A CONFRONTO



Questo impressionante andamento non si trasferisce, però, al mercato azionario cinese, né in termini di prezzi né di utili. Il grafico 3 mostra la performance degli utili prevista (sulla base delle stime di consenso a 12 mesi) per le azioni cinesi e la corrispondente performance degli altri principali indici regionali (Nord America, Europa, Pacifico e Mercati Emergenti). Il calo relativamente contenuto e la rapida ripresa sono stati presto seguiti da un andamento laterale quest'anno. In altre regioni, invece, le aspettative per gli utili hanno continuato a crescere con decisione.

### 3. ASPETTATIVE PER GLI UTILI GLOBALI A CONFRONTO



Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management.

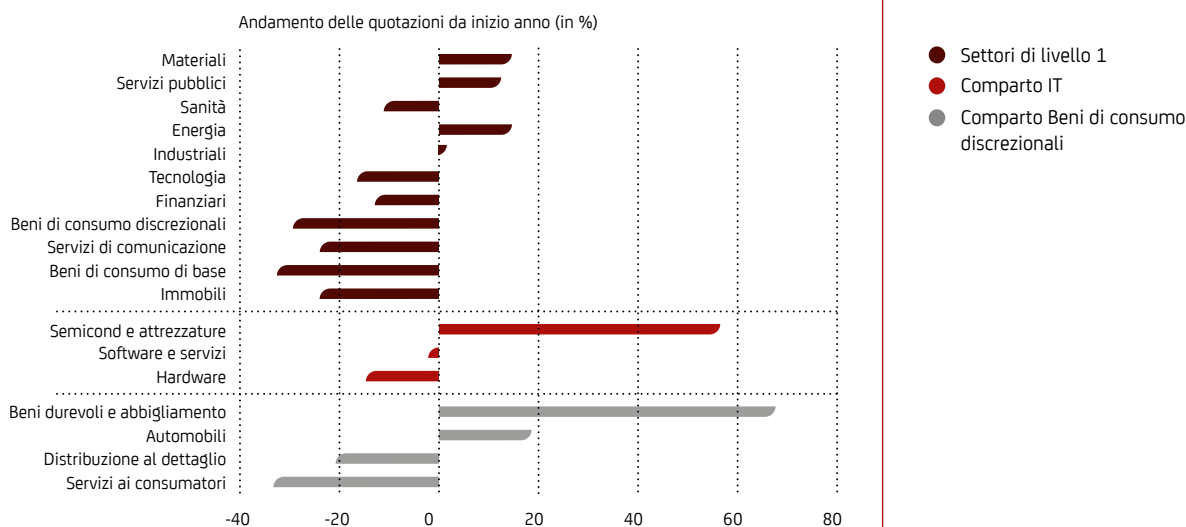
Nota: le performance e le previsioni passate non sono indicatori affidabili delle performance future. Gli indici non possono essere acquistati e quindi non includono costi. Quando si investe in titoli, si sostengono costi che ne riducono la performance. Stato: 3.9.2021.

Tuttavia, l'analisi dettagliata dell'andamento del mercato azionario cinese evidenzia subito che la performance dei prezzi è stata in realtà trainata solo da alcuni settori. Il grafico 4 mostra l'andamento dei principali settori dell'indice MSCI cinese. È interessante notare come alcuni di essi abbiano registrato performance molto forti quest'anno, mentre altri sono stati molto deboli. La parte centrale della tabella è poco popolata.

Un'osservazione più approfondita dei settori evidenzia ulteriormente quanto il quadro sia composito. Lo abbiamo illustrato nella parte inferiore del grafico, dove è riportata la composizione dei settori Information Technology e Beni di consumo discrezionali. Semiconduttori e apparecchiature sono stati tra i settori più brillanti. Software e hardware, invece, hanno perso terreno. Differenze ancora più marcate si rilevano tra Beni durevoli e abbigliamento e Auto, che hanno registrato ottimi risultati, e Retail e Servizi ai consumatori, che hanno subito pesanti perdite.

Questo è dovuto principalmente alla spinta della domanda globale e ai colli di bottiglia nelle forniture di semiconduttori e relative apparecchiature.

## 4. ANDAMENTO SETTORIALE DELL'INDICE MSCI CHINA



Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management.

Nota: le performance e le previsioni passate non sono indicatori affidabili delle performance future. Gli indici non possono essere acquistati e quindi non includono costi. Quando si investe in titoli, si sostengono costi che ne riducono la performance. Stato: 3.9.2021

La ragione principale delle notevoli differenze di performance sono state le misure di regolamentazione del governo cinese, che hanno riguardato settori specifici, quali servizi finanziari, immobiliare e istruzione privata. Quest'ultimo fa parte del settore dei servizi ai consumatori, che ha subito un crollo del 40%. Questo spiega anche la performance negativa del settore Hardware e software.

L'andamento dei diversi comparti è dunque una conseguenza dell'agenda politica. Crescenti disparità a livello di reddito, unitamente ai costi elevati di alloggi, assistenza sanitaria e istruzione privata, stanno gravando su ampie fasce della popolazione. Inoltre, il settore tecnologico in rapida crescita è stato finora poco regolamentato, una situazione che ha portato all'emergere di monopoli e oligopoli anticoncorrenziali. Obiettivo delle misure normative è ridurre la crescente disuguaglianza e alleggerire il carico sulle famiglie, nonché alleviare i problemi demografici (basso tasso di natalità). Anche altri fattori politici, peraltro, svolgono un ruolo. Ad esempio, il governo cinese non punta solo ad avere un maggiore controllo sui contenuti educativi e dei media, ma anche ad ottenere più dati dai consumatori e dal settore finanziario. Si vuole, inoltre, respingere l'influenza degli investitori stranieri in determinati settori e società ritenuti di grande importanza. In aggiunta, il numero di contagi, dovuti alla diffusione della variante Delta, è in crescita e l'economia interna di recente ha registrato una decisa frenata (vedi la sezione Macro & Markets).

Questi andamenti non significano che ci si debba ritirare dagli investimenti in Cina. Gli investitori, però, dovrebbero essere selettivi e monitorare da vicino l'evoluzione. Un robusto sviluppo economico in Cina nel medio-lungo termine, basato su una crescita inclusiva e tale da consentire la partecipazione economica a fasce più ampie della popolazione, dovrebbe risultare vantaggioso anche per le imprese europee. I mercati cinesi restano interessanti e le aziende europee che sono posizionate in modo competitivo nella regione ne trarranno probabilmente beneficio.

Agli occhi dei genitori cinesi, l'insegnamento privato è indispensabile per mettere i figli in grado di competere per le sfide del futuro.



# Macro & Markets

## Un'estate temperata

L'ondata di contagi Covid da variante Delta, il collo di bottiglia nella catena di approvvigionamento globale, le performance dei mercati cinesi inferiori alle attese e la prospettiva del tapering sono i temi che stanno maggiormente influenzando le economie e i mercati finanziari in questo momento, e che hanno messo più volte di malumore investitori, aziende e consumatori. Anche gli ultimi dati economici cosiddetti "hard", quali produzione e vendite al dettaglio, hanno deluso. Pertanto è probabile che la crescita economica nei mesi estivi risulti inferiore alle aspettative. Il processo di ripresa globale, comunque, non si fermerà e nemmeno si invertirà. Infatti, non solo si prevede che nel trimestre in corso l'economia globale crescerà più che in primavera, ma, con un incremento di quasi il 6%, è probabile che registri quasi il doppio del suo potenziale. Inoltre, il secondo semestre sarà probabilmente il più forte dall'inizio della crisi pandemica – almeno per le economie dei mercati sviluppati – dato che le tensioni attuali dovrebbero dimostrarsi relativamente di breve durata.

### La variante Delta si diffonde, ma nessun nuovo lockdown all'orizzonte

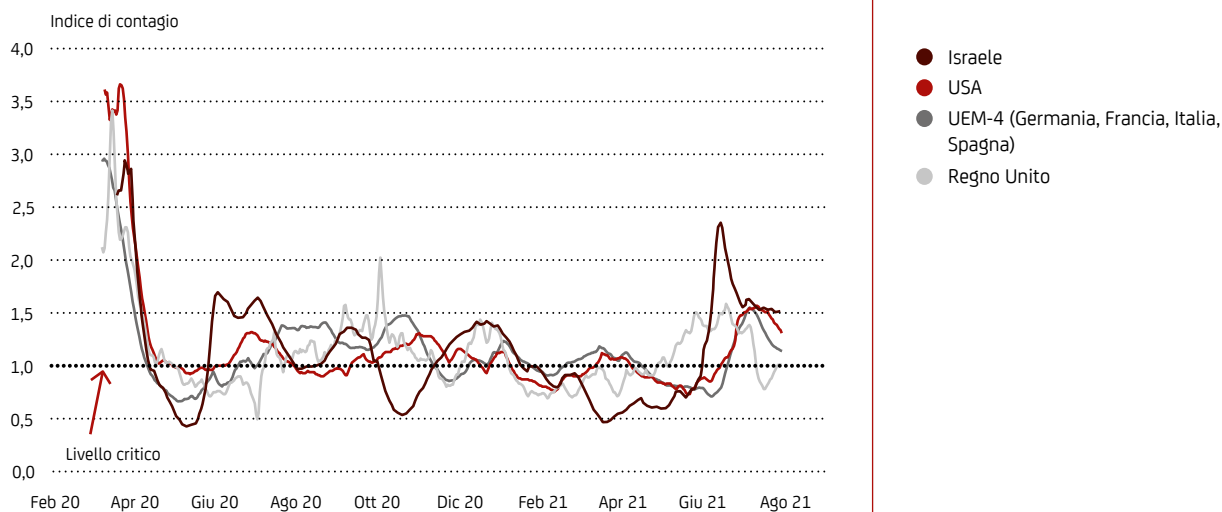
La variante Delta, altamente contagiosa, ha provocato un brusco aumento del numero di contagi Covid quest'estate, in particolare nei Paesi con bassi tassi di vaccinazione, soprattutto in Asia. Anche i Paesi che avevano guidato la campagna vaccinale, quali Israele, Stati Uniti e Regno Unito, si trovano ora con tassi di incidenza elevati di 500 e più casi per milione di persone. In mancanza dell'immunità di gregge, quello che stiamo vivendo è probabilmente dovuto alla crescente rilassatezza dei comportamenti sociali ("Freedom Day") e, in una certa misura, a una forma di resistenza ideologica al vaccino.

L'Europa continentale, d'altra parte, sta reggendo molto meglio in termini di tassi di contagio. In aggiunta, ci sono i primi segnali che l'ondata da variante Delta si stia avvicinando al picco anche in altre parti del mondo e che questo dovrebbe, poi, gradualmente rallentare. L'indice di contagio (Rt), cioè il numero di persone contagiate da una persona positiva, è già nuovamente in calo anche nei Paesi ad alta incidenza e si sta avvicinando al livello cruciale di 1 (si veda il grafico 5).

Questo significa che le attuali battute d'arresto della crescita (rispetto alle aspettative) potranno essere ampiamente recuperate in autunno e inverno.

L'andamento è molto diverso nei vari Paesi. I tassi di contagio in Spagna e in Francia sono aumentati rapidamente e drasticamente a inizio estate, ma ora sono in netta riduzione. In Italia si è già raggiunto un plateau ad un livello relativamente basso. Tuttavia, questo andamento sta appena cominciando ad emergere in Germania.

## 5. L'ONDATA DI CONTAGI DA VARIANTE DELTA POTREBBE RAGGIUNGERE PRESTO IL PICCO

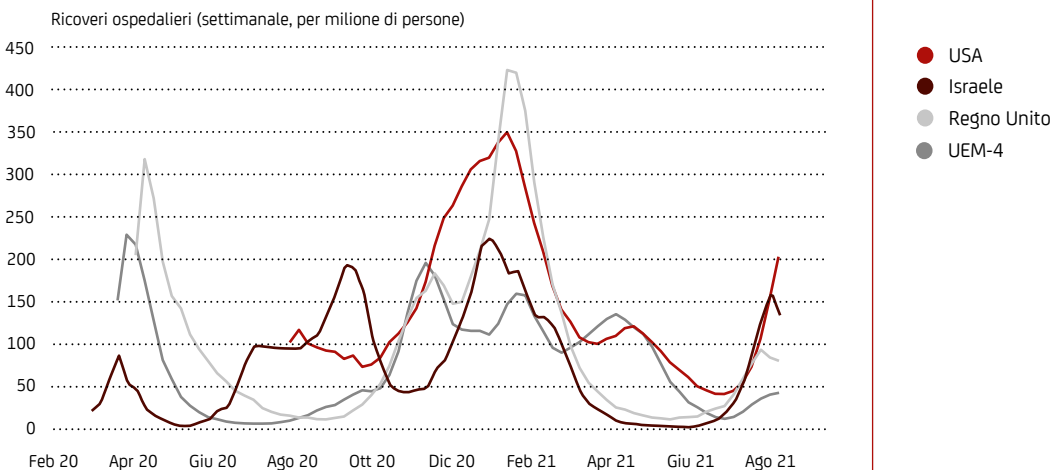


Fonte: [www.ourworldindata.org](http://www.ourworldindata.org), UniCredit Wealth Management

Inoltre, grazie ai progressi nelle vaccinazioni e al miglioramento dei metodi di cura, i sistemi sanitari sono molto meno fragili rispetto all'inizio della pandemia. Pur essendo aumentate durante l'“ondata Delta”, le cifre relative a ricoveri ospedalieri, pazienti in terapia intensiva e decessi rimangono ben al di sotto dei precedenti massimi, specialmente in Europa (vedi grafico 6).

Ci preoccupa invece l'andamento negli Stati Uniti, dove è aumentato bruscamente non solo il numero dei ricoveri ospedalieri, ma anche quello dei pazienti in terapia intensiva, che è ora solo di poco inferiore al precedente massimo di inizio anno.

## 6. NESSUNA MINACCIA IMMINENTE PER I SISTEMI SANITARI

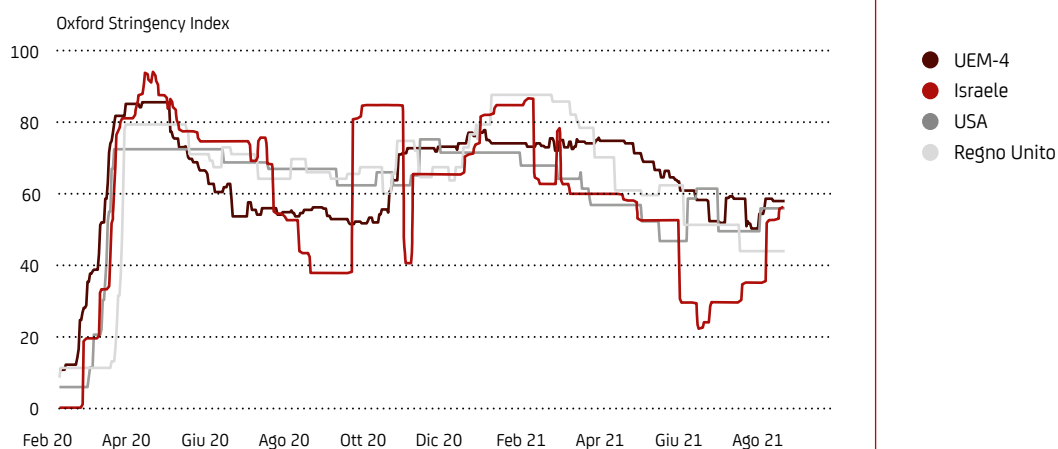


Fonte: [www.ourworldindata.org](http://www.ourworldindata.org), UniCredit Wealth Management

Questo non rende necessarie nuove chiusure nel settore dei servizi, così diffuse nella seconda e terza ondata – per non parlare della chiusura totale di molte aziende all'inizio della pandemia. Inoltre, grazie ai progressi fatti a livello di vaccinazioni, le restrizioni sono state addirittura allentate rispetto alla primavera. I noti indici dei livelli di restrizioni adottati nei vari Paesi elaborati dall'Università di Oxford (Stringency indices) sono in discesa (si veda il grafico 7), anche se recentemente il calo si è (temporaneamente) fermato.

In Asia, in particolare, ma anche in Israele e in Francia, le restrizioni sono state nuovamente inasprite, perlomeno temporaneamente.

## 7. IL PROGRESSO NELLE VACCINAZIONI CONSENTE UN ULTERIORE ALLENTAMENTO DELLE RESTRIZIONI



E, con le ulteriori fasi di riapertura in vista – anche se distanziamento fisico e norme igieniche faranno probabilmente ancora parte della nostra vita per buona parte dell'anno prossimo – gli importantissimi indici di mobilità dovrebbero continuare a puntare verso l'alto. Nel comparto della distribuzione al dettaglio e delle attività ricreative, i livelli pre-Covid sono stati addirittura recuperati in tutta l'UEM. Resta invece ancora qualche potenziale di rialzo nei trasporti pubblici e nelle presenze sul posto di lavoro.

Per le nostre economie si tratta di una buona notizia, dato che gli indici delle restrizioni e di mobilità sono stati fortemente correlati alla crescita del PIL negli scorsi trimestri. La completa riapertura del settore dei servizi (sommata agli effetti di recupero nei consumi e negli investimenti, oltre agli stimoli di politica economica) è stato il presupposto principale alla base della nostra previsione di un aumento della crescita nel secondo semestre di quest'anno.

### I colli di bottiglia negli approvvigionamenti saranno probabilmente transitori

Non è pertanto più la pandemia a colpire pesantemente le catene di approvvigionamento globali e rallentare la produzione manifatturiera e il settore dei servizi. Un numero crescente di aziende lamenta, invece, colli di bottiglia nelle forniture non attribuibili al Covid, ritardi nelle consegne e carenze di materiali e componenti. Tutto questo non solo limita la loro possibilità di produzione, ma contribuisce anche in modo significativo al forte rialzo dell'inflazione.

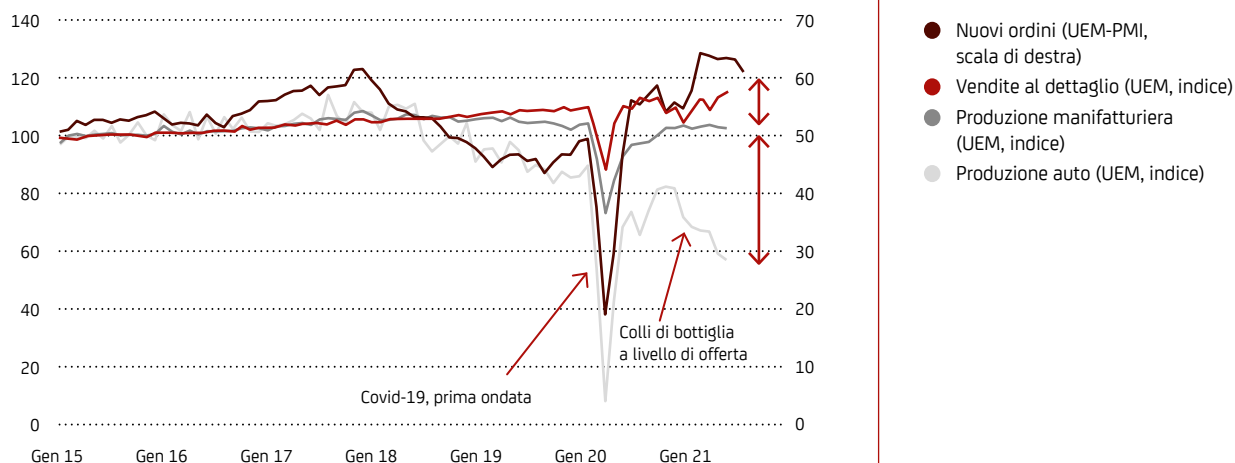
Secondo l'Istituto Ifo tedesco, due terzi delle industrie tedesche lamentano attualmente problemi nella catena di approvvigionamento. C'è carenza di semiconduttori e di componenti elettronici, di granulati plastici, di acciaio e di metalli industriali, ma anche di materiali da costruzione. Inoltre, mancano anche capacità a livello di trasporti (navi e aerei). Non deve quindi sorprendere che non solo le case automobilistiche, ma anche i settori dell'industria elettrica, di ingegneria meccanica, della plastica, l'edilizia e il commercio accusino attualmente problemi a livello di catena di approvvigionamento (supply chain).

Attualmente sono in preparazione ulteriori fasi di riapertura, in particolare nei settori dello sport e della cultura. Anche il passaggio in corso dagli indicatori sull'incidenza a quelli relativi alle ospedalizzazioni, come linea guida per le restrizioni, potrebbe sostenere l'allentamento.



Secondo uno studio del noto Kiel Institute for the World Economy (IfW) la produzione industriale in Germania è attualmente circa il 10% al di sotto del livello che i nuovi ordini avrebbero lasciato prevedere. Il rapporto stima che questo stia costando alla Germania circa un punto di PIL al momento. Tuttavia, la divergenza tra nuovi ordini, domanda e produzione (di automobili) non è limitata alla Germania, ma riguarda l'intera UEM (vedi grafico 8).

#### 8. LA PRODUZIONE RISENTE DI PROBLEMI NELLA CATENA DI APPROVVIGIONAMENTO



Fonte: Refinitiv Datastream, Markit, UniCredit Wealth Management

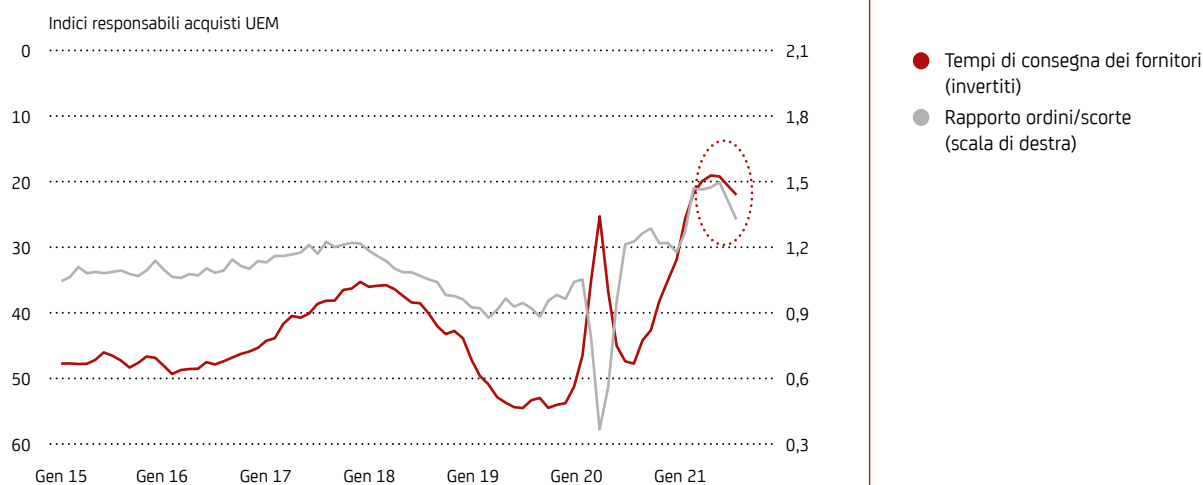
I problemi di approvvigionamento globali dureranno quindi ancora per un certo periodo di tempo. Alcuni segnali, tuttavia, indicano un miglioramento oltre il breve termine. In passato, secondo gli autori dello studio IfW, gli scostamenti nel rapporto a lungo termine tra nuovi ordini e produzione si sono ridotti abbastanza rapidamente, nell'arco di un mese (in misura compresa tra il 20% e il 40%). Serviranno, quindi, altri 3-6 mesi prima che questi scostamenti siano in buona parte corretti da aggiustamenti a breve termine nella produzione industriale – in altre parole, dall'effetto di recupero (catch-up). Gli autori stimano che i primi miglioramenti si stiano verificando durante il trimestre in corso, in linea con le nostre aspettative. Anche gli indici dei direttori d'acquisto danno una prima indicazione in questo senso. I tempi di consegna dei fornitori sono diminuiti di recente, così come il rapporto tra nuovi ordini e scorte (vedi grafico 9).

All'inizio dell'anno questa cifra non arrivava nemmeno al 20%.

- Nuovi ordini (UEM-PMI, scala di destra)
- Vendite al dettaglio (UEM, indice)
- Produzione manifatturiera (UEM, indice)
- Produzione auto (UEM, indice)

Per i dettagli e i calcoli vedere "Bedeutung von Lieferengpässen für die laufende Produktion in Deutschland", ifw-Box 2021.09 ([link](#))

## 9. PRIMI SEGNALE DI MIGLIORAMENTO DEI PROBLEMI DELLA CATENA DI APPROVVIGIONAMENTO



Fonte: Markit, UniCredit Wealth Management

Inoltre, le aziende stanno diversificando sempre più le loro catene di approvvigionamento. Più magazzini, più fornitori, più Paesi fornitori e delocalizzazioni sono le parole d'ordine. Questo dovrebbe consentire miglioramenti in futuro – soprattutto perché situazioni straordinarie come il blocco del canale di Suez, gli eventi meteorologici estremi negli Stati Uniti o le interruzioni nella produzione di chip in Giappone a causa degli incendi sono problemi del passato.

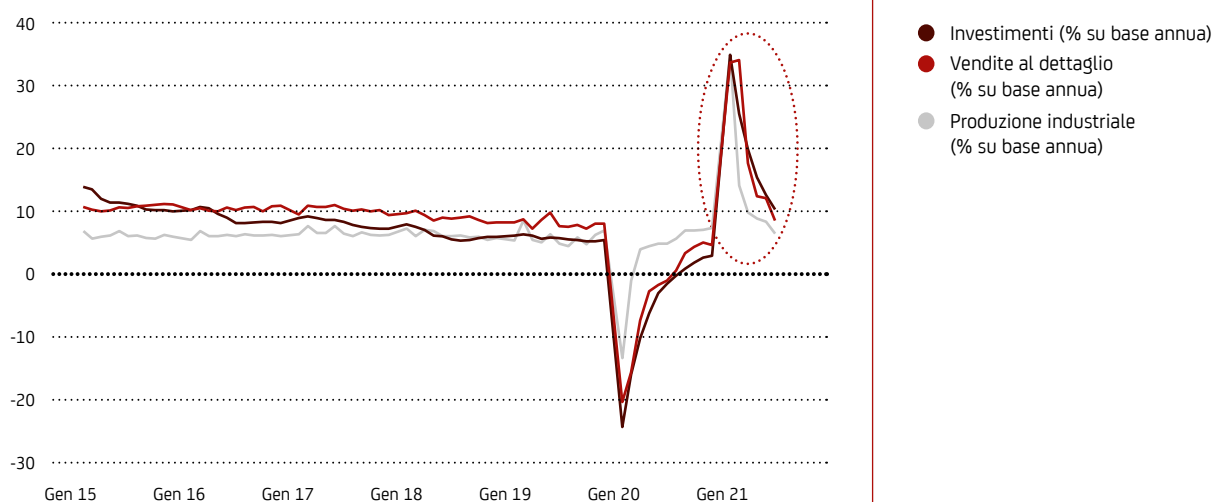
Tutto ciò suggerisce che, oltre al settore dei servizi (grazie a ulteriori riaperture), anche la produzione industriale dovrebbe riprendersi significativamente nel secondo semestre di quest'anno. La situazione di debolezza degli ultimi mesi dovrebbe quindi gradualmente risolversi.

### Gli stimoli economici dovrebbero correggere l'attuale debolezza della Cina

Era logico aspettarsi che, dopo la ripresa a forma di V, la crescita del PIL cinese potesse risultare temporaneamente inferiore alle aspettative. Nessuno, tuttavia, aveva previsto che la crescita economica della Cina sarebbe crollata nel trimestre in corso, per arrivare forse addirittura quasi a fermarsi. Eppure, il forte calo della fiducia, i dati economici anticipatori e anche quelli "hard" danno indicazioni univoche (si veda il grafico 10). Su base mensile la maggior parte di essi ha segnato addirittura un peggioramento a luglio e difficilmente agosto dovrebbe risultare migliore.

L'aumento del PIL del 4,9% (trimestre su trimestre, annualizzato) a inizio anno non ci ha pertanto sorpreso. La crescita del trimestre primaverile, al 6,1%, era già superiore al potenziale di crescita della Cina del 5,75%.

## 10. L'ATTUALE CROLLO DELLA CRESCITA CINESE



Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Questa debolezza è probabilmente dovuta in parte alle durissime restrizioni alla mobilità a seguito dell'aumento dei casi di Covid (Delta). Tuttavia, la battuta d'arresto sembra perlopiù da imputare alla politica economica. La rapida ripresa a forma di V, insieme alla ripresa dell'economia mondiale a partire dalla metà dell'anno scorso, hanno indotto i dirigenti di Pechino a stringere sensibilmente le redini monetarie e fiscali – soprattutto quando sono emerse le prime tensioni (speculative), non da ultimo sui mercati immobiliari. Come conseguenza, la crescita dei finanziamenti a livello nazionale (finanziamento sociale totale) è diminuita notevolmente, così come l'emissione di obbligazioni pubbliche per finanziare i programmi di spesa.

A questo si sono aggiunti importanti interventi normativi, soprattutto nel settore immobiliare (che minacciava di surriscaldarsi) e nelle grandi aziende private in ambito IT e social media (si veda il nostro articolo "In evidenza" al riguardo). Inoltre, la Cina, così come il resto del mondo, non è stata risparmiata dai problemi di approvvigionamento globale.

Tuttavia, il crollo della crescita cinese sarà probabilmente transitorio, perché è già in arrivo il supporto della politica. Del resto, una solida crescita economica è l'unico elemento di legittimazione per i governanti comunisti. Già a luglio sono stati ridotti i tassi sulle riserve obbligatorie. È probabile che seguiranno altri due o tre tagli dei tassi. La politica fiscale sta tornando ad essere espansiva, con ampi margini di finanziamento e di spesa. Durante il primo semestre le entrate del Governo erano cresciute molto di più dei piani. Al contrario, l'emissione di obbligazioni da parte dei governi centrali e regionali era stata nettamente inferiore all'obiettivo. Questo prelude a un rapido aumento del volume di emissioni, che dovrebbe essere canalizzato principalmente verso investimenti in infrastrutture pubbliche.

Ci aspettiamo quindi che l'economia cinese cresca ancora una volta al di sopra del potenziale nel quarto trimestre, intorno al 7,5%. Questo probabilmente si verificherà anche, con un ritmo più lento, all'inizio del 2022. Pertanto, l'attuale interruzione della crescita della Cina non dovrebbe avere un impatto duraturo sull'economia globale.

- Investimenti (% su base annua)
- Vendite al dettaglio (% su base annua)
- Produzione industriale (% su base annua)

Non sorprende quindi che gli investimenti in edilizia abitativa, ma soprattutto quelli in infrastrutture pubbliche, si siano ridotti sensibilmente. Questi ultimi sono addirittura diminuiti a luglio (-10% su base annua).

Nella sua riunione di luglio, il Politburo ha sottolineato che è compito della politica fiscale sostenere l'attività economica alla fine di quest'anno e all'inizio del prossimo.

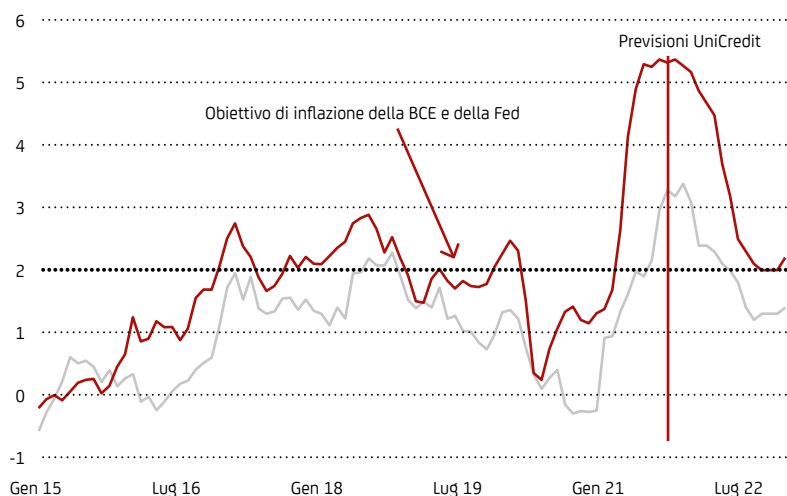


## Tapering: le banche centrali restano rilassate

Rimane la questione dell'inflazione e delle banche centrali. Il rovescio della medaglia del forte processo di recupero economico globale e dei problemi delle catene di approvvigionamento è il rapido aumento dei prezzi. In tutto il mondo i tassi d'inflazione hanno raggiunto nuovi massimi ciclici, superando continuamente le attese. Non sorprende, quindi, che ci siano state speculazioni riguardo a una possibile stretta monetaria da parte delle banche centrali, in anticipo rispetto ai tempi previsti. In prima fila sul radar c'è la Federal Reserve (Fed) degli Stati Uniti, che detta il ritmo a livello internazionale.

Ma la Fed rimane rilassata. Le attuali pressioni sui prezzi, secondo quanto dichiarato dal presidente della Fed Powell al recente simposio di Jackson Hole, sono solo transitorie e l'inflazione tornerà a livelli coerenti con l'obiettivo (della Fed) di un'inflazione media del 2%. Noi condividiamo tale punto di vista. Anche se il picco deve ancora arrivare su entrambe le sponde dell'Atlantico, l'anno prossimo l'inflazione dovrebbe rallentare sensibilmente (si veda il grafico 11), quando l'arretrato della domanda sarà stato smaltito, i costi più alti delle materie prime e dei trasporti saranno usciti dalla base di confronto annuale e i colli di bottiglia sul lato dell'offerta saranno stati ampiamente eliminati. Il fattore decisivo qui è che al momento non ci sono pressioni salariali. Perlomeno, questo non è evidente nonostante le condizioni dei mercati del lavoro.

### 11. PRESSIONI SUI PREZZI DI NATURA TEMPORANEA



Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Questo significa che la tabella di marcia del tapering annunciata in precedenza rimane valida. Probabilmente la Fed annuncerà la riduzione dei suoi acquisti di titoli entro la fine dell'anno, con tutta probabilità alla riunione del FOMC di metà dicembre, o forse già a inizio novembre, se i dati sul mercato del lavoro saranno particolarmente incoraggianti. Ma il tapering non dovrebbe avere un impatto duraturo sul contesto finanziario su entrambe le sponde dell'Atlantico, ovvero su rendimenti, curve e spread, perché è ampiamente prezzato, come dimostra l'esperienza del 2013 (taper tantrum). Questo vale anche per i rialzi dei tassi della Fed, che non dovrebbero comunque iniziare prima del 2023. Powell ha esplicitamente sottolineato a Jackson Hole che il segnale di inizio del tapering non anticipa il calendario dei rialzi dei tassi.

Ad agosto i prezzi al consumo nell'Eurozona sono stati superiori del 3% rispetto all'anno precedente, quindi ai livelli della fine del 2011. Negli Stati Uniti bisogna addirittura tornare indietro alla metà del 2008 per trovare tassi d'inflazione così elevati come quelli recenti (5,3%).

Negli ultimi tre mesi negli Stati Uniti sono stati creati una media di 750.000 nuovi posti di lavoro, nonostante il dato di agosto sia stato particolarmente deludente. Comunque sia il tasso di occupazione che quello di disoccupazione (5,2%) si stanno avvicinando ai livelli pre-Covid. Lo stesso vale per l'Eurozona.

- Inflazione generale (headline) USA, % su base annua
- Inflazione generale (headline) UEM, % su base annua

Al contrario, la normalizzazione (incipiente) della politica monetaria negli Stati Uniti potrebbe costituire un problema più per i mercati emergenti, che non sono economicamente abbastanza robusti (indice dei responsabili degli acquisti sotto la soglia critica di 50) per assorbire agevolmente un aumento (moderato) dei rendimenti statunitensi. Questo potrebbe significare cali dei prezzi non solo per le loro obbligazioni in valuta estera, ma anche per le azioni. È quindi necessario monitorare ancora più da vicino le esposizioni sui Mercati Emergenti.

Anche le nostre previsioni per la politica monetaria dell'Eurozona non sono cambiate. È probabile che la Banca Centrale Europea segua la strategia di tapering della Fed, anche se con uno slittamento temporale e probabilmente in modo meno aggressivo. Dopo tutto, a differenza degli Stati Uniti, l'inflazione nell'UEM dovrebbe scendere al di sotto dell'obiettivo della Banca Centrale nella seconda metà del 2022. Inoltre, è probabile che il ciclo di rialzi dei tassi di interesse inizi più tardi nell'Eurozona rispetto agli Stati Uniti.

### La ripresa globale continua, normalizzazione il prossimo anno

In sintesi, gli andamenti dell'estate non ci danno motivo di cambiare sostanzialmente la nostra view globale. È molto probabile che il trimestre in corso sia un po' al di sotto delle elevate aspettative, alla luce dei problemi nelle catene di approvvigionamento, dell'interruzione di crescita in Cina e del calo della fiducia. Tuttavia, tutto questo potrà essere ampiamente recuperato nei prossimi mesi. Inoltre, lo spettro degli indicatori macroeconomici è ancora estremamente dominato dall'economia della produzione dei beni. Ci sono solo pochi veri indicatori per il settore dei servizi. Eppure sono proprio le nuove fasi di riapertura nel settore dei servizi che dovrebbero imprimere la spinta, unitamente agli effetti di recupero nei consumi privati (smobilizzo dei risparmi) e nell'attività di investimento (capacità produttive limitate, magazzini vuoti), così come la politica monetaria e fiscale ancora fortemente espansiva. Continuiamo ad aspettarci un'impennata della crescita nel semestre in corso, soprattutto per l'Eurozona, ma anche per l'economia globale. Il 2022 sarà invece l'anno della normalizzazione, in termini di politica monetaria, perché le principali banche centrali inizieranno il tapering, e in termini macroeconomici, perché la crescita tornerà ad avvicinarsi ai suoi tassi potenziali. Pertanto, nessuno dovrebbe sorprendersi se nel 2022 anche gli indicatori economici saranno in flessione rispetto ai loro valori massimi.

Di per sé, un calo degli impulsi di politica monetaria significa un freno alla crescita (monetary drag). Ci aspettiamo uno sviluppo simile per la politica fiscale (fiscal drag).

# Asset Allocation

Le azioni sono sostenute dalla crescita degli utili e dalla politica accomodante della Fed

CLASSI D'INVESTIMENTO		UNIVERSO INVESTIBILE	▲*	POSIZIONAMENTO		
				SOTTOPESO	NEUTRALE	SOVRAPPESO
PRINCIPALI CLASSI D'INVESTIMENTO		Azioni Globali		○	○	●
		Obbligazioni Globali	▼	●	○	○
		Mercati monetari	▲	○	●	○
		Alternativi		○	●	○
PRINCIPALI ASSET CLASS IN DETTAGLIO	AZIONI	USA		○	●	○
		Europa		○	○	●
		Pacifico (MS) <sup>1</sup>		○	●	○
		Mercati Emergenti		○	○	●
	OBBLIGAZIONI	Titoli di Stato in Euro		●	○	○
		Titoli di Stato non in Euro		○	●	○
		Obbligazioni corporate IG in euro		○	○	●
		Obbligazioni corporate HY <sup>2</sup>		●	○	○
	MATERIE PRIME	Obbligazioni Mercati Emergenti		○	○	●
		Petrolio		○	●	○
		Oro		○	○	●
					○	○

Variazione vs. 23 marzo 2021

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

2 EM= Mercati emergenti

3 Obbligazioni Corporate HY Europee

Nonostante i timori estivi sulla diffusione della variante Delta e sulla riduzione degli acquisti di assets della Fed (tapering), le azioni sono state supportate dalla pubblicazione degli utili del secondo trimestre molto positiva. Inoltre, la Fed è parsa più accomodante delle attese. Andiamo nei dettagli.

I risultati del secondo trimestre 2021 delle società statunitensi ed europee hanno mostrato una significativa crescita degli utili grazie all'accelerazione dell'economia e alla favorevole base di raffronto, con una percentuale ancora elevata di società che hanno battuto le attese degli analisti. Negli Stati Uniti, l'85% delle società ha battuto le attese con una crescita degli utili del 90% e una sorpresa positiva del 17%. I settori che hanno mostrato il maggiore incremento degli utili sono stati quelli che erano stati più penalizzati dalla pandemia lo



scorso anno, ovvero energia, materiali, industriali, beni discrezionali e finanziari. Significativo è stato anche il recupero della crescita dei ricavi, che si è attestata al 27%, con una sorpresa positiva del 5% e con tutti i settori che hanno registrato una crescita a due cifre, mentre la percentuale di aziende che hanno battuto le attese per i ricavi (83%) ha raggiunto i livelli più alti dal 2009.

## 12. S&P 500 – SINTESI DEI RISULTATI DEL SECONDO TRIMESTRE 2021

	Società con dati pubblicati/ Totale	% risultati pubblicati	% società con EPS superiori a stime	% società con EPS inferiori a stime	Sorpresa EPS	Crescita EPS % a/a	% società con vendite superiori alle stime	% società con vendite inferiori alle stime	Sorpresa vendite	Crescita vendite % a/a
<b>S&amp;P 500</b>	<b>439 / 497</b>	<b>88%</b>	<b>85%</b>	<b>13%</b>	<b>17%</b>	<b>90%</b>	<b>83%</b>	<b>11%</b>	<b>5%</b>	<b>27%</b>
Energia	22 / 22	100%	77%	18%	15%	-	73%	23%	12%	115%
Materiali	27 / 28	96%	67%	26%	4%	105%	74%	19%	3%	36%
Industriali	70 / 73	96%	83%	14%	12%	420%	83%	6%	2%	28%
Beni Discrezionali	42 / 62	68%	83%	17%	21%	524%	83%	14%	2%	48%
Beni di prima necessità	22 / 30	73%	86%	9%	10%	22%	82%	14%	6%	17%
Healthcare	59 / 64	92%	92%	8%	9%	26%	95%	2%	4%	19%
Servizi Finanziari	65 / 65	100%	91%	8%	28%	137%	78%	14%	5%	11%
IT	54 / 74	73%	94%	6%	16%	53%	91%	4%	5%	24%
Servizi comunicazione	21 / 22	95%	90%	10%	25%	69%	90%	5%	5%	24%
Utilities	28 / 28	100%	75%	25%	5%	7%	61%	29%	5%	11%
Real Estate	29 / 29	100%	79%	17%	9%	36%	86%	10%	4%	18%
Escl. Servizi finanziari e Real Estate	345 / 403	86%	85%	14%	14%	83%	83%	10%	5%	31%
Escl. Energia	417 / 475	88%	86%	13%	17%	74%	83%	10%	4%	22%

Fonte: JP Morgan, UniCredit Wealth Management

In Europa, il 64% delle società dell'indice Stoxx600 ha battuto le attese degli utili con una crescita del 71% e una sorpresa positiva del 16% e con 10 settori su 11 che mostrano una crescita a due cifre. La crescita più significativa è stata quella dei settori ciclici e legati alle materie prime. A livello di ricavi, il 69% delle aziende ha battuto le attese con una crescita del 28% e una sorpresa positiva del 3%, e 10 settori su 11 hanno riportato una crescita degli stessi.

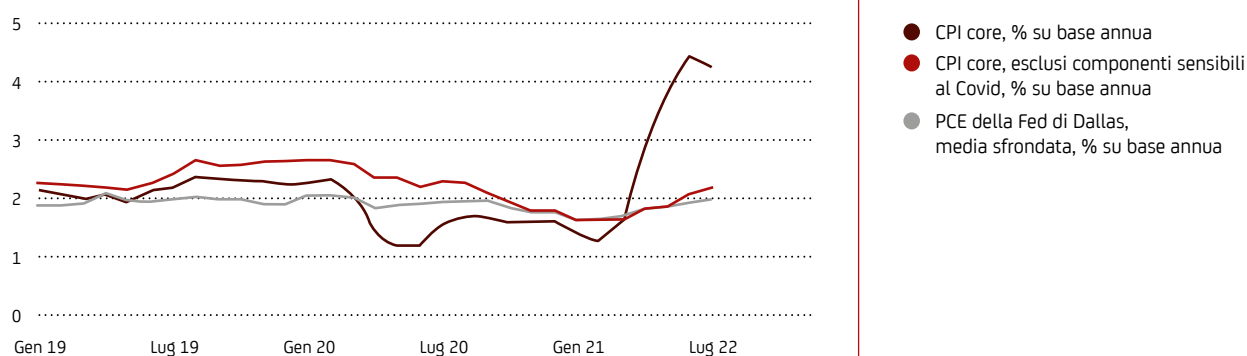
## 13. STOXX 600 – SINTESI DEI RISULTATI DEL SECONDO TRIMESTRE 2021

	Società con dati pubblicati/ Totale	% risultati pubblicati	% società con EPS superiori a stime	% società con EPS inferiori a stime	Sorpresa EPS	Crescita EPS % a/a	% società con vendite superiori alle stime	% società con vendite inferiori alle stime	Sorpresa vendite	Crescita vendite % a/a
Stoxx600	387 / 437	89%	64%	36%	16%	71%	69%	18%	3%	28%
Energia	15 / 18	83%	73%	27%	19%	310%	60%	40%	-6%	66%
Materiali	34 / 38	89%	76%	24%	12%	56%	84%	3%	4%	36%
Industriali	73 / 83	88%	59%	41%	7%	-	67%	20%	2%	25%
Beni Discrezionali	42 / 46	91%	79%	21%	36%	81%	69%	20%	5%	66%
Beni di prima necessità	22 / 34	65%	50%	50%	1%	38%	63%	11%	0%	8%
Healthcare	36 / 42	86%	62%	38%	12%	15%	77%	11%	4%	12%
Servizi Finanziari	63 / 64	98%	80%	20%	27%	67%	78%	8%	5%	4%
IT	29 / 30	97%	60%	40%	-1%	69%	57%	29%	2%	21%
Servizi comunicazione	29 / 32	91%	30%	70%	17%	32%	71%	21%	3%	4%
Utilities	24 / 25	96%	59%	41%	22%	36%	57%	33%	14%	32%
Real Estate	20 / 25	80%	45%	55%	-235%	6%	46%	31%	9%	-5%
Escl. Servizi finanziari e Real Estate	304 / 348	87%	61%	39%	15%	75%	68%	20%	2%	34%
Escl. Energia	372 / 419	89%	64%	36%	16%	58%	69%	17%	4%	24%

Fonte: JP Morgan, UniCredit Wealth Management

Alla riunione online dei banchieri centrali di Jackson Hole (26-28 agosto), il presidente della Fed Jerome Powell ha illustrato quello che potremmo definire un "tapering accomodante": la Fed è pronta a ridurre i suoi acquisti di asset, che attualmente ammontano a 120 miliardi di dollari al mese. Tuttavia, Powell ha chiarito che a) l'inflazione più elevata si dimostrerà transitoria poiché deriva principalmente da componenti sensibili al Covid (Cfr. grafico 14, in particolare le auto usate), b) la Fed agirà in modo graduale e pragmatico e c) la riduzione degli acquisti non implicherà nel breve termine un aumento dei tassi di interesse.

## 14. L'IMPENNATA DELL'INFLAZIONE CORE È TRAINATA DAL COVID



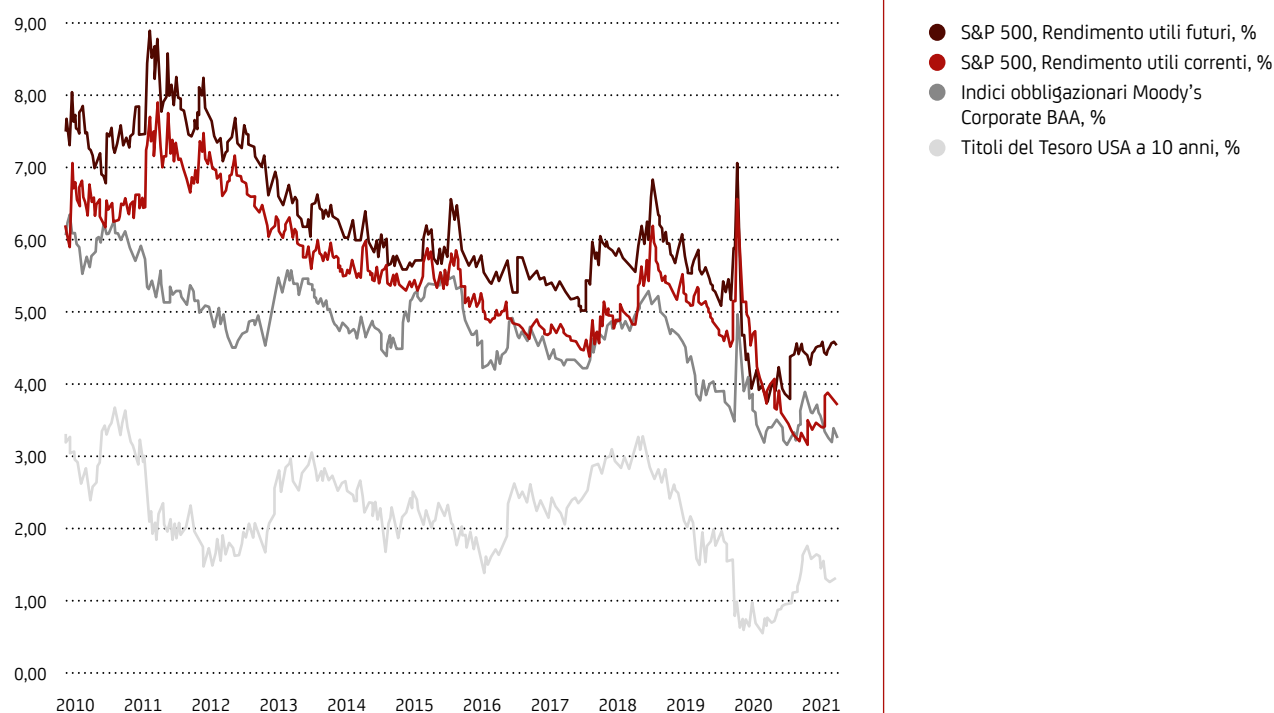
Fonte: Pantheon Macroeconomics, UniCredit Wealth Management

I mercati finanziari hanno reagito positivamente alle dichiarazioni di Powell e i rendimenti dei titoli del Tesoro USA rimangono su livelli bassi (il rendimento dei Treasury USA a 10 anni è attualmente all'1,3%) che favoriscono le attività

rischiose come le azioni e, sul fronte delle obbligazioni, la ricerca del rendimento (carry trades). In altre parole, i rendimenti obbligazionari reali (TIPS) restano bassi e il premio per il rischio azionario rimane elevato.

Su base storica, il premio per il rischio azionario, ovvero la differenza tra il rendimento delle azioni e i rendimenti delle obbligazioni corporate e governative, continua a giustificare la nostra raccomandazione strategica positiva sulle azioni rispetto ai titoli corporate e di Stato.

## 15. IL PREMIO PER IL RISCHIO FAVORISCE LE AZIONI



Fonte: UniCredit Wealth Management, Refinitiv Datastream

## Sintesi delle posizioni di asset allocation di UniCredit GWM

### Azioni globali: sovrappeso

La combinazione di una massiccia azione di politica fiscale e monetaria e della ripresa globale è favorevole alle azioni, nonostante l'incertezza dovuta alla pandemia.

### Azioni europee: sovrappeso

Le politiche monetarie e fiscali sono molto espansive. Maggiore peso dei settori value e ciclici rispetto al mercato azionario statunitense e rendimenti da dividendi interessanti, ben al di sopra di quelli dei titoli di Stato e delle obbligazioni corporate.

### Azioni USA: neutrali

Elevata crescita grazie alla politica fiscale molto espansiva di Biden, ma valutazioni meno interessanti rispetto alle aree non USA.

### Azioni dei mercati emergenti: sovrappeso

Preferiamo la Cina e, più in generale, i paesi asiatici, dove il tasso di crescita è più elevato. Tra i mercati emergenti si raccomanda selettività a livello di paesi e settori.



### **Azioni area Pacifico: neutrali**

Le azioni giapponesi sono sostenute dalla ripresa globale e dal peso elevato dei settori value/ciclici, ma preoccupa la situazione pandemica a causa dei bassi tassi di vaccinazione. Attese per una politica fiscale più espansiva da parte del successore di Suga.

### **Obbligazioni globali: sottopeso**

Vulnerabili al rialzo dell'inflazione e all'aspettativa di aumento dei rendimenti dei titoli di Stato.

### **Obbligazioni corporate Investment Grade in euro: sovrappeso**

Ancora sostenute dagli acquisti della BCE, ma con un buffer minore a livello di spread che le rende più vulnerabili al rialzo dei tassi. Preferiamo il debito subordinato del settore finanziario, alla luce dell'aumento del livello patrimoniale delle banche europee.

### **Obbligazioni corporate High Yield: sottopeso**

Tra gli asset rischiosi al momento la nostra preferenza va alle azioni, perché la mancanza di liquidità resta un problema per le obbligazioni ad alto rendimento (HY).

### **Titoli di Stato UEM: sottopeso**

Sottopesiamo i titoli di Stato core in euro alla luce della loro elevata duration (7,9). Preferiamo i titoli di stato periferici, come quelli italiani e spagnoli, sostenuti dall'azione della BCE e dal Recovery Fund. Prediligere una duration breve e aumentare selettivamente il posizionamento su obbligazioni indicizzate all'inflazione può rivelarsi utile per affrontare lo scenario base di un rialzo transitorio dell'inflazione.

### **Titoli di Stato non UEM: neutrali**

Nonostante le politiche monetarie ancora accomodanti, prevediamo un aumento dei rendimenti dei Treasury USA entro la fine dell'anno.

### **Obbligazioni dei mercati emergenti: sovrappeso**

La ricerca di rendimento supporta il nostro posizionamento, ma siamo ora più difensivi e selettivi date le aspettative di aumento dei rendimenti dei Treasury USA.

### **Mercati monetari: neutrali**

Da utilizzare soprattutto come parcheggio di liquidità a fronte dell'incertezza.

### **Alternativi: neutrali**

Offrono opportunità di decorrelazione dei portafogli.

### **Materie prime**

Siamo positivi sull'oro, poiché riteniamo che il prezzo sia sostenuto dalle politiche monetarie accomodanti delle banche centrali e dai bassi tassi di interesse.

## **Valute**

### **EUR / USD**

L'EUR/USD sembra avvicinarsi a un punto di equilibrio nel breve termine, dopo l'annuncio di un tapering accomodante da parte della Fed. A lungo termine, il dollaro dovrebbe rimanere debole a causa dei cosiddetti disavanzi gemelli statunitensi, quello commerciale e quello fiscale.

# Rubriche

I CIO locali dialogano con i clienti

## Risposte dall'Italia

**I dati sull'inflazione mostrano rapidi aumenti, siamo sicuri si tratti di un fenomeno temporaneo?**



Comincerò con un parallelo tratto dal campo medico. L'inflazione, in un certo senso, è come la temperatura corporea. Quando è troppo alta non va bene, perché è sintomo di cattivo funzionamento di certe aree o settori e potrebbe anche impedire il normale funzionamento del corpo economico. Ma nemmeno troppo bassa va bene, perché è sintomo del fatto che il corpo economico si sta raffreddando e sta perdendo slancio o addirittura vitalità. Ad esempio, in Giappone, la deflazione (che significa avere un tasso di inflazione negativo), è la chiara conseguenza di un'economia che presenta dinamiche demografiche compromesse e grande difficoltà nell'aumentare la produttività, dato il livello molto alto già raggiunto. Un'altra caratteristica che osserviamo è che all'aumentare dell'inflazione aumenta anche la sua volatilità. Quindi un'inflazione più elevata è anche più difficile da domare. D'altra parte, un'inflazione negativa crea forti resistenze, è difficile da eradicare e rende molto complicato rivitalizzare il corpo economico.

Altro è poi capire quale sia il livello ottimale che corrisponde all'intervallo dei 36-37 gradi centigradi del corpo umano. Questo livello probabilmente è diverso in funzione dell'età dell'economia e del suo stadio di sviluppo. Generalmente osserviamo livelli ottimali dell'inflazione più alti nelle economie emergenti. Poi, con l'evoluzione e la stabilizzazione dell'economia, quel livello ottimale si riduce. Inoltre, il progresso tecnologico e la globalizzazione sono potenti forze che influenzano la traiettoria di lungo periodo dell'inflazione. Agiscono come efficaci vitamine o integratori che permettono una circolazione dei fattori produttivi molto veloce ed efficiente, e nei recenti decenni le economie occidentali hanno tratto grandi benefici da queste forze.

## I nostri esperti:

Alessandro Caviglia



CIO  
Cordusio Sim (Italia)

Vengo al punto. Gli ultimi dati preliminari sull'inflazione "headline" (che comprende l'intero paniere di beni e servizi) dell'area Euro, pubblicati il 31 agosto, ha visto un aumento su base annua del 3,0% rispetto al precedente 2,2%, il più alto degli ultimi 10 anni. L'inflazione "core" (un sottoinsieme che esclude le componenti più volatili come il prezzo delle materie prime energetiche o dei generi alimentari), si è portata all'1,6% dal precedente 0,6%. Entrambi i dati sono risultati più alti delle attese, e questo ha causato qualche preoccupazione nel mercato dei titoli di stato. I banchieri centrali ci assicurano che queste variazioni sono temporanee. Dovremmo invece preoccuparci? Siamo forse all'inizio di un'inversione nella tendenza secolare di contenimento dell'inflazione?

Proviamo a scavare un po' sotto la superficie dei numeri per avere qualche informazione in più. Il dato "headline" è stato pesantemente impattato da un forte aumento dell'inflazione delle materie prime energetiche, 15,4% su base annua. Inoltre, ulteriore spinta è giunta dalla componente generi alimentari, bevande alcoliche e tabacco, in aumento del 2,0%. Questi numeri sono coerenti con il tema delle interruzioni nelle catene globali di fornitura e dei maggiori costi di trasporto. In ogni caso per quanto riguarda il costo dell'energia, pensiamo che il movimento attuale non sia sostenibile. Infatti, i prezzi dell'energia avranno un contributo via via decrescente (quando il prezzo del petrolio al barile si muove da 35 USD a 70 USD, contribuisce con un aumento del 100%; poi quando si muoverà intorno ai 70 USD, dopo un anno contribuirà con un aumento pari a 0%).

Nell'ambito dell'inflazione "core", i beni differenti da quelli energetici hanno registrato un aumento del 2,7%, dato che certe categorie (principalmente abbigliamento) in Francia e Italia hanno visto un rimbalzo successivo alla correzione di luglio, causato dallo spostamento delle vendite estive. Inoltre, il taglio dell'IVA in Germania sta creando un effetto base con spinta al rialzo che proseguirà fino alla fine dell'anno. In sintesi: sì, possiamo fidarci dei nostri banchieri centrali, molti degli effetti che osserviamo si dimostreranno temporanei.

Ciò detto, due ultime osservazioni. La prima: temporaneo non significherà tre mesi ma più probabilmente qualche trimestre. La pandemia ha determinato imponenti cambiamenti nei comportamenti dei consumatori che alla fine hanno portato ai colli di bottiglia che stiamo vivendo. Molti di quei cambiamenti non sono temporanei (abbiamo discusso più volte della transizione da Economia di Contatto a Economia da Remoto) e quindi richiederanno aggiustamenti nella catena di produzione globale che necessitano di maggiore sforzo e tempo di quanto immaginato. La seconda: gli eventi geopolitici ci dicono che siamo entrati in una fase storica in cui le forze della globalizzazione nella migliore delle ipotesi

saranno meno robuste che in passato, e anzi potremmo anche assistere a dei periodi di de-globalizzazione, principalmente a causa del confronto USA-Cina. Come abbiamo spiegato prima, se il capitale umano, fisso o finanziario, incontrerà degli ostacoli alla propria libera circolazione, questo porterà a un livello più alto nel livello ottimale dell'inflazione.

In conclusione, non vediamo il rischio che l'inflazione vada fuori controllo. L'inflazione rallenterà e si stabilizzerà, ma con tempi più lunghi di quanto previsto e probabilmente a un livello più alto di quello osservato nei decenni recenti.

## Risposte dall'Austria

### Il mercato del lavoro statunitense mostra segnali di debolezza?

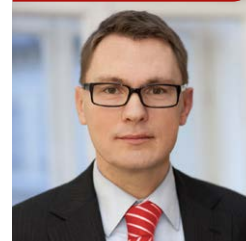


Il mercato del lavoro statunitense ha continuato a crescere con decisione negli ultimi mesi e segnali di questo trend si riscontravano in numerosi indicatori economici. Considerata la maggiore attenzione che la Fed sta rivolgendo al mercato del lavoro insieme ai dati dell'inflazione, questo andamento assume una rilevanza ancora più significativa. Di conseguenza, sono sempre più numerosi gli economisti e gli operatori del mercato che prevedono una mossa della Fed in termini di tapering e aumento dei tassi di interesse. Eppure, a prescindere da questi sviluppi, le cifre relative al mercato del lavoro hanno mostrato una pesante flessione in agosto.

Guardando in modo più approfondito i dati sull'occupazione negli Stati Uniti, emerge chiaramente un marcato calo dei nuovi occupati non agricoli. Il dato pubblicato di 235.000 nuovi posti di lavoro è risultato inferiore di quasi mezzo milione di unità rispetto alle attese (733.000), che rappresenta la frenata dell'occupazione più forte dallo scorso inverno. Il tasso di partecipazione alla forza lavoro rimane al di sotto delle stime di consenso al 61,7%, però le retribuzioni orarie medie sono aumentate notevolmente, mentre disoccupazione e sottoccupazione rimangono su livelli favorevoli. Le cifre ufficiali indicano una discrepanza nei dati sul mercato del lavoro, sulla quale intendo soffermarmi.

Un'ulteriore analisi dei dati rivela che la mancanza di crescita dei posti di lavoro può essere attribuita a diversi fattori. In primo luogo, c'è un grosso divario tra il settore dei servizi e quello manifatturiero, laddove quest'ultimo non sembra avere grandi problemi e presenta robusti tassi di crescita. Per contro, il settore dei servizi registra maggiori difficoltà e mostra un calo dell'occupazione nel commercio al dettaglio, dove ci sono ancora circa 285.000 posti di lavoro in meno rispetto al febbraio

Oliver Prinz



Co-CIO Bank Austria and  
Schoellerbank (Austria)



2020. Da ultimo, l'impatto di gran lunga più forte sulla crescita dei posti di lavoro continua ad essere quello dei settori del tempo libero e turistico-alberghiero, dove ad agosto c'è stata una crescita negativa per la prima volta da alcuni mesi. Inoltre, rispetto al febbraio 2020 l'occupazione è ancora in calo addirittura del 10%, pari a 1,7 milioni di posti di lavoro.

I salari ad agosto hanno registrato l'incremento più forte (+1,3% su base mensile) nel settore del tempo libero e turistico-alberghiero, evidenziando un problema sul lato dell'offerta piuttosto che a livello di domanda sul mercato del lavoro. Tra i fattori che possono spiegare questo trend si citano anche i timori legati al COVID, poiché i dipendenti tendono a evitare questo tipo di lavori per paura di contagiarsi. Si tratta sicuramente di un elemento da considerare, ma sembra che un impatto più significativo giunga dai sussidi di disoccupazione e dalle iniziative di ricollocamento dei dipendenti che prima lavoravano in questi ambiti. Entrambi questi fattori indicano un problema sul fronte dell'offerta, che da un lato può ostacolare la crescita economica dei rispettivi settori, oltre a dare un'ulteriore spinta all'inflazione. Tuttavia, non emerge un problema generale del mercato del lavoro statunitense. Questa tesi è avvalorata anche dalla continua crescita del numero dei posti vacanti, come si rileva nel rapporto Job Openings and Labour Turnover Survey (JOLTS) di luglio, (incremento di 861.000 posti vacanti). Pertanto, alla luce degli aumenti dell'inflazione, sostenuti da una carenza di offerta nel mercato del lavoro, è probabile che la Fed mantenga le tempistiche previste.

Nel lungo termine, rimaniamo positivi sul mercato azionario, ma la volatilità è un rischio da tenere presente nel breve periodo. La debolezza del mercato del lavoro rilevata nei dati di agosto può essere imputata a un problema sul lato dell'offerta, tale da spingere l'inflazione al rialzo per effetto dell'aumento dei salari. Un eventuale aumento protratto e sostenuto delle pressioni salariali potrebbe mettere in discussione le valutazioni della Fed circa un rialzo transitorio dell'inflazione. Tuttavia, al momento si tratta di uno scenario di rischio e non del nostro scenario base.

## Risposte dalla Germania

**In che modo le elezioni tedesche influenzeranno l'economia e i mercati dei capitali?**



L'elezione del Bundestag tedesco (Parlamento) si svolgerà il 26 settembre. Una volta raggiunti gli accordi di coalizione, il nuovo Parlamento eleggerà il Cancelliere sulla base della raccomandazione formale

Philip Gisdakis

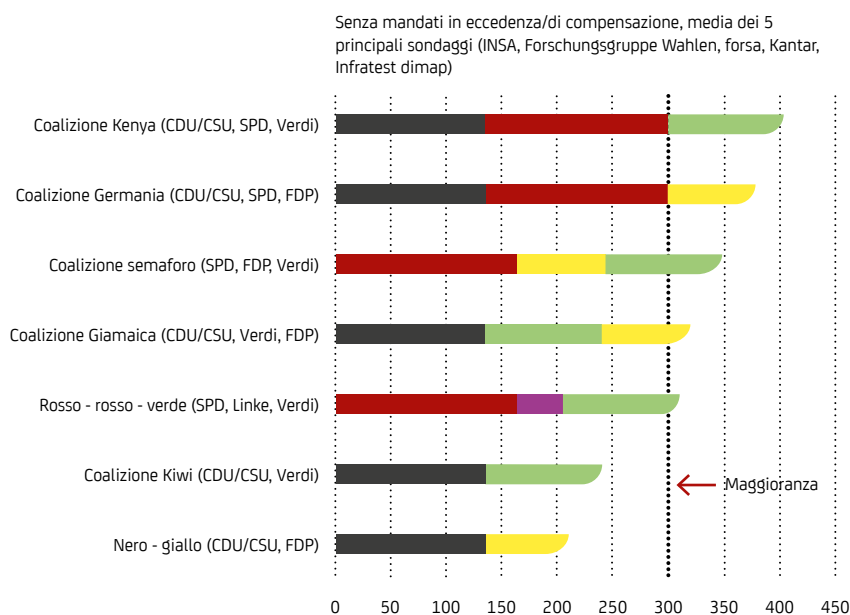


Co-CIO of Group Wealth Management and CIO  
UniCredit Bank AG  
(HypoVereinsbank) (Germany)

del Presidente. I sondaggi attuali suggeriscono che il prossimo governo federale sarà sostenuto da una coalizione trasversale, ovvero da uno o due partiti di centrodestra (CDU/CSU, FDP) e uno o due partiti di centrosinistra (SPD, GRÜNE/Verdi). È diventata prassi comune indicare le possibili alleanze in base ai colori dei partiti e/o alle corrispondenti analogie di tali colori, ad esempio bandiere di Paesi.

Attualmente, solo coalizioni formate da tre partiti potrebbero avere i numeri per governare. Le alleanze bipartitiche, che sono state comuni dal 1961 in avanti, diventerebbero così un ricordo del passato. Al momento la coalizione “Kenya”, formata da CDU/CSU (nero), SPD (rosso) e Verdi, avrebbe la maggioranza dei seggi (si veda il grafico 16). Seguono l'alleanza “Germania” di CDU/CSU, SPD e FDP (giallo), la cosiddetta coalizione “semaforo” (SPD, FDP e Verdi) e la coalizione “Giamaica” di CDU/CSU, Verdi e FDP. Dopo il recente recupero dell'SPD, anche un'alleanza rosso-rosso-verde, formata da SPD, Die Linke e Verdi, sarebbe in grado di ottenere la maggioranza. La coalizione “Kiwi” (CDU/CSU, Verdi), che era ancora possibile in primavera, al momento non avrebbe la maggioranza.

## 16 POSSIBILI COALIZIONI DI GOVERNO IN GERMANIA



Fonte: [www.bundestagswahl-2021.de/koalitionen](http://www.bundestagswahl-2021.de/koalitionen), UniCredit Wealth Management

È ancora da capire, inoltre, quale sarà il primo partito nel nuovo Bundestag. A lungo è parso che la CDU/CSU sarebbe stata ancora una volta in testa: le coalizioni con la partecipazione dei cristiano-democratici sarebbero

state quindi guidate da Armin Laschet, candidato della CDU/CSU, come Cancelliere federale. Nelle ultime settimane, però, la CDU/CSU ha perso consensi. Contemporaneamente la SPD con il suo candidato, l'attuale ministro delle Finanze Olaf Scholz, è riuscita a recuperare e a collocarsi addirittura al primo posto nei sondaggi. La differenza tra i due partiti, tuttavia, è troppo esigua per consentire previsioni. Anche i Verdi, con la loro candidata Annalena Baerbock, hanno perso terreno dopo il massimo di consensi raggiunti lo scorso maggio e non si ritiene più che la Baerbock abbia molte possibilità di succedere ad Angela Merkel come Cancelliere.

Dal momento che sono ben cinque le alleanze che potrebbero essere in grado di governare, sembra inevitabile una lunga fase per la formazione del governo. Durante tale periodo, comunque, non si prevedono implicazioni durature per i mercati dei capitali. Gli elettori tedeschi sono abituati a lunghi negoziati di coalizione sia a livello regionale (Länder) che federale. Otto anni fa ci vollero quasi tre mesi, e dopo le elezioni del 2017 quasi sei mesi per l'insediamento del nuovo governo federale.

Gli impulsi che giungeranno dal futuro governo federale dipenderanno quindi dalla "combinazione cromatica" della coalizione. Tuttavia, a giudicare dai programmi elettorali dei partiti, il futuro governo federale adotterà una politica focalizzata su clima, Europa e, fatta eccezione forse per l'alleanza rosso-rosso-verde, sostegno alle imprese. Mentre durante la campagna elettorale i partiti tendono solitamente a rimarcare le differenze programmatiche, al fine di presentare un partito con un profilo chiaro agli elettori, dopo il voto gli attori politici in Germania passano di solito a un approccio collaborativo. A livello di coalizione, poi, si enfatizzano gli elementi unificanti dei programmi dei partiti. Questo processo di formazione di una coalizione è ben consolidato in Germania e alcune delle alleanze citate sopra esistono o sono già esistite a livello di singoli Land.

I capisaldi della politica economica, finanziaria ed estera tedesca dovrebbero quindi restare validi, se per il momento non consideriamo un'alleanza rosso-rosso-verde. Le conseguenze a breve termine per i mercati finanziari, a nostro avviso, dovrebbero quindi essere contenute. Un elemento comune a tutti i partiti citati potrebbe essere l'attenzione ad aumentare gli investimenti nel campo della tutela del clima (decarbonizzazione dell'economia ed energie rinnovabili), della digitalizzazione (espansione della banda larga, rete 5G, digitalizzazione della pubblica amministrazione), dell'istruzione (la pandemia ha portato alla luce le debolezze del sistema educativo

tedesco) e delle tematiche sanitarie e assistenziali. Iniziative ad ampio raggio in questi ambiti potrebbero spingere la crescita e fornire un impulso positivo alle economie tedesca ed europea. Quindi anche ai mercati finanziari.

Nel caso di un'alleanza rosso-rosso-verde, la reazione del mercato potrebbe dipendere soprattutto da quali saranno gli elementi "radicali" in materia di economia, difesa e politica estera del suo programma. In un accordo di coalizione Die Linke dovrebbe assumere posizioni più moderate. Qualora venissero avviati seri negoziati rosso-rosso-verde, ci si potrebbe però aspettare grande incertezza per l'economia e per i mercati.



# Disclaimer

La presente pubblicazione di UniCredit S.p.A., Cordusio SIM S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG e UniCredit Bank AG (di seguito congiuntamente “Gruppo UniCredit”) è indirizzata ad un pubblico indistinto di investitori e viene fornita gratuitamente a titolo meramente informativo. Essa non costituisce raccomandazione personalizzata 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. UniCredit S.p.A., Cordusio SIM S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG, UniCredit Bank AG e le altre società del Gruppo UniCredit possono avere uno specifico interesse riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari o alle operazioni eventualmente oggetto della pubblicazione, od intrattenere rapporti di natura bancaria con gli emittenti stessi. 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 rispettivamente di UniCredit S.p.A., Cordusio SIM 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 di rispettivamente di UniCredit S.p.A., Cordusio SIM S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG e UniCredit Bank AG salva la possibilità di farne copia per uso esclusivamente personale.