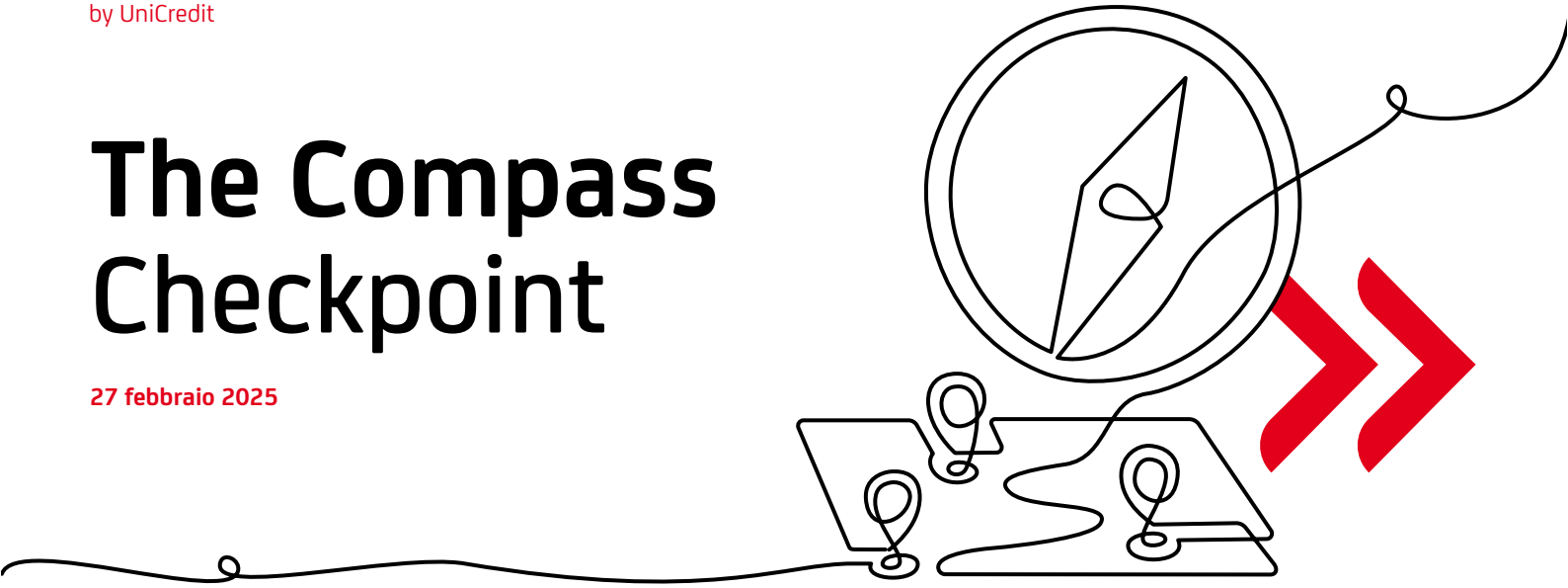
The Investment Institute
by UniCredit

The Compass Checkpoint

27 febbraio 2025



Adattarsi a Trump 2.0

I mercati finanziari hanno avuto un inizio di 2025 notevole. Nonostante la persistente debolezza economica nel cuore dell'Europa, la minaccia di una guerra commerciale con gli Stati Uniti e i cambiamenti potenzialmente massicci nell'architettura di sicurezza europea, i mercati azionari europei sono decollati e, in alcuni casi, hanno registrato guadagni a due cifre dopo poche settimane di contrattazioni. Le azioni europee hanno quindi chiaramente sovraperformato quelle statunitensi. Il fattore trainante di questo rally spettacolare del mercato azionario europeo è l'aspettativa che le large cap europee, che sono ancora valutate favorevolmente, soprattutto rispetto alle azioni statunitensi, mostreranno una notevole crescita degli utili nei prossimi anni dopo un lungo periodo di "magra".

Per quanto questo sviluppo possa essere attraente da una prospettiva europea, si basa su uno scenario costruttivo secondo cui Trump 2.0 non imporrà alcun cambiamento massiccio e dirompente all'architettura economica, commerciale e di sicurezza occidentale. Gli eventi finora avvalorano questa aspettativa. L'attuazione delle minacce tariffarie del presidente degli Stati Uniti Donald Trump, che avrebbero portato a un massiccio sconvolgimento del commercio globale, è stata rapidamente mitigata o rinviata dopo le concessioni dei partner commerciali. Il quadro costruttivo del mercato continua a dipendere da questa tenuta del modello di negoziazione. Se attuate, molte delle promesse elettorali di Trump sarebbero dirompenti, sia per gli Stati Uniti che per il resto del mondo.

Nel frattempo, l'Europa guarderà alla Germania dopo le elezioni generali di quel paese, i cui risultati potrebbero offrire un raggio di speranza. Il prossimo governo sarà probabilmente una grande coalizione. Alla luce della recente spaccatura politica tra Stati Uniti ed Europa, i mercati si concentreranno sulla possibilità che il nuovo governo tedesco crei il margine finanziario necessario per gli investimenti urgentemente necessari in sicurezza, energia, trasporti e infrastrutture digitali, modificando il freno all'indebitamento del paese. In ogni caso, dovrà gestire un difficile gioco di equilibri a causa delle maggioranze risicate in parlamento. L'attuazione delle riforme necessarie per contribuire a porre fine alla debolezza economica nell'eurozona sarà una sfida importante. Ciononostante, riteniamo che ci siano buone possibilità che si facciano progressi.

Per quanto riguarda i mercati finanziari, l'incertezza politica, sia negli Stati Uniti che nell'Eurozona, potrebbe portare a una volatilità persistente. Mentre gli investitori sembrano aspettarsi prospettive più rosee per l'Eurozona, alimentate da un ulteriore allentamento delle politiche e dagli stimoli fiscali, i fondamentali statunitensi rimangono solidi e giustificano una preferenza relativa per le azioni statunitensi, a nostro avviso. Nel complesso, la nostra asset allocation rimane sostanzialmente invariata, continuando a perseguire una strategia d'investimento prudente.

Alessandro Caviglia
Chief Investment Officer, Italia

Philip Gisdakis
Chief Investment Officer, Germania

Oliver Prinz
Chief Investment Officer, Austria

STORIE MACRO 2

- I dazi "colpo su colpo" peseranno sulla crescita globale
- Le politiche della Fed e della BCE probabilmente non saranno più sincronizzate
- Il dilemma della difesa dell'UE

  Focus 1: Gli esportatori europei riusciranno a far fronte all'aumento dei dazi statunitensi

STORIE DI MERCATO 7

Cosa sta succedendo nel mercato?

- Azioni
- Reddito fisso
- Materie prime
- Cambi

  Focus 2: In che modo DeepSeek sta ambiando la nostra storia sull' intelligenza artificiale

  Focus 3: Cosa potrebbe spingere il rendimento dei treasury a 10 anni sopra il 5%?

ALLOCAZIONE DI PORTAFOGLIO 15

TABELLE PREVISIONALI 16

Storie Macro

Autori: Marco Valli, Daniel Vernazza

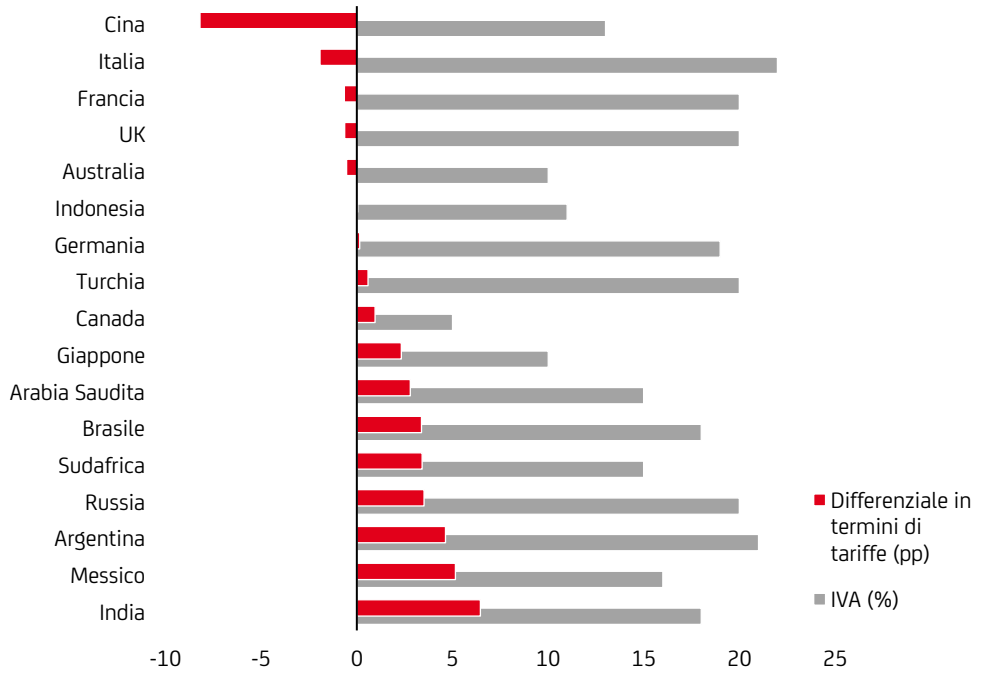
I dazi “colpo su colpo” peseranno sulla crescita globale

L'economia globale deve affrontare venti contrari nel breve termine. L'amministrazione statunitense ha imposto nuovi dazi alla Cina, ha annunciato dazi su acciaio e alluminio e ha indicato che potrebbe imporre dazi (reciproci) ad altri paesi (si veda il grafico). La Cina ha risposto con dazi limitati sulle merci statunitensi. I dazi sarebbero negativi per la crescita globale, ma c'è una notevole incertezza riguardo alla loro tempistica e forma. Questa continua incertezza può portare le aziende a ritardare gli investimenti e le assunzioni. Nel nostro scenario di base, la resilienza economica degli Stati Uniti continua, con un PIL in espansione del 2,2% nel 2025 e del 2,3% nel 2026, in quanto un pacchetto fiscale nel corso dell'anno compenserà il “freno” derivante dai dazi e dal rallentamento dell'immigrazione. Tuttavia, i rischi sono orientati al ribasso.

La crescita nell'Eurozona rimane bloccata al ribasso (2025: 0,9%; 2026: 1,2%), con prospettive limitate di un'accelerazione nel breve termine a causa delle tensioni commerciali, dell'indebolimento del mercato del lavoro e dell'aumento dei prezzi del gas all'ingrosso. Un miglioramento dei salari reali, i tagli dei tassi della BCE e gli investimenti legati a Next Generation EU dovrebbero sostenere una modesta ripresa della crescita. In Cina, la domanda interna rimane debole e le tensioni commerciali statunitensi peseranno sulla crescita. Ci aspettiamo un ulteriore allentamento monetario e fiscale, ma è improbabile che ciò stimoli in modo significativo i consumi e riequilibri la crescita per evitare un rallentamento strutturale (2025: 4.5%; 2026: 4.2%).

GRAFICO 1.1: ADEGUAMENTO DEI DAZI STATUNITENSI A QUELLI SULLE ESPORTAZIONI STATUNITENSI E ALLE ALIQUOTE IVA

DIFFERENZIALE TARIFFARIO CON GLI STATI UNITI E ALIQUOTE IVA



Fonte: Fonti nazionali, Peterson Institute, World Integrated Trade Solution, The Investment Institute by UniCredit

Nota: Il differenziale tariffario è il dazio media ponderato applicato dagli Stati Uniti sulle importazioni dal paese partner meno il dazio medio ponderato applicato dal paese partner sulle importazioni dagli Stati Uniti, espresso in punti percentuali. Il differenziale tariffario con la Cina è stimato sulla base dei dati del Peterson Institute e include il dazio aggiuntivo del 10% sulle importazioni statunitensi dalla Cina a partire dal 4 febbraio 2025.

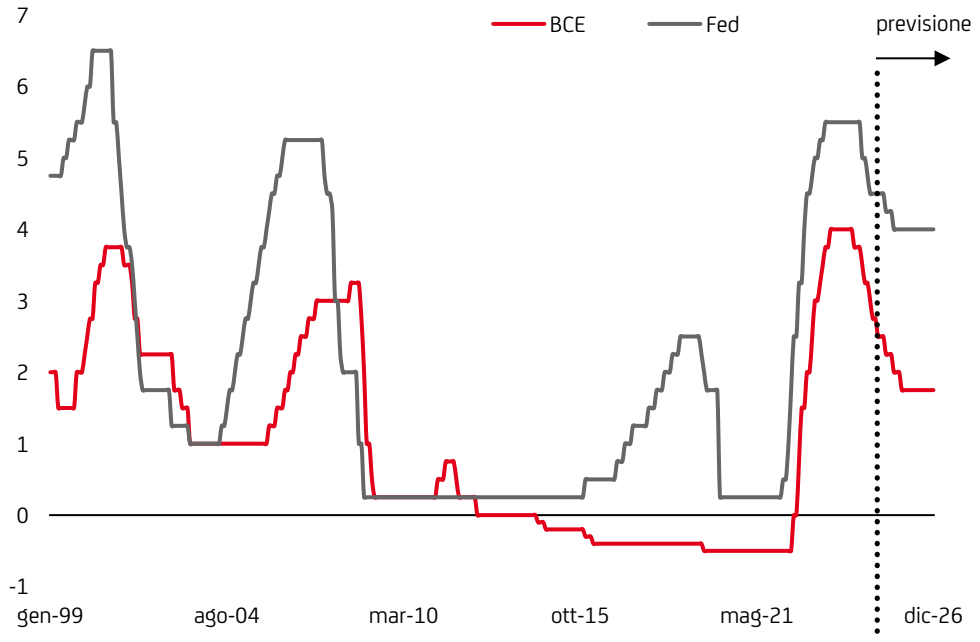
Le politiche della Fed e della BCE probabilmente non saranno più sincronizzate

La Fed non ha fretta di adeguare la politica monetaria dopo aver effettuato 100 pb di tagli dei tassi nelle ultime tre riunioni del 2024. Prevediamo due tagli dei tassi di 25 pb quest'anno, a giugno e settembre, prima che la banca centrale entri in un atteggiamento di attesa prolungata. Tuttavia, ora riteniamo quasi altrettanto probabile che non ci saranno tagli. La resilienza dell'attività economica e l'inflazione superiore all'obiettivo (IPC 2025: 2,8%; 2026: 2,5%), alimentati da dazi più elevati, tagli fiscali e riduzione dell'immigrazione, limiteranno l'entità dei tagli dei tassi da parte della Fed. La Fed potrebbe ignorare i dazi, ma i recenti sviluppi relativi alle aspettative di inflazione a breve termine non sono particolarmente confortanti.

La Fed
non ha fretta di
aggiustare la
politica monetaria

Al contrario, la BCE deve far fronte a una crescita bassa e l'inflazione è sulla buona strada per stabilizzarsi intorno all'obiettivo del 2% della BCE quest'anno, anche se l'aumento dei prezzi del gas potrebbe aumentare leggermente il percorso dell'IPC a breve termine. Confermiamo la nostra opinione che il tasso sui depositi toccherà il punto minimo all'1,75% quest'anno. Mentre un altro taglio di 25 pb a marzo sembra essere un affare fatto, interferenze nella comunicazione potrebbero aumentare man mano che i tassi si avvicinano a un livello neutrale. La nostra previsione per il tasso terminale si colloca nella fascia bassa dell'intervallo neutrale recentemente fornito dagli esperti della BCE (1,75-2,25%). Riteniamo che i rischi relativi alla nostra previsione sui tassi di deposito siano sostanzialmente bilanciati.

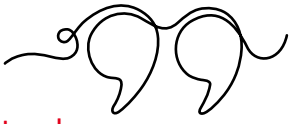
GRAFICO 1.2: PROBABILE AMPLIAMENTO DEL DIVARIO TRA I TASSI TRANSATLANTICI
TASSO DI RIFERIMENTO (%)



Fonte: BCE, Fed, The Investment Institute by UniCredit

Il dilemma della difesa dell'UE

L'approccio conflittuale al commercio e alla politica estera da parte della nuova amministrazione statunitense pone l'Europa a un bivio. L'accelerazione dei colloqui per il cessate il fuoco in Ucraina tra Stati Uniti e Russia, con l'Europa messa da parte, suona un campanello d'allarme perché potrebbe portare a un accordo che non fornisce sufficienti garanzie di sicurezza per le aree di guerra e potrebbe incoraggiare la posizione espansiva aggressiva della Russia. Questo sarebbe problematico per l'Europa, che potrebbe finire per sostenere la maggior parte dei costi del mantenimento della pace e della ricostruzione dell'Ucraina senza più poter contare sull'ombrello di sicurezza degli Stati Uniti.

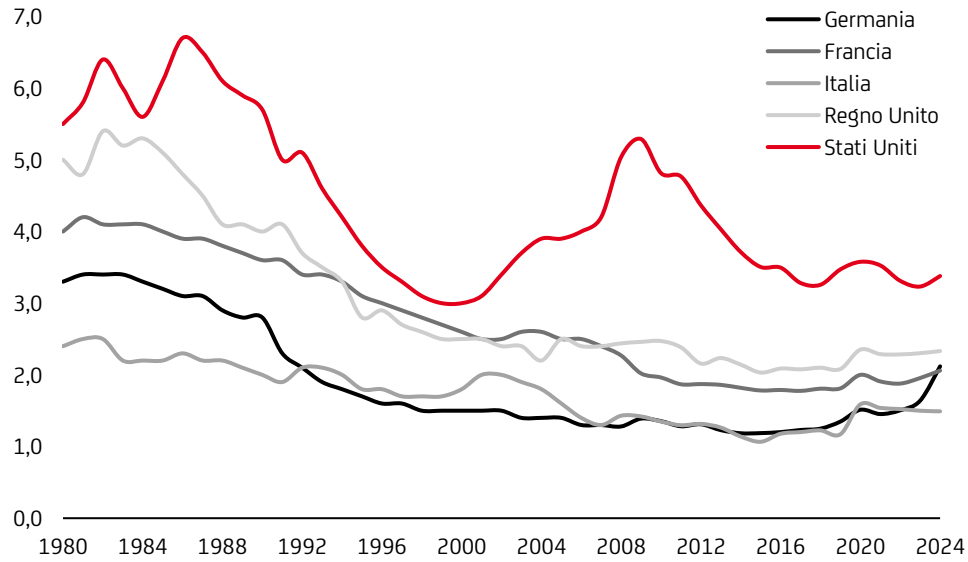


L'approccio conflittuale alla politica commerciale ed estera da parte della nuova amministrazione statunitense pone l'Europa a un bivio.

La buona notizia è che questa nuova sfida sembra aver suscitato una reazione immediata nelle capitali europee. La presidente della Commissione europea Ursula von der Leyen ha proposto di attivare la clausola di salvaguardia per gli investimenti nel settore della difesa per consentire agli Stati membri di aumentare temporaneamente la spesa per la difesa, pur rimanendo conformi alle regole di bilancio. È probabile che anche il finanziamento congiunto di una parte degli investimenti supplementari nel settore della difesa sia un'opzione. Tale finanziamento condiviso potrebbe avvenire attraverso il riutilizzo della spesa all'interno del bilancio dell'UE o l'emissione di debito comune simile a quello messo in atto durante la pandemia con il programma SURE, per il quale i paesi membri hanno fornito garanzie in base alle dimensioni delle loro economie. Se emesso attraverso un nuovo fondo speciale ad hoc, il debito comune per la spesa per la difesa non richiederebbe necessariamente il coinvolgimento di tutti i paesi dell'UE, e anche alcuni paesi non appartenenti all'UE (ad esempio il Regno Unito) potrebbero aderire.

GRAFICO 1.3: I GRANDI PAESI EUROPEI INVESTONO MOLTO MENO NELLA DIFESA RISPETTO AGLI STATI UNITI

SPESE MILITARI, IN % DEL PIL



Fonte: NATO, The Investment Institute by UniCredit

FOCUS 1

Gli esportatori europei riusciranno a far fronte all'aumento dei dazi statunitensi

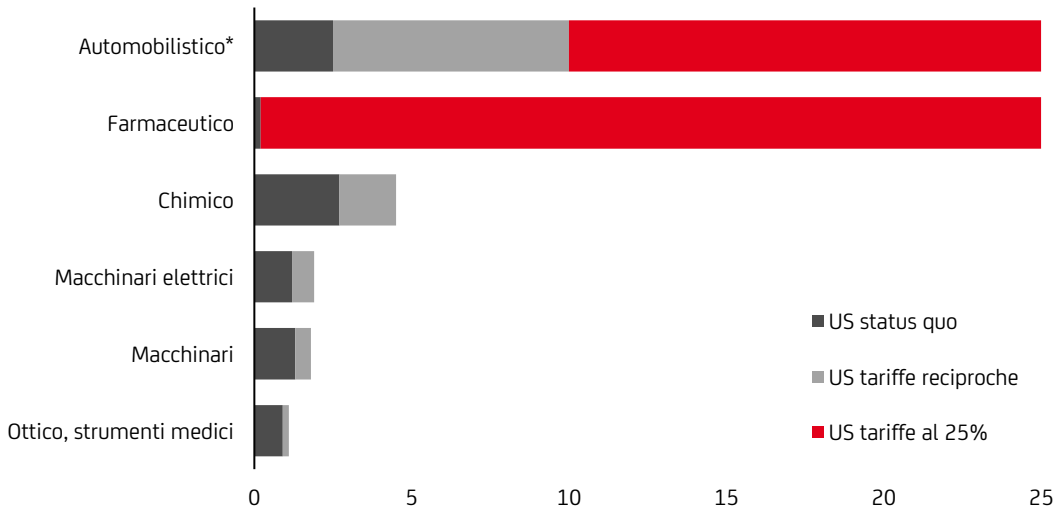
Autore: Andreas Rees

Il Presidente degli Stati Uniti, Donald Trump, non ha ancora annunciato nessun aumento dei dazi rivolto esclusivamente all'UE, in contrasto con l'aumento di dazi nei confronti di Cina, Messico e Canada. Ha però assicurato che imporrà i cosiddetti dazi reciproci, ossia i dazi statunitensi verrebbero portati allo stesso livello di altri paesi e regioni. Inoltre, Trump ha avvertito che gli Stati Uniti aumenterebbero i dazi in modo indifferenziato al 25% o anche di più nel caso di alcune importazioni statunitensi selezionate, come automobili, prodotti farmaceutici e semiconduttori. Dazi reciproci e più elevati su alcuni beni selezionati avrebbero anche un impatto diretto sugli esportatori europei e sull'economia dell'UE.

Quanto sarebbero significativi gli effetti negativi?

Qui di seguito, ci concentreremo principalmente sugli effetti diretti dell'aumento dei dazi statunitensi sulle esportazioni europee, anche se gli effetti indiretti, come l'aumento dell'incertezza, potrebbero avere un impatto significativo. In uno scenario di imposizione di soli dazi reciproci, c'è qualche buona notizia. Sebbene i dazi dell'UE siano in genere più elevati di quelli statunitensi, le differenze sono relativamente piccole per la maggior parte dei settori (si veda il grafico 1.4). Ciò è particolarmente vero per quei settori che costituiscono il cuore delle esportazioni europee verso gli Stati Uniti, come l'industria meccanica e farmaceutica. Questi settori rappresentano congiuntamente circa il 35% delle esportazioni totali dell'UE verso gli Stati Uniti. Tuttavia, anche in uno scenario di dazi reciproci, ci sono settori ai quali verrebbero applicati dazi statunitensi marcatamente più elevati. Con una quota di esportazioni dell'UE verso gli Stati Uniti superiore all'11%, un esempio importante è l'industria automobilistica: i dazi statunitensi sulle autovetture aumenterebbero di 7,5 punti percentuali, portandoli al 10%. Poiché le case automobilistiche tedesche rappresentano più della metà delle esportazioni di auto dell'UE verso gli Stati Uniti, l'industria automobilistica in Germania ne risentirebbe più che in qualsiasi altro paese europeo. Questo effetto negativo si ripercuoterebbe a sua volta anche su alcuni paesi dell'Europa centro-orientale, come la Polonia, l'Ungheria, la Repubblica Ceca e la Slovacchia, in cui l'industria automobilistica svolge un ruolo importante.

GRAFICO 1.4: DAZI MEDI STATUNITENSI SULLE MERCI DELL'UE (%)

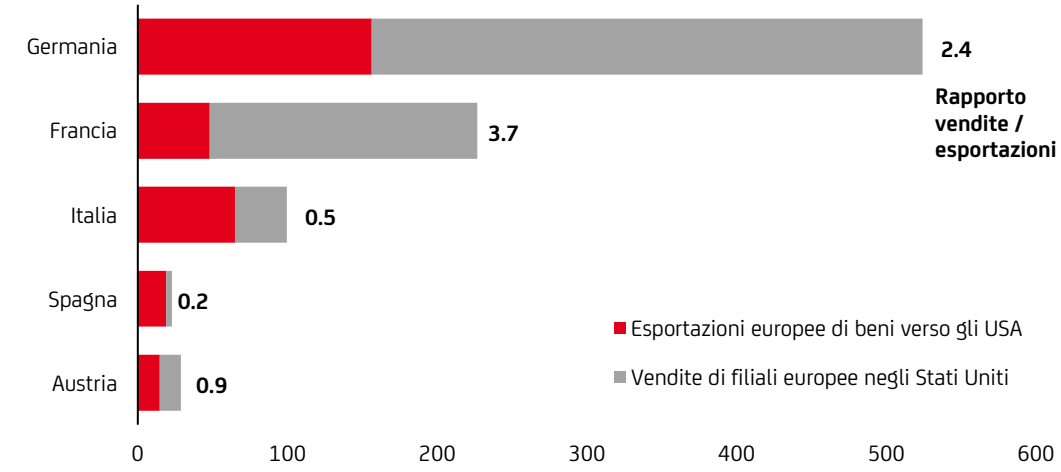


Fonte: WTO, Eurostat, The Investment Institute by UniCredit
* Autovetture

Cosa accadrebbe se gli Stati Uniti dovessero imporre nuovi dazi pari al 25% o più?

Inutile dire che l'impatto negativo su settori come l'automobilistico e il farmaceutico sarebbe più elevato. L'effetto preciso è difficile da stimare, poiché dipenderebbe da fattori difficili da stimare. Ad esempio, molto dipenderebbe dalla capacità delle imprese europee di trasferire i dazi più elevati ai consumatori statunitensi. Guardando ai profitti degli esportatori europei, bisogna considerare anche le loro attività negli Stati Uniti, non influenzate da dazi statunitensi più elevati. In genere, le aziende più grandi con maggiori mezzi finanziari hanno investito in impianti di produzione locali negli Stati Uniti e vendono i loro prodotti direttamente lì. Soprattutto per le aziende tedesche e francesi, il rapporto tra le vendite negli Stati Uniti attraverso le loro affiliate e le esportazioni è impressionante. Nel 2022 (ultimi dati disponibili), i produttori tedeschi hanno venduto più del doppio tramite le loro affiliate statunitensi rispetto che tramite spedizione di merci dalla Germania agli Stati Uniti (si veda il grafico 1.5). Ciò è particolarmente vero per i settori automobilistico e chimico, mentre l'industria farmaceutica ne risentirebbe maggiormente a causa della presenza di pochi impianti di produzione negli Stati Uniti (si veda il nostro recente The Short View – Esportatori tedeschi: navigare nelle sfide, 19 febbraio). Il rapporto vendite-esportazioni per le imprese francesi è stato ancora più favorevole rispetto a quello per le imprese tedesche. Nel caso delle società italiane e spagnole, le esportazioni hanno superato le vendite negli Stati Uniti.

GRAFICO 1.5: ESPORTAZIONI DI MERCI DELL'UE VERSO GLI USA E VENDITE NEGLI USA
(MILIARDI DI EURO, 2022)



Fonte: WTO, Eurostat, The Investment Institute by UniCredit

In conclusione

In caso di dazi reciproci statunitensi, il danno complessivo per le esportazioni europee sarebbe limitato. Se venissero applicati aumenti in termini di dazi più aggressivi, l'industria automobilistica, soprattutto in Germania, e il settore farmaceutico ne risentirebbero maggiormente. Tuttavia, la forte presenza di impianti di produzione negli Stati Uniti, almeno in alcuni settori, e un tasso di cambio dell'euro più debole smorzerebbero notevolmente l'effetto negativo sugli utili.

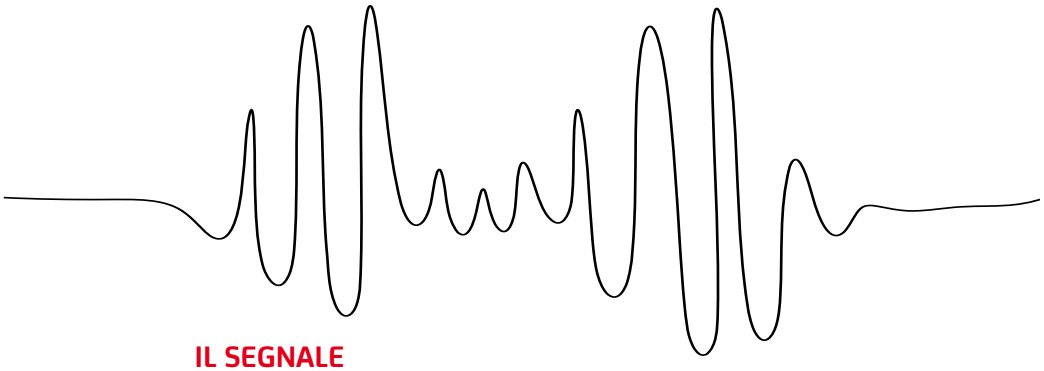
Storie di Mercato

Autori: Edoardo Campanella, Stefan Kolek, Tobias Keller, Roberto Mialich, Michael Rottmann, Christian Stocker, Thomas Strobel, Michael Teig

Cosa sta succedendo nel mercato?

IL "RUMORE"

Come previsto, il ritorno di Trump alla Casa Bianca e la sua agenda "America First" hanno plasmato l'inizio del 2025. L'annuncio di cambiamenti nella politica statunitense, tra cui, soprattutto, l'espansione delle barriere commerciali, nonché l'ingresso dirompente nel settore dell'intelligenza artificiale della società cinese DeepSeek, hanno portato a un'elevata volatilità sui mercati. DeepSeek, così come un approccio più amichevole nei confronti del settore privato da parte del presidente cinese Xi Jinping, ha contribuito a riportare una rotazione dei fondi in Cina. A loro volta, le mosse dei tassi ampiamente attese di gennaio da parte della Fed (in attesa) e della BCE (taglio di 25 pb) non hanno colto di sorpresa gli operatori di mercato.



IL SEGNALE

sebbene la volatilità possa rimanere elevata nel breve termine, data l'incertezza che circonda la politica dei dazi, migratoria e fiscale degli Stati Uniti, gli ultimi sviluppi non hanno cambiato la nostra visione fondamentalmente costruttiva per il 2025. La nostra impressione è che l'amministrazione Trump stia usando i dazi per influenzare tatticamente i negoziati su argomenti non legati al commercio e non strategicamente per affrontare i deficit commerciali. Allo stesso modo, mentre DeepSeek sta rimodellando il panorama tecnologico, le nostre prospettive per le megacap statunitensi rimangono positive. Ciononostante, data la concentrazione senza precedenti del mercato, riteniamo che l'attrattiva della diversificazione, sia all'interno che all'esterno degli Stati Uniti, sia tornata ad essere evidente.

Azioni

CAMBIAMENTO POSITIVO DELL'UMORE SULL'EUROPA, MA CONTINUIAMO A PREFERIRE IL MERCATO AZIONARIO STATUNITENSE

I mercati azionari hanno iniziato l'anno in positivo. Le azioni europee hanno dato un tono positivo con un forte aumento percentuale a due cifre da inizio anno (vedi tabella). La forte performance delle società europee non si basa su migliori prospettive di crescita economica, ma piuttosto su una crescita degli utili più forte del previsto,

in particolare delle società sensibili alle esportazioni, in combinazione con valutazioni basse rispetto ad altre regioni. Il grafico 2.1 mostra che l'andamento degli utili delle principali regioni ha continuato a essere generalmente positivo dall'inizio del 2024.

Un altro fattore scatenante della forte performance delle azioni europee è stata la debolezza dei titoli tecnologici statunitensi dalla fine dello scorso anno, che a nostro avviso è solo temporanea. La debolezza ha portato a un ribilanciamento dei portafogli internazionali, che spesso hanno forti posizioni di sovrappeso sulle azioni statunitensi, a favore delle azioni europee. Riteniamo che queste tendenze siano positive in quanto indicano un ampliamento del rally del mercato azionario globale e una riduzione del rischio di concentrazione negli Stati Uniti. Da un punto di vista regionale, continuiamo a preferire il mercato azionario statunitense, dati i suoi solidi fondamentali, mentre la regione Asia-Pacifico dovrebbe beneficiare di un graduale miglioramento dell'economia cinese e delle misure di sostegno governative.

Sebbene abbiamo ancora una raccomandazione di sottopeso sulle azioni europee, c'è qualcosa che bolle in pentola: il sentiment fortemente negativo nei confronti dell'Europa sta gradualmente iniziando a migliorare. Da dicembre, la dinamica degli utili a 12 mesi è stata a favore dell'Europa, mentre le stime degli Stati Uniti hanno recentemente perso slancio (si veda il grafico 2.1). Inoltre, la prospettiva di un allentamento del freno al debito tedesco dopo le elezioni sostiene non solo le azioni tedesche, ma anche quelle europee più in generale. Anche la crescente probabilità di un cessate il fuoco tra Russia e Ucraina e della conseguente riduzione dei prezzi dell'energia sostengono i titoli industriali europei. Tuttavia, a parte l'attuale incertezza sulla politica dei dazi degli Stati Uniti e i possibili conflitti commerciali, queste tendenze devono ancora dimostrarsi sostenibili.

GRAFICO 2.1 L'ANDAMENTO DEGLI UTILI SOCIETARI È IN CRESCITA A LIVELLO GLOBALE
2024=100

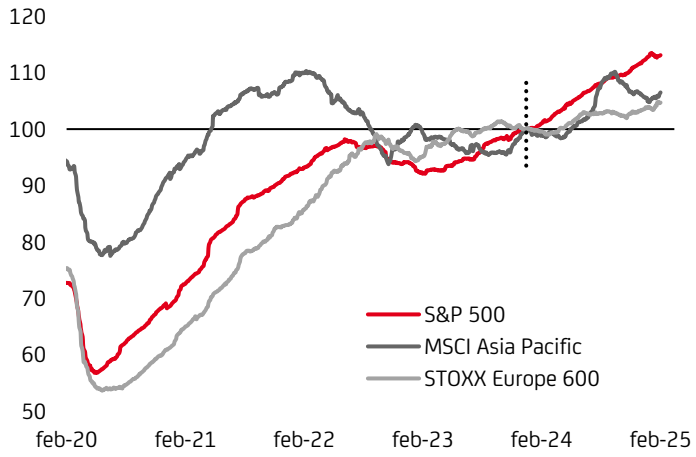
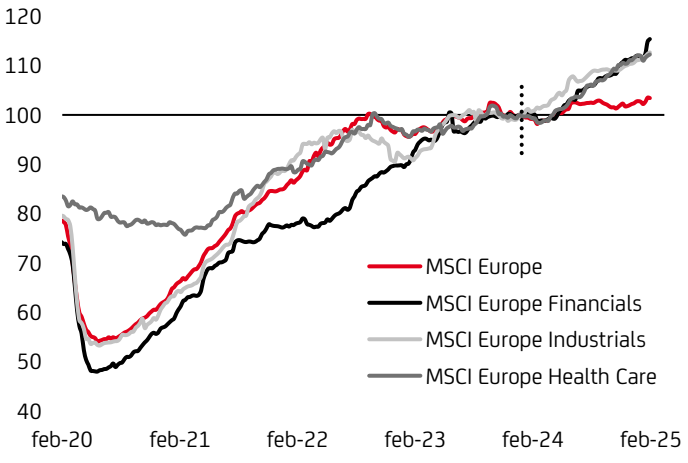


GRAFICO 2.2 I SETTORI FINANZIARIO, INDUSTRIALE E SANITARIO BRILLANO GRAZIE ALLA FORTE CRESCITA DEGLI UTILI
12M FWD EPS, 2024=100



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit
(periodo contemplato: 17 febbraio 2020-17 febbraio 2025)

Il rischio di tensioni commerciali con gli Stati Uniti sta smorzando le aspettative sugli utili, in particolare per i settori sensibili ai dazi come le risorse di base, l'auto e i prodotti chimici. Sebbene riteniamo che un'allocazione sempre più ciclica in Europa potrebbe essere appropriata nei prossimi trimestri, le possibili tensioni commerciali con gli Stati Uniti e la continua incertezza sulle economie europea e cinese depongono ancora a sfavore di un aumento immediato e significativo della quota delle società cicliche. In effetti, preferiamo settori come quello finanziario, che rimarrebbe in gran parte inalterato dai potenziali dazi statunitensi, e l'industria e la sanità, in quanto dovrebbero beneficiare di un graduale miglioramento dell'economia e godere rispettivamente di una domanda stabile e di margini elevati. Negli ultimi mesi le stime degli utili per questi tre settori hanno registrato un andamento significativamente migliore rispetto al mercato europeo nel suo complesso (si veda il grafico 2.2), e prevediamo che continuerà.

Negli Stati Uniti, riteniamo che i titoli finanziari siano interessanti, insieme all'importante settore tecnologico. Nell'attuale contesto economico robusto, questi settori brillano con forti utili societari. Anche il settore dei beni di consumo discrezionali sta ricevendo significativi impulsi positivi dalla forte economia.

Reddito fisso

SITUAZIONE POLITICA FLUIDA NEGLI STATI UNITI E I DATI MACROECONOMICI IN ARRIVO NON CAMBIANO LA NOSTRA POSIZIONE

TITOLI

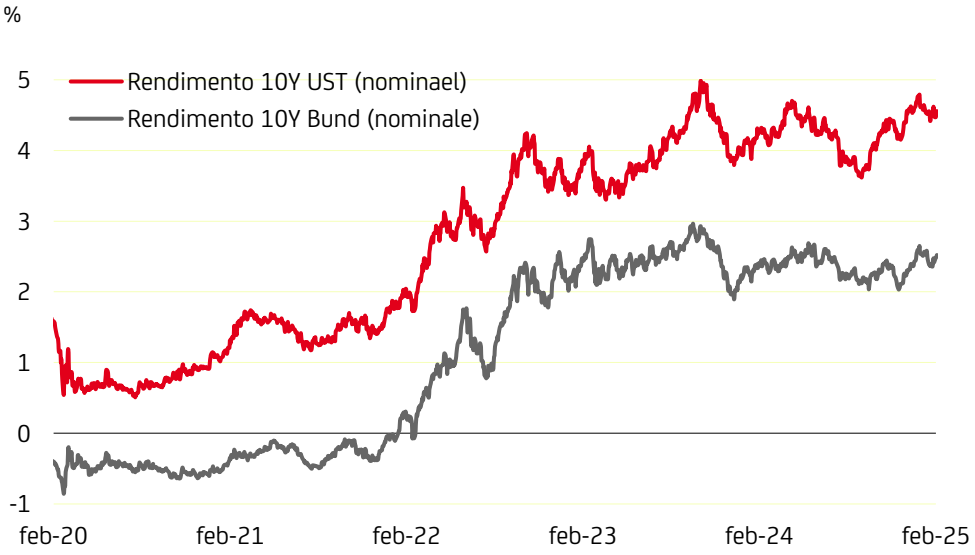
I principali mercati obbligazionari hanno avuto un inizio d'anno piuttosto volatile, con un'agenda fitta di dati e notizie di mercato dopo l'insediamento di Trump alla presidenza degli Stati Uniti. Alla fine, tuttavia, non si sono mossi molto, con un lieve aumento sia del rendimento dei Treasury USA (UST) a 10 anni che di quello dei Bund a 10 anni (si veda il grafico 2.3 e la tabella). I dati statunitensi non hanno avuto grandi sorprese, tra cui un mercato del lavoro solido e un'inflazione persistente, mentre nell'Eurozona la fiducia delle imprese è rimasta debole e l'inflazione, sebbene superiore all'obiettivo del 2% della BCE, si sta muovendo nella giusta direzione.

Guardando al futuro, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine (UST e Bund a 10 anni) sono praticamente a metà dei nostri intervalli di previsione per il 2025. Per il rendimento del Bund a 10 anni, vediamo un trading range compreso tra il 2% e il 3%; per gli UST a 10 anni, un intervallo ragionevole è compreso tra il 4% e il 5%, probabilmente con un leggero overshoot su entrambi i lati. Tuttavia, dato che siamo vicini alla metà di questi intervalli e che la situazione politica statunitense rimane fluida ed estremamente difficili da prevedere, riteniamo che la nostra posizione sostanzialmente neutrale sui titoli di Stato sia appropriata.

Alla luce delle numerose incognite, per il momento ci sentiamo a nostro agio nel mantenere una posizione neutrale sui titoli di Stato, sia in termini di esposizione complessiva ai mercati dei titoli di Stato statunitensi ed europei sia in termini di duration. Su questa base, un livello al quale prenderemmo in considerazione un aumento dell'esposizione (e della duration) ai Bund sarebbe se i rendimenti a 10 anni dovessero salire oltre il 2,7%, mentre le consistenze nei Bund (e la duration) potrebbero essere ridotte se i rendimenti dovessero scendere a circa il 2,2-2,3%. L'esposizione (e la duration) agli UST, dove attualmente siamo neutrali, potrebbe aumentare a un livello del 4,8% o superiore, mentre tenderemmo a ridurre l'esposizione (e la duration) a un livello di circa il 4,3% o inferiore.

Per quanto riguarda le obbligazioni dei mercati emergenti, riteniamo che siano particolarmente vulnerabili all'impatto di potenziali dazi sulla crescita e, in relazione a ciò, a un deterioramento della propensione al rischio globale. Ciononostante, le obbligazioni dei mercati emergenti rimangono un'aggiunta potenzialmente preziosa a un portafoglio diversificato grazie al loro rendimento interessante e ai rendimenti basati sul carry previsti.

GRAFICO 2.3 INIZIO D'ANNO VOLATILE, MA I RENDIMENTI SONO TORNATI VICINI AI LIVELLI DI INIZIO 2025



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit
(periodo contemplato: 17 febbraio 2020-17 febbraio 2025)

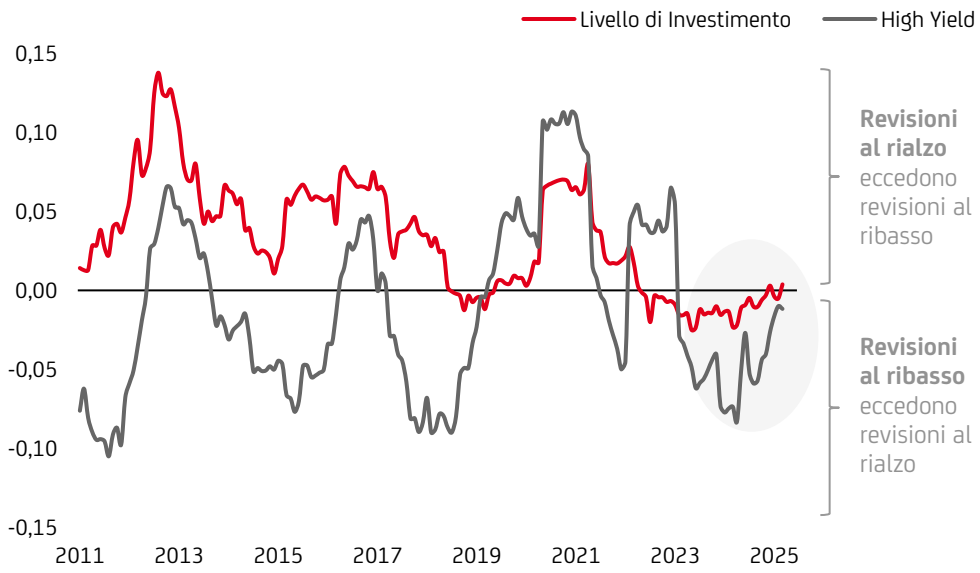
SITUAZIONE POLITICA FLUIDA NEGLI STATI UNITI E I DATI MACROECONOMICI IN ARRIVO NON CAMBIANO LA NOSTRA POSIZIONE

CREDITO ALLE IMPRESE

Alla luce della politica monetaria favorevole della BCE e della crescita debole, ma dell'assenza di un rischio elevato di un forte aumento dei tassi di default nell'Eurozona, riteniamo che un'allocazione sovrappesata all'esposizione societaria sia giustificata dalla ripresa dei rendimenti e dalla nostra aspettativa che gli spread rimarranno sostanzialmente invariati. Rimaniamo ottimisti sul credito societario europeo. La qualità creditizia degli emittenti è stabile o in miglioramento. Ciò è supportato dai risultati non finanziari che hanno ottenuto risultati positivi, nel complesso, durante l'ultima stagione degli utili. In un contesto di bassa crescita economica, questi risultati positivi sono in gran parte dovuti a misure di risparmio sui costi e a politiche di conservazione della liquidità. Anche la minore offerta di nuovi bond rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso è di supporto per il mercato secondario. In futuro, in un contesto di potenziale spinta all'aumento della spesa per la difesa nell'UE, una delle principali fonti di volatilità del credito europeo è l'impatto associato sulla parte lunga delle curve EGB, che potrebbe potenzialmente influenzare principalmente lo spazio senior investment grade. Dal punto di vista della performance, tuttavia, nel nostro scenario di base, continuiamo a vedere il carry come la principale fonte di rendimento totale quest'anno.

Il credito bancario sarà sostenuto dalla continua forte performance delle banche europee. Nonostante la moderazione del momentum del reddito netto da interessi, riteniamo che la loro redditività rimanga elevata quest'anno. La patrimonializzazione rimane solida (con un CET1 ratio medio fully loaded del 15,9%) nonostante l'elevata remunerazione degli azionisti degli ultimi anni. Prevediamo un leggero aumento del costo del rischio, ma prevediamo che rimanga a un livello gestibile. L'attuale panorama degli spread creditizi bancari riflette questi solidi fondamentali del credito, con livelli di spread in tutta la struttura del capitale bancario ai minimi storici.

GRAFICO 2.4: MIGLIORAMENTO DEI RATING DELLE IMPRESE IN EUROPA



Fonte: S&P Global, The Investment Institute by UniCredit
(periodo di osservazione: 2011-2025)

Nota: la deviazione del rating a 12 mesi è calcolata dividendo il numero di upgrade meno il numero di downgrade negli ultimi 12 mesi per il numero di rating nel rispettivo indice iBoxx Non-Financials.

Materie prime

GEOPOLITICA E GUERRA COMMERCIALE FATTORI CHIAVE PER I PREZZI

PETROLIO GREGGIO

A metà febbraio, il greggio era più o meno piatto sull'anno a circa 70 dollari al barile (si veda la tabella), tra le preoccupazioni per l'impatto negativo dei dazi sulla domanda e le sanzioni "d'addio" di Joe Biden sull'offerta rivolte alla Russia. In futuro, il mercato petrolifero rischia di riscontrare problemi di forniture alla luce delle ultime sanzioni statunitensi e della strategia di Trump di esercitare la massima pressione sull'Iran, mentre le preoccupazioni sulla domanda in Cina e le tensioni commerciali stanno ancora offuscando il sentiment. Un aumento della produzione mensile di circa 140 mila barili al giorno da parte dell'OPEC+, a partire da aprile e per i successivi 18 mesi, come previsto, potrebbe rivelarsi troppo piccolo per assorbire il potenziale shock derivante da un calo delle esportazioni di petrolio russo e iraniano.

GAS NATURALE

I TTF hanno mostrato una notevole volatilità nei primi due mesi del 2025, oscillando tra 44 EUR/MWh e 58 EUR/MWh. La chiusura del transito ucraino per il gas russo, l'incertezza normativa sui requisiti di stoccaggio per i Paesi dell'UE, settimane di clima insolitamente freddo in Europa e la scarsa offerta di energia rinnovabile hanno fatto salire i prezzi del gas naturale. Per il resto dell'anno, prevediamo che i TTF rimarranno all'interno di un intervallo di trading di 45-50 EUR/MWh. L'inverno si concluderà probabilmente con livelli di stoccaggio sostanzialmente inferiori a quelli degli ultimi due anni, portando a una forte domanda durante il periodo estivo poiché i governi cercano di rifornirli.

GOLD

l'oro ha avuto un ottimo inizio d'anno, continuando il suo slancio dal 2024, con la soglia dei 3.000 USD/oncia ora in vista (vedi tabella). Sebbene i tassi d'interesse reali abbiano perso parte del loro potere esplicativo negli ultimi trimestri, riteniamo che rimangano un fattore determinante, soprattutto se il rendimento degli UST a 10 anni salisse oltre il 5%. Tuttavia, la domanda delle banche centrali (soprattutto da parte dei mercati emergenti e della Cina) rimane forte e solidale. Inoltre, vediamo che gli ETC sull'oro fisico stanno aumentando un po', o almeno stanno toccando il fondo, suggerendo che gli investitori al dettaglio stanno intervenendo sempre più sul lato della domanda. Prevediamo che quest'anno l'oro verrà scambiato in un intervallo compreso tra 2.500 e 3.000 USD/oncia, con rischi al rialzo.

Cambi

EUR-USD DOVREBBE MANTENERSI SOPRA LA PARITÀ

Riguardo ai tassi di cambio, l'EUR-USD ha ritestato 1,05 dopo un calo iniziale al di sotto di 1,02 (si veda la tabella). La ripresa è stata aiutata da l fatto che i dazi statunitensi sono stati posticipati re dalle speranze di pace in Ucraina, ma è troppo presto per annunciare l'inizio di un trend rialzista verso il limite superiore della fascia 1,05-1,10. In effetti, il cambio è già in parte sceso dai picchi iniziali e la debolezza dell'attività economica nell'Eurozona è destinata a giocare a sfavore di un rally sostenuto dell'euro. L'incertezza prevale su molti fronti, il che potrebbe esporre l'EUR-USD a ulteriori fluttuazioni piuttosto che a tendenze. Nel complesso, ci aspettiamo ancora un calo dell'EUR-USD, ma riteniamo che il cambio probabilmente rimarrà leggermente al di sopra della parità. Le politiche di Trump rimangono favorevoli al biglietto verde, soprattutto sul fronte dei dazi, l'inflazione statunitense rimane vischiosa e la BCE è destinata ad allenate la politica monetaria più della Fed. Detto questo, un calo verso la parità e al di sotto, cioè verso il minimo vicino a 0,95 toccato a settembre 2022, rimane difficile. Il fatto che la Fed non tagli più i tassi quest'anno o che la BCE tagli al di sotto dell'1,75% che ci aspettiamo rimangono due precondizioni per un tale calo, e anche questo potrebbe non essere sufficiente in questo frangente.

FOCUS 2

In che modo DeepSeek sta ambiando la nostra storia sull' intelligenza artificiale

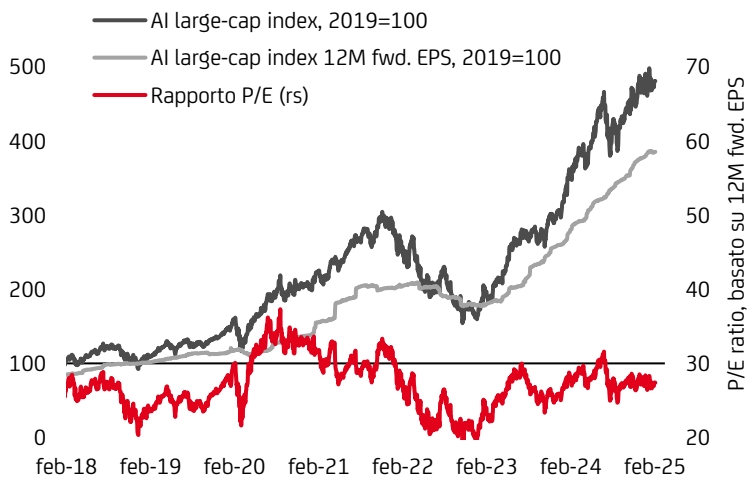
Autore: Christian Stocker

DeepSeek ha avuto un impatto significativo sul settore dell'intelligenza artificiale sviluppando modelli efficienti ed economici che competono con modelli leader come Chat GPT di OpenAI, utilizzando meno risorse hardware e meno energia, favorendo così miglioramenti della produttività. Ciò ha democratizzato lo sviluppo dell'intelligenza artificiale, consentendo alle aziende più piccole di competere nel settore, riducendo potenzialmente i costi e l'impatto ambientale di tale operazione. La disponibilità gratuita dei modelli di DeepSeek sfida il dominio delle principali aziende tecnologiche statunitensi e può anche essere considerata uno shock positivo dell'offerta. In linea di principio, riteniamo che si tratti di uno sviluppo favorevole, in quanto suggerisce che i paesi o le regioni che finora hanno seguito l'IA generativa, come l'UE, potrebbero potenzialmente sviluppare una piattaforma di IA interna. Fino ad ora questo sembrava impossibile a causa dell'enorme quantità di investimenti ritenuti necessari per sviluppare modelli di intelligenza artificiale.

I recenti sviluppi hanno avuto notevoli implicazioni anche per le grandi aziende tecnologiche, come Microsoft, Meta, Amazon e Alphabet, che potrebbero risparmiare in modo significativo sui costi legati all'intelligenza artificiale. Alcuni sostengono che le innovazioni di DeepSeek riducono l'importanza della potenza di calcolo e quindi abbiano il potenziale per influenzare negativamente le aziende di semiconduttori come Nvidia e ASML. Tuttavia, questa prospettiva potrebbe essere troppo semplicistica, a nostro avviso. In effetti, la maggiore efficienza dei modelli di DeepSeek sottolinea l'importanza della potenza di calcolo. Sebbene i guadagni in termini di efficienza consentiranno alle aziende di spingere ulteriormente le capacità dell'intelligenza artificiale con le stesse risorse di calcolo, una maggiore potenza di calcolo rimarrà essenziale per far progredire l'intelligenza artificiale su larga scala, poiché le aziende saranno in grado di ottenere risultati ancora maggiori con più risorse.

Nonostante tutti questi vantaggi, non bisogna sopravvalutare nemmeno DeepSeek. A parte i problemi di protezione dei dati, tecnicamente, DeepSeek non è paragonabile alle piattaforme di intelligenza artificiale statunitensi poiché ottimizza principalmente i modelli esistenti piuttosto che crearne di nuovi che potrebbero competere con quelli sviluppati negli Stati Uniti. L'ottimizzazione dei modelli è importante e benvenuta, ma non elimina la necessità di creare nuovi modelli. DeepSeek è stato in grado di ridurre enormemente i costi di calcolo e ha aperto le porte a un'architettura efficiente per ridurre i divari di prestazioni tra modelli più piccoli e più grandi, ma non infrange fondamentalmente la legge di scala, secondo la quale i modelli più grandi offrono risultati migliori. Ciononostante, riteniamo che i guadagni di efficienza introdotti da DeepSeek contribuiranno all'evoluzione della tecnologia AI, aumentando la produttività e la redditività delle aziende che sfruttano l'AI.

GRAFICO 2.4: LA TENDENZA AL RIALZO DEGLI UTILI DELLE SOCIETÀ DI IA POTREBBE RALLENTARE PER UN PO'



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit
(periodo contemplato: 17 febbraio 2018-17 febbraio 2025)

Un nuovo capitolo. Le innovazioni di DeepSeek segneranno probabilmente l'inizio di un nuovo capitolo nell'intelligenza artificiale e mostreranno anche il potere innovativo che prevale in Cina, attirando investitori nel settore tecnologico cinese. DeepSeek probabilmente aiuta le aziende non tecnologiche più delle aziende tecnologiche, in quanto è probabile che porti a miglioramenti della produttività. Ciò significa anche che i tradizionali fattori di profitto per le aziende tecnologiche potrebbero perdere slancio, portando a una crescita più lenta dei profitti, soprattutto per le società di hardware, che potrebbero subire un calo temporaneo della domanda. Tuttavia, ci aspettiamo che questo sia un effetto a breve termine. A lungo termine, l'introduzione di soluzioni di intelligenza artificiale più efficienti fa parte della naturale evoluzione di questa tecnologia e alla fine porterà a una maggiore produttività e crescita dei profitti per le aziende che producono e utilizzano l'intelligenza artificiale. È probabile che la forte tendenza al rialzo dei profitti e dei prezzi delle azioni delle società di intelligenza artificiale (come mostra il grafico) si indebolisca per un po', ma non si fermerà.

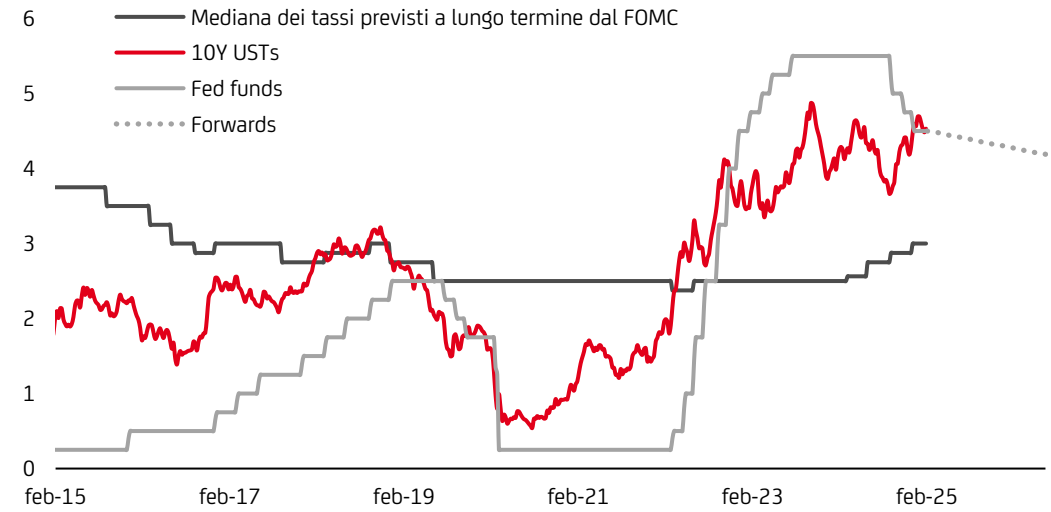
FOCUS 3

Cosa potrebbe spingere il rendimento dei treasury a 10 anni sopra il 5%?

Autore: Luca Cazzulani

I rendimenti degli UST sono stati altamente volatili a gennaio. Continuiamo a ritenere che la Fed taglierà ulteriormente i tassi quest'anno e che, di conseguenza, il rendimento degli UST a 10 anni si aggirerà intorno al 4,50% nei prossimi mesi

GRAFICO 2.6: IL NOSTRO SCENARIO DI BASE: I TASSI PIÙ BASSI DELLA FED DOVREBBERO SOSTENERE LA PARTE A LUNGO



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit
(periodo contemplato: 17 feb 2015-17 feb 2025, forward fino al 30 giugno 2026)

Quali sono i rischi legati a questa previsione?

Dal momento che molti elementi sono ancora sconosciuti, in particolare per quanto riguarda la politica economica, ci si dovrebbe aspettare un'ulteriore volatilità dei rendimenti. Nel seguito discutiamo quali scenari potrebbero giustificare rendimenti UST al 5% o superiori e perché li consideriamo improbabili.

Un primo motivo che potrebbe far salire i rendimenti degli UST è un aumento significativo delle aspettative di inflazione. I dazi potrebbero innescare questo problema, ma essendo una misura una tantum, con effetti negativi a medio termine sulla crescita, il loro impatto dovrebbe essere temporaneo. Tuttavia, finché la Fed rimarrà indipendente e impegnata a tenere sotto controllo le aspettative di inflazione, è improbabile che la deglobalizzazione, la transizione verde o la geopolitica portino a un'inflazione persistentemente elevata. In uno scenario del genere, è probabile che la pressione a vendere si verifichi principalmente nella parte breve, mentre la curva UST probabilmente rimarrà piatta o addirittura invertita.

Una seconda ragione è l'aumento del premio di rischio derivante da una forte offerta in un momento in cui la domanda da parte dei grandi operatori (ad esempio la Cina) sta vacillando. Ciò dovrebbe portare a una curva significativamente più ripida, come nel periodo settembre-ottobre 2023, quando il premio al rischio è aumentato di quasi 90 pb. Ma diversi fattori suggeriscono che un forte aumento del premio di rischio non è molto probabile:

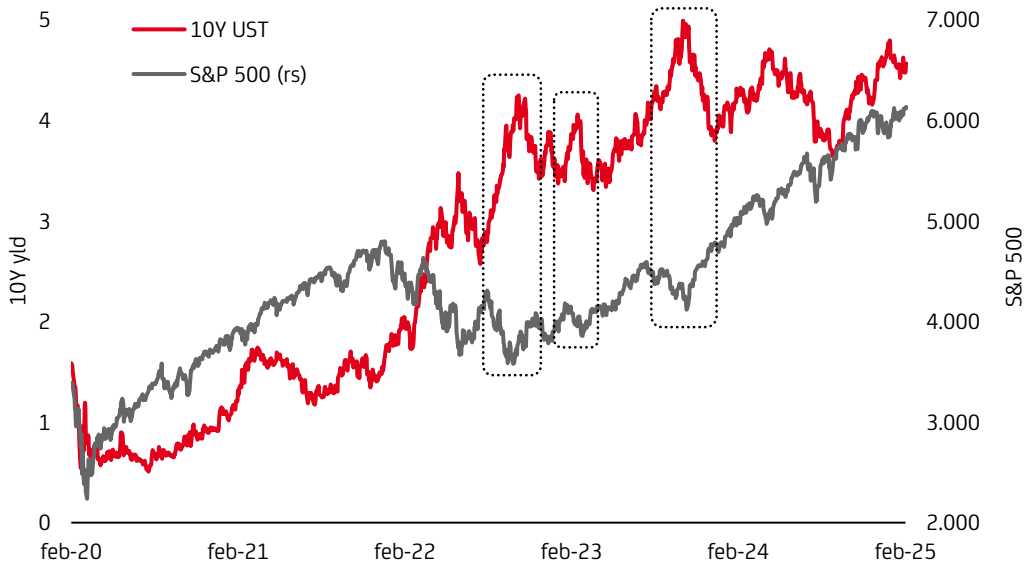
1. La capacità del presidente degli Stati Uniti Donald Trump di approvare misure significative per l'ampliamento del disavanzo potrebbe essere limitata a causa della risicata maggioranza repubblicana alla Camera dei Rappresentanti e di una generale preferenza ad evitare misure inflazionistiche.

2. L'abbondante offerta statunitense non è una novità e dovrebbe essere prezzata. In effetti, il premio per il rischio (stimato) è vicino al livello più alto degli ultimi cinque anni.

3. Il segretario al Tesoro degli Stati Uniti, Scott Bessent, ha dichiarato che l'amministrazione è interessata a rendimenti a lungo termine bassi piuttosto che a tassi di riferimento bassi. Ciò riduce la pressione sui premi al rischio per motivi legati all'indipendenza della Fed e suggerisce che il Tesoro statunitense cercherebbe di contrastare una risalita dei rendimenti a 10 anni ribilanciando l'offerta, almeno temporaneamente, dalla parte lunga verso titoli a breve, come è accaduto in passato.

4. Un aumento dei rendimenti che non sia giustificato dal miglioramento delle condizioni economiche sarebbe negativo per le azioni (si veda il grafico 2.7). Una minore propensione al rischio potrebbe in ultima analisi sostenere gli UST.

GRAFICO 2.7: RENDIMENTI PIÙ ELEVATI > AZIONI PIÙ BASSE > RENDIMENTI PIÙ BASSI



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit
(periodo di osservazione: 17 febbraio 2020 -17 febbraio 2025)

Un terzo motivo sono i solidi dati economici, che supportano l'idea di un aumento significativo di R-star. Ciò richiederebbe un massiccio aumento della produttività, possibilmente guidato dall'intelligenza artificiale. Per il momento, si tratterebbe di una forzatura. In uno scenario del genere, gli attuali tassi della Fed non sarebbero così restrittivi e gli investitori potrebbero persino iniziare a discutere di rialzi dei tassi. Ciò potrebbe portare a un riprezzamento prolungato dei rendimenti degli UST (per lo più rendimenti reali), con l'intera curva dei rendimenti che si sposterebbe verso l'alto per tenere conto dei tassi più elevati. Poiché l'aumento dei rendimenti sarebbe sostenuto da un'economia robusta, le azioni non dovrebbero risentirne.

Come osservazione finale, un fattore che dovrebbe sostenere gli UST è il posizionamento: gli investitori fast-money sono già short/sottopesati sugli UST, limitando la possibilità di ulteriori vendite.

Allocazione di Portafoglio

POSIZIONAMENTO PRUDENTE IN UN CONTESTO DI PERSISTENTE INCERTEZZA

Mentre stiamo per entrare nel mese di marzo, i mercati finanziari continuano a navigare in un panorama di elevata e sfaccettata incertezza. La crescita globale rimane robusta, ma deve affrontare venti contrari, mentre i sentieri di politica monetaria della Fed e della BCE appaiono sempre più divergenti. Crediamo ancora nella nostra posizione di cauto ottimismo. Sebbene il nostro posizionamento rimanga sostanzialmente invariato, un 'allocazione di portafoglio prudente rimane fondamentale: nel tentativo di trovare un equilibrio tra rischio e rendimento, manteniamo un buon grado di flessibilità, una gestione disciplinata del rischio e un focus strategico sulla creazione di valore a lungo termine. Nel settore azionario, continuiamo a preferire i titoli statunitensi rispetto a quelli europei, considerati i solidi fondamentali statunitensi.

LA NOSTRA VISIONE D'INVESTIMENTO SULLE ASSET CLASS

	SOTTOPESO	NEUTRALE	SOVRAPPESO
AZIONI GLOBALI		●	
AZIONI USA		●	
AZIONI EUROPA	●		
AZIONI PACIFICO (MERCATI SVILUPPATI1)			●
AZIONI PAESI EMERGENTI		●	
OBBLIGAZIONI GLOBALI			●
TITOLI DI STATO IN EURO		●	
TITOLI DI STATO NON IN EURO		●	
OBBLIGAZIONI CORPORATE INVESTMENT GRADE IN EURO			●
OBBLIGAZIONI CORPORATE HIGH YIELD	●		
OBBLIGAZIONI MERCATI EMERGENTI (VALUTA FORTE)			●
OBBLIGAZIONI MERCATI EMERGENTI (VALUTA LOCALE)			●
MERCATI MONETARI	●		
ALTERNATIVI		●	
MATERIE PRIME		●	
PETROLIO		●	
ORO		●	

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

Tabelle Previsionali

Previsioni di UniCredit

STIME DI PIL, INFLAZIONE E SALDO DI BILANCIO GOVERNATIVO

	PIL reale (% Y/Y)			Prezzi al consumo (% Y/Y)			Saldo di bilancio governativo (% of PIL)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Globale	**3.2**	**3.2**	**3.3**						
Stati Uniti	**2.8**	**2.2**	**2.3**	**2.9**	**2.8**	**2.5**	**-7.6**	**-8.0**	**-8.6**
Eurozona	**0.7**	**0.9**	**1.2**	**2.4**	**2.2**	**1.9**	**-3.6**	**-3.2**	**-2.8**
Germania	-0.2*	0.7*	1.2*	2.2	1.5	1.7	-2.6	-2.0	-2.0
Francia	1.1	0.7	1.2	2.0	0.9	1.1	-6.1	-5.4	-4.2
Italia	0.5	0.7	1.0	1.0	1.7	1.7	-3.9	-3.7	-3.0
Spagna	3.2	1.8	1.9	2.9	2.5	2.4	-3.3	-3.1	-2.5
Regno Unito	0.9	1.0	1.4	2.5	3.0	1.9	-4.3	-4.0	-3.8
Cina	**5.0**	**4.5**	**4.2**	**0.6**	**0.9**	**1.8**	**-7.4**	**-7.6**	**-7.7**
Giappone	**0.1**	**1.0**	**0.9**	**2.4**	**1.8**	**1.9**	**-6.9**	**-3.1**	**2.8**
India	**8.2**	**6.5**	**6.5**	**4.4**	**4.1**	**4.1**	**-2.4**	**-2.1**	**-2.2**

Fonte: The Investment Institute by UniCredit Asset allocation
*Dati non aggiustati per effetti di calendario. Con aggiustamento per giorni lavorativi: -0.2% (2024), 0.8% (2025) and 1.0% (2026)

BANCHE CENTRALI

	Attuale	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
Federal Reserve	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
Banca Centrale Europea	2.75	2.50	2.25	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
Banca d'Inghilterra	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50	3.25	3.00	2.75	2.75
Banca del Giappone	0.50	0.50	0.75	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Banca Centrale di Svezia	2.25	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
Banca Centrale di Norvegia	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50	3.25	3.25	3.25	3.25

Fonte: The Investment Institute by UniCredit
Nota: I dati sono di fine periodo.

TASSI D'INTERESSE

	25.02.25	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Eurozone					
Depo rate	2.75	2.50	2.25	2.00	1.75
3M Euribor	2.50	2.43	2.20	1.95	1.75
2Y Schatz	2.07	2.10	2.00	1.90	1.80
10Y Bund	2.46	2.30	2.30	2.30	2.30
2Y EUR swap	2.20	2.20	2.10	2.05	1.95
10Y EUR swap	2.38	2.30	2.30	2.35	2.35
10Y Bund-swap spread	-7	0	0	5	5
2Y BTP	2.39	2.55	2.45	2.40	2.30
10Y BTP	3.59	3.60	3.60	3.60	3.60
10Y BTP-Bund spread	113	130	130	130	130
Stati Uniti					
Fed fund rate	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00
3M OIS SOFR	4.32	4.36	4.11	3.90	3.90
2Y UST	4.09	4.25	4.20	4.10	4.00
10Y UST	4.29	4.50	4.50	4.50	4.50
10Y UST-Bund spread	184	220	220	220	220

TASSI DI CAMBIO

	25.02.25	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
EUR-USD	1.05	1.04	1.03	1.03	1.02
USD-JPY	150	152	150	149	148
EUR-JPY	157	158	155	153	151
GBP-USD	1.27	1.24	1.23	1.23	1.22
EUR-GBP	0.83	0.84	0.84	0.84	0.84
USD-CNY	7.26	7.33	7.40	7.35	7.30
EUR-CNY	7.62	7.62	7.62	7.57	7.45

Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

ATTIVITÀ RISCHIOSE

	Ultimo rilevazione: 25.02.25	Metà-2025	Fine-2025
Petrolio			
Brent USD/barile	74	75	78
Azionario			
Euro STOXX 50	5,437	5,200	5,400
STOXX Europe 600	553	540	555
DAX	22,351	21,000	22,500
MSCI Italy	100.2	94	100
S&P 500	5,948	6,400	6,800
Nasdaq 100	21,003	22,000	23,500
Obbligazionario corporate spread			
iBoxx Non-Financials Senior	83	85	80
iBoxx Banks Senior	82	90	85
iBoxx High Yield NFI	269	280	270

Fonte: Bloomberg, S&P Global, The Investment Institute by UniCredit

Per le previsioni di maggiore dettaglio, clicca su: Economics | FI | FX | Risky Assets

Development of selected financial market indices

Da	**25.02.24**	25.02.20	25.02.21	25.02.22	25.02.23	25.02.24	25.02.20	**01.01.25**
a	**25.02.25**	25.02.21	25.02.22	25.02.23	25.02.24	25.02.25	25.02.25	**25.02.25**
INDICI AZIONARI (ritorni, in %)								
MSCI Globale (in USD)	**16.8**	24.8	10.0	-4.8	24.4	16.8	85.8	**3.1**
MSCI Mercati Emergenti (in USD)	**12.8**	36.0	-13.2	-13.0	7.3	12.8	22.4	**4.6**
MSCI USA (in USD)	**19.2**	27.6	14.2	-6.6	29.1	19.2	105.3	**1.4**
MSCI Europa (in EUR)	**15.5**	3.5	14.3	8.0	11.2	15.5	60.1	**9.7**
MSCI AC Asia Pacifico (in USD)	**11.5**	36.8	-13.4	-9.1	10.8	11.5	31.5	**3.5**
STOXX Europe 600 (in EUR)	**15.6**	4.5	13.1	7.6	11.1	15.6	59.1	**9.4**
DAX 40 (Germania, in EUR)	**28.6**	8.7	5.0	8.2	12.6	28.6	75.2	**12.6**
MSCI Italia (in EUR)	**26.7**	-2.3	15.5	12.7	28.3	26.7	103.6	**14.1**
ATX (Austria, in EUR)	**27.9**	6.1	18.1	6.5	2.6	27.9	67.7	**12.2**
SMI (Svizzera, in CHF)	**17.4**	5.0	15.7	-1.2	5.4	17.4	45.0	**12.3**
S&P 500 (USA, in USD)	**19.1**	25.1	16.1	-5.9	28.9	19.1	105.8	**1.4**
Nikkei (Giappone, in JPY)	**-0.8**	37.2	-10.8	8.1	47.3	-0.8	86.3	**-4.2**
CSI 300 (Cina, in Yuan)	**17.5**	37.1	-14.9	-8.3	-12.8	17.5	7.2	**0.0**
INDICI OBBLIGAZIONARI (ritorni, in %)								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	**4.1**	1.4	-2.0	-13.4	0.5	4.1	-9.3	**2.7**
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA , in USD)	**4.6**	0.0	-2.1	-9.9	1.7	4.6	-5.6	**2.1**
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	**6.7**	2.2	-3.5	-9.0	6.1	6.7	1.7	**2.1**
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	**2.6**	-2.3	-3.7	-17.4	3.6	2.6	-17.2	**-0.1**
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	**3.9**	-0.8	-4.0	-15.3	4.4	3.9	-12.3	**0.1**
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	**6.2**	0.6	-4.3	-9.4	6.0	6.2	-1.8	**0.9**
RENDIMENTI OBBIGAZIONARI (espressi in punti base = 0.01%)								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	**0**	16	49	199	37	0	296	**-28**
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA , in USD)	**-27**	-37	94	255	17	-27	290	**-23**
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	**-34**	-38	107	236	-7	-34	259	**-23**
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	**1**	23	46	235	-9	1	293	**6**
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	**-10**	12	52	243	-15	-10	281	**4**
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	**-55**	4	103	265	-40	-55	278	**-8**
SPREAD SULLE OBBLIGAZIONI GOVERNATIVE (credit spread,espresso in punti base)								
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA US Corporate Master)	**-12**	-20	32	-4	-33	-12	-29	**2**
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA US High Yield)	**-39**	-85	20	35	-107	-39	-134	**-8**
Obbligazioni Governative area Euro (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	**-24**	-10	47	-2	-18	-24	0	**-12**
Obbligazioni Governative area Euro (ICE BofA Euro High Yield)	**-56**	-42	115	-23	-81	-56	-58	**-30**
TASSO DI CAMBIO CON EURO (in %)								
Dollaro USA (EUR-USD)	**-3.3**	12.4	-8.3	-5.3	2.1	-3.3	-3.2	**1.0**
Sterlina Inglese (EUR-GBP)	**-3.0**	2.7	-3.1	5.7	-3.2	-3.0	-0.9	**0.0**
Franco Svizzero (EUR-SFR)	**-1.7**	4.4	-6.1	-4.1	-3.7	-1.7	-11.5	**-0.3**
Yen Giapponese (EUR-JPY)	**-3.8**	8.0	-0.1	11.9	13.7	-3.8	31.1	**-3.6**
MATERIE PRIME (in %)								
Commodity Index (GSCI, in USD)	**41.9**	5.0	5.6	-6.3	11.6	41.9	67.2	**10.1**
Metalli Industriali (GSCI, in USD)	**12.6**	47.9	23.4	-19.4	-9.7	12.6	52.3	**4.4**
Oro (in USD per fine ounce)	**43.0**	8.5	6.2	-6.0	11.7	43.0	75.2	**10.4**
Petrolio (Brent, in USD per barrel)	**-11.2**	22.2	46.5	-16.0	0.2	-11.2	31.0	**-2.2**

Fonte: Refinitiv Datastream, The Investment Institute by UniCredit (as of 25 febbraio 2025)
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.

UniCredit S.p.A.
The Investment Institute
by UniCredit

Address
Piazza Gae Aulenti, 4
20154 Milano

Email
the-investment-institute@unicredit.eu

Online
www.the-investment-institute.unicredit.eu

IDEA GENERATORS

Manuela D'Onofrio
Head of GIS

Fabio Petti
Deputy Head of GIS

Alessandro Caviglia
CIO, Italy

Philip Gisdakis
CIO, Germany

Oliver Prinz
CIO, Austria

Marco Valli
Head of Macroeconomic Analysis

Tullia Bucco

Luca Cazzulani

Gokce Celik

Francesco Maria Di Bella

Loredana Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Tobias Keller

Stefan Kolek

Elia Lattuga

Roberto Mialich

Emilio Orecchia

Michael Rottmann

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Leonardo Segato

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Daniel Vernazza

Carolina Wiskemann

CHIEF EDITOR

Edoardo Campanella

MANAGING EDITOR

Tullia Bucco

Tobias Keller

DESIGN

Isla Morgan

MARKETING

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Laura Cabrera Gálvez

Maik Dornheim

Ivana Milojevic

Kim Steinsberger

PRODUCTION

Frank Blaser

Ingo Heiming

Charles Bradford Miller

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

Matthew Stevenson

Till Welzel

Avvisi Legali

Glossario

I termini utilizzati nel rapporto sono disponibili sul nostro sito web: https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/en/glossary.

Marketing Communication

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

Le informative rilevanti sugli interessi e sulle posizioni ricoperte dal Gruppo UniCredit sono disponibili al seguente indirizzo: https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/en/conflictsofinterest-positiondisclosures. Eventuali stime e/o valutazioni contenute nella presente pubblicazione rappresentano l'opinione autonoma e indipendente del Gruppo UniCredit e, al pari di tutte le informazioni in essa riportate, sono date in buona fede sulla base dei dati disponibili alla data della pubblicazione, tratte da fonti attendibili, ma aventi valore puramente indicativo e suscettibili di variazioni in qualsiasi momento dopo la pubblicazione, sulla cui completezza, correttezza e veridicità il Gruppo UniCredit non rilascia alcuna garanzia e non assume alcuna responsabilità. Gli interessati dovranno pertanto effettuare le proprie valutazioni di investimento in modo del tutto autonomo e indipendente, facendo affidamento esclusivamente sulle proprie considerazioni delle condizioni di mercato e delle informazioni complessivamente disponibili, anche in coerenza con il proprio profilo di rischio e la propria situazione economica. Investire comporta dei rischi. Prima di qualunque investimento, prendere attenta visione della documentazione d'offerta relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione. Si evidenzia inoltre che:

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

I contenuti della pubblicazione – comprensivi di dati, notizie, informazioni, immagini, grafici, disegni, marchi e nomi a dominio – sono di proprietà del Gruppo UniCredit 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 riprodurne i contenuti, in tutto o in parte, su alcun supporto, copiarli, pubblicarli e utilizzarli a scopo commerciale senza

Le informazioni e i dati contenuti nel presente documento sono aggiornati al 25 febbraio 2025.