



Il principio di indeterminazione



Monthly Outlook

Il principio di indeterminazione

Dinamiche di mercato e tensioni geopolitiche

Indice

SOMMARIO	3
LA LETTERA DEI CIO	4
IN EVIDENZA	6
MACRO & MARKETS	10
ASSET ALLOCATION DEI NOSTRI PORTAFOGLI IN GESTIONE	15
COME INVESTIRE	18

Sommario



CONTESTO MACROECONOMICO

I recenti dati economici indicano che le economie europea e americana stanno seguendo percorsi divergenti. Quella statunitense appare solida, con revisioni al rialzo della crescita del PIL e una forte creazione di posti di lavoro negli ultimi mesi. Il mercato del lavoro rimane solido, con un notevole calo del tasso di disoccupazione. Sebbene alcuni indicatori suggeriscano che i dati sull'occupazione potrebbero essere leggermente sovrastimati, la tendenza generale indica una sostanziale stabilità piuttosto che una significativa flessione. L'Eurozona ha invece registrato un rallentamento economico inatteso, con segnali di crescita più deboli che emergono da vari settori. L'inflazione complessiva si sta attenuando su entrambe le sponde dell'Atlantico, ma l'inflazione core – che esclude i generi alimentari e l'energia – mostra segnali di maggiore persistenza, indice di pressioni che continuano a mettere a dura prova entrambe le economie.



BANCHE CENTRALI

In risposta a questi sviluppi economici, la Federal Reserve (Fed) e la Banca Centrale Europea (BCE) stanno modificando la loro politica monetaria. Negli Stati Uniti il mercato ha modificato le aspettative sui tagli dei tassi d'interesse, prevedendo riduzioni graduali nei prossimi mesi per effetto di dati economici più forti del previsto. Il verbale dell'ultima riunione della Fed ha rivelato opinioni diverse all'interno del comitato direttivo riguardo al ritmo dell'allentamento monetario, orientate ad un approccio più cauto nella normalizzazione dei tassi. Allo stesso tempo la BCE, alla luce delle previsioni più deboli di crescita e inflazione, ha agito con decisione in risposta alle sfide economiche dell'Eurozona, abbassando i tassi di interesse. L'istituto di Francoforte ha sottolineato l'importanza di affrontare i rischi di contrazione per l'attività economica con un atteggiamento proattivo a sostegno dell'economia. Infine, la banca centrale cinese ha attuato una serie di misure di allentamento monetario per sostenere la ripresa economica, tra cui tagli dei tassi di interesse e riduzione dei requisiti di riserva obbligatoria. Queste azioni mirano a sostenere la domanda interna e a stabilizzare l'economia in un contesto di indicatori di crescita in calo e di sfide strutturali in corso.



MERCATI FINANZIARI

Nelle ultime settimane i mercati finanziari hanno reagito all'evoluzione del panorama economico e alle decisioni delle banche centrali. Negli Stati Uniti, i solidi dati sull'occupazione e le aspettative ottimistiche sugli utili societari hanno contribuito a creare un sentiment positivo tra gli investitori, determinando una forte performance del mercato azionario. Anche l'attesa di ulteriori tagli dei tassi d'interesse da parte della Fed ha contribuito a creare un contesto favorevole per le azioni. L'Eurozona, invece, ha registrato reazioni contrastanti: l'allentamento monetario della BCE ha fornito un certo sostegno, ma l'incertezza della situazione economica ha attenuato l'entusiasmo. In Cina, le recenti misure di stimolo hanno innescato un rally dei titoli azionari, anche se permangono preoccupazioni sulla sostenibilità della crescita a causa di problemi strutturali.

Nei mercati del reddito fisso, le aspettative di continui tagli dei tassi di interesse hanno inizialmente portato a un calo dei rendimenti obbligazionari statunitensi, ma i solidi dati sul mercato del lavoro hanno determinato un successivo rialzo della curva. Al contrario, in Eurozona i rendimenti sono scesi leggermente, mostrando una certa divergenza rispetto ai movimenti dei tassi americani a causa delle differenti sfide economiche della regione.

Nel complesso, sia i mercati azionari che obbligazionari riflettono un cauto ottimismo guidato dalle politiche di allentamento delle banche centrali, ma si profila una potenziale fase di maggiore volatilità, influenzata dalle prossime relazioni sugli utili, dalle tensioni geopolitiche e dalle diverse traiettorie di ripresa delle principali economie del pianeta.



La lettera dei CIO

Il 2024 si avvia al termine e finora si è rivelato sensibilmente diverso da come molti investitori se lo aspettavano alla fine dello scorso anno. All'epoca, le discussioni si concentravano perlopiù sui rischi di recessione negli Stati Uniti, mentre le aspettative riguardo all'economia europea erano orientate a una ripresa moderata dopo un prolungato periodo di stagnazione. Un anno fa, ad esempio, circa un quinto degli istituti di ricerca globali prevedeva una **recessione tecnica**¹ negli Stati Uniti nel 2024, mentre non si aspettava dati di crescita negativi per l'Europa, ma la traiettoria economica che si è delineata è stata diversa dal previsto: l'economia statunitense si è dimostrata sorprendentemente solida, mentre la fase di debolezza europea prosegue tuttora.

Tale andamento si può riscontrare nella performance dei mercati obbligazionari globali quest'anno. All'inizio dell'anno i timori di recessione negli Stati Uniti si manifestavano, tra l'altro, nelle speranze degli investitori di tagli rapidi e significativi dei tassi di interesse da parte della Federal Reserve (Fed). Ciò ha innescato un rally a inizio anno, in particolare per i titoli di Stato statunitensi. I forti dati sul mercato del lavoro statunitense hanno, però, annullato le speranze di tagli rapidi e sostanziali dei tassi di interesse, portando di conseguenza a significative perdite dei prezzi obbligazionari che si sono protratte fino alla prima parte dell'estate. I prezzi delle obbligazioni si sono ripresi solo quando le prime grandi banche centrali occidentali hanno avviato il ciclo di allentamento monetario.

Al contrario, i mercati azionari hanno registrato aumenti dei prezzi consistenti, in particolare negli Stati Uniti: un andamento che soprattutto i pessimisti non si sarebbero aspettati. I mercati azionari non solo si sono dimostrati sorprendentemente robusti di fronte ai timori di recessione, ma anche di fronte a diversi fattori di rischio geopolitici, quali la guerra in Medio Oriente o quella tra Russia e Ucraina. Un anno fa, ad esempio, difficilmente la recente escalation in Medio Oriente sarebbe stata compatibile con una performance a due cifre degli indici azionari europei e statunitensi e con un **prezzo del petrolio ben al di sotto di USD80**² (si veda la tabella a fine documento).

Per quanto riguarda il "rischio elettorale", a cui si fa spesso riferimento, il super anno elettorale 2024 ha già offerto molto: nuove elezioni dell'Assemblea nazionale francese e una crisi politica in Francia dopo le elezioni europee (che hanno portato a una difficile maggioranza nel parlamento francese), le tre elezioni regionali nei Land tedeschi orientali (con la formazione di un governo ancora incerta), la rielezione del primo ministro indiano Narendra Modi (nelle più grandi elezioni democratiche al mondo) e le recenti elezioni del Consiglio nazionale in Austria (che hanno visto il partito populista euro-scettico di destra FPÖ emergere come il partito più forte). Tuttavia, l'evento politico più importante dell'anno, che avrà probabilmente anche le implicazioni di più vasta portata per i mercati, deve ancora arrivare: le elezioni presidenziali negli Stati Uniti, che terranno con il fiato sospeso almeno fino al giorno del voto. Inoltre, non pochi osservatori politici ritengono che tale situazione proseguirà nei giorni e nelle settimane successive alle elezioni. Di recente, le possibilità di vittoria dell'ex presidente Donald Trump sono tornate ad aumentare, il che si riflette anche nei recenti apprezzamenti delle azioni che potrebbero presumibilmente beneficiare dei suoi progetti politici: le società energetiche tradizionali, i titoli finanziari e i titoli della sanità, che trarrebbero probabilmente beneficio dall'agenda politica di deregolamentazione di Trump. Gli effetti a medio e lungo termine di un'eventuale seconda presidenza Trump rimangono incerti. È difficile prevedere a quali dei progetti politici promessi Trump darebbe effettivamente corso in caso di vittoria elettorale – e per quali sarebbe in grado di organizzare una maggioranza parlamentare.

¹In Europa una recessione tecnica è spesso definita come un minimo di due trimestri consecutivi di crescita negativa del PIL reale.

²La resilienza dei mercati rispetto alla guerra in Medio Oriente è analizzata più in dettaglio nella sezione In evidenza della presente pubblicazione.

Potrebbero essere iniziative che i mercati accoglierebbero con favore, come i tagli fiscali. Tuttavia, altre misure potrebbero causare turbolenze, come la possibilità di basare il bilancio governativo meno sulla tassazione e più sugli incassi dei dazi. Un cambiamento di sistema così drastico, la cui realizzazione sembra poco realistica, potrebbe causare danni considerevoli alla struttura del commercio internazionale.

Finora, tutti i fattori di rischio citati, compresi quelli che si sono concretizzati almeno in parte, come la guerra in Medio Oriente, non sono riusciti a offuscare il tono positivo dei mercati dei capitali. Il motivo risiede non solo nella prospettiva di (ulteriori) tagli sostanziali dei tassi di interesse, che dovrebbero sostenere l'attività economica e i mercati finanziari globali, ma anche nella fiducia che il cosiddetto **“soft landing”**³ dell'economia statunitense stia sempre più emergendo come lo scenario più probabile. Nonostante tutti gli elementi sfavorevoli, la prospettiva di una crescita economica robusta e, di conseguenza, di un aumento degli utili societari sta sostenendo i mercati. Per quanto riguarda il boom dell'intelligenza artificiale (IA), al momento non ci sono segnali di esagerazioni sistemiche o di un'imminente battuta d'arresto. Tuttavia, è anche evidente che la trasformazione innescata dall'IA produrrà sia vincitori che vinti. Nella fase successiva, l'attenzione non si concentrerà solo sui produttori di hardware e software direttamente interessati dall'IA (ossia le aziende che offrono chip e algoritmi di IA), ma anche su quali modelli di business e aziende trarranno vantaggio dall'uso della tecnologia IA da un lato e quali rischiano di diventare obsoleti dall'altro. Gli investitori dovrebbero pertanto restare vigili.

Nel complesso, il contesto di mercato rimane costruttivo grazie all'inflazione che tende verso l'obiettivo del 2% delle banche centrali, al calo dei tassi di interesse, alla tenuta dei mercati del lavoro su entrambe le sponde dell'Atlantico e alla solida economia statunitense come motore della crescita globale. La domanda di azioni, in particolare di quelle statunitensi, dovrebbe rimanere intatta nei prossimi mesi, mentre sul fronte obbligazionario resta centrale l'esito delle elezioni americane. Anche se l'economia statunitense è in buona forma, gli investitori sbaglierebbero a trascurare l'importanza della diversificazione del rischio. Le valutazioni delle azioni statunitensi sono, inoltre, relativamente elevate sia nel confronto internazionale che in prospettiva storica. Continuiamo quindi a privilegiare un posizionamento neutrale sul comparto azionario, ma positivo su quello obbligazionario. Gli elevati tassi d'interesse del mercato dei capitali rispetto agli ultimi cinque-dieci anni hanno una conseguenza positiva per gli investitori, ovvero il fatto che bilanciare il profilo di rischio del portafoglio con titoli a reddito fisso può ora portare rendimenti maggiori. Tuttavia, in cambio si deve accettare il rischio di una duration leggermente superiore. Negli ultimi trimestri i depositi a termine hanno prodotto interessi superiori alle aspettative di inflazione a lungo termine, ma questa fase probabilmente si concluderà nei prossimi mesi. I titoli a lunga scadenza sono quindi sempre più al centro dell'attenzione, anche perché in grado di offrire copertura contro possibili rischi economici.

³Un “soft landing”, o atterraggio morbido, descrive una fase in cui la crescita economica rallenta ma l'economia non entra in recessione. All'opposto, un “hard landing”, delinea invece un improvviso e brusco rallentamento dell'economia, che di solito conduce a una recessione.

MANUELA D'ONOFRIO, *Head of Group Investment Strategy, UniCredit SpA*
PHILIP GISDAKIS, *Chief Investment Officer Germany, UniCredit Bank GmbH (HypoVereinsbank)*
ALESSANDRO CAVIGLIA, *Chief Investment Officer Italy, UniCredit SpA*
OLIVER PRINZ, *Chief Investment Officer Austria, UniCredit Bank Austria AG and Schoellerbank AG*

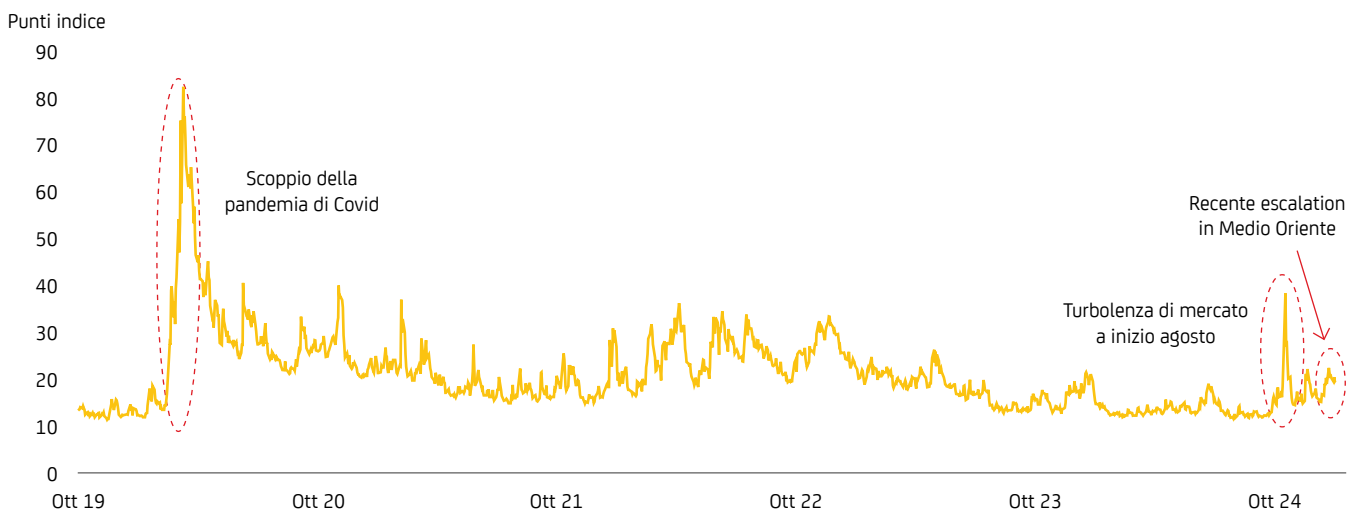
In evidenza

La spirale dell'escalation nel conflitto in Medio Oriente – Come stanno resistendo i mercati finanziari alla tempesta geopolitica?

Il 7 ottobre 2023 l'organizzazione terroristica islamica radicale Hamas ha ucciso centinaia di uomini, donne e bambini in Israele, spingendo il Medio Oriente in una grave crisi. A un anno circa da quell'attacco il conflitto è entrato in una nuova fase di escalation e si è allargato anche a Libano e Iran, alimentando timori di uno scontro diretto più esteso tra Israele e Iran. Mentre l'amministrazione del presidente degli Stati Uniti Joe Biden ha ripetutamente chiesto una de-escalation, i mercati finanziari globali si mantengono sorprendentemente calmi alla luce degli ultimi sviluppi: l'indice VIX⁴ è salito di recente, ma il confronto storico mostra che resta a un livello moderato attorno a quota 20, ampiamente al di sotto del picco toccato dopo lo scoppio della pandemia di COVID e anche al di sotto del valore rilevato nel periodo di turbolenza di mercato registrato a inizio agosto di quest'anno (vedi grafico 1). Abbiamo analizzato il contesto e spiegato quali sviluppi potrebbero portare ad una fase risk-off dei mercati.

⁴L'indice VIX misura la volatilità implicita (cioè derivata dalle opzioni su azioni) dell'indice S&P 500 e corrisponde teoricamente al livello generale dell'incertezza percepita.

1. L'INDICE VIX RESTA A UN LIVELLO MODERATO



Nota: Le performance passate, le simulazioni e le previsioni non sono indicatori affidabili delle performance future. Gli indici non possono essere acquistati e, quindi, non includono costi. Quando si investe in titoli, si sostengono costi che ne riducono la performance. Quando si investe in valute estere, il rendimento può aumentare o diminuire anche a causa delle oscillazioni valutarie.

Fonte: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy, Periodo di osservazione: 15.10.2019-15.10.2024

IL CONFLITTO IN MEDIO ORIENTE MUOVE IL MERCATO PETROLIFERO: IL PREZZO DEL PETROLIO BALZA TEMPORANEAMENTE

Fino a inizio ottobre il mercato petrolifero aveva perlopiù ignorato le crescenti tensioni in Medio Oriente. Negli ultimi mesi, nel contesto di indebolimento della domanda in Cina e dei segnali di rallentamento economico negli Stati Uniti, i prezzi del petrolio sono diminuiti. Dopo essere sceso significativamente nel terzo trimestre, segnando temporaneamente a settembre il livello più basso da quasi tre anni, il prezzo del petrolio Brent è aumentato di quasi il 10% a inizio ottobre in seguito all'attacco missilistico dell'Iran contro Israele (vedi grafico 2). Sebbene sia stato l'aumento maggiore dal gennaio 2023 (su base settimanale), i movimenti appaiono in generale ancora moderati: i prezzi del petrolio sono saliti, ma partendo da un livello basso.

Alla luce dell'intensificarsi del conflitto è probabile che la volatilità prosegua, ma non prevediamo un'esplosione dei prezzi, a condizione che non si verifichi una massiccia escalation delle tensioni e l'offerta di petrolio resti sostanzialmente invariata.

2. I PREZZI DEL PETROLIO AUMENTANO SOLO MODERATAMENTE IN UN CONTESTO DI LUNGO PERIODO

Prezzo del petrolio (barile Brent, in USD)



Nota: Le performance passate, le simulazioni e le previsioni non sono indicatori affidabili delle performance future. Gli indici non possono essere acquistati e, quindi, non includono costi. Quando si investe in valute o materie prime, i costi sostenuti per acquisto e custodia non vengono presi in considerazione. Quando si investe in valute estere, il rendimento può aumentare o diminuire anche a causa delle fluttuazioni valutarie.

Fonte: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy, Periodo di osservazione: 15 ottobre 2019 – 15 ottobre 2024

Mentre alcuni **Paesi dell'OPEC+**⁵, tra i quali l'Arabia Saudita, la nazione leader dell'OPEC e il maggiore esportatore di petrolio al mondo, stanno attualmente valutando misure per allentare le restrizioni alla produzione, diversi altri fattori che non erano presenti nella forma attuale nelle crisi precedenti dovrebbero contribuire a frenare l'aumento dei prezzi petroliferi. Ad esempio, dopo due anni di continui tagli alla produzione, i produttori dell'OPEC+ dispongono di una notevole capacità di riserva (oltre cinque milioni di barili al giorno), che potrebbe essere riattivata in caso di interruzione delle forniture iraniane. Inoltre, anche l'Occidente dispone di riserve petrolifere strategiche che potrebbero contribuire a stabilizzare i prezzi. Infine le riserve di shale oil (petrolio di scisto) negli Stati Uniti offrono un buffer addizionale, in quanto le società di trivellazione vi presenti sono teoricamente in grado di espandere rapidamente i loro volumi di produzione.

⁵L'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio Plus (OPEC+) è una libera associazione costituita dai 12 paesi membri dell'OPEC e da 10 nazioni esportatrici di petrolio (inclusa la Russia).

IL TALLONE D'ACHILLE RESTA IL TRANSITO DI COMBUSTIBILI FOSSILI ATTRAVERSO LO STRETTO DI HORMUZ

Un'interruzione delle forniture dirette dall'Iran avrebbe presumibilmente un impatto gestibile sul mercato petrolifero globale. Questo perché l'importanza dell'Iran⁶, che esporta circa 1,5 milioni di barili al giorno (secondo i calcoli di Vortexa, società di analisi specializzata nel settore energetico), è ridotta in rapporto al mercato petrolifero complessivo. Inoltre nei confronti del Paese sono ancora in vigore molte sanzioni. Il timore maggiore è che un attacco di Israele all'industria petrolifera iraniana possa dare avvio a un grave conflitto diretto tra i due Paesi e avere un impatto negativo sul transito di combustibili fossili attraverso lo stretto di Hormuz. Lo stretto collega il Golfo Persico con l'Oceano Indiano ed è una delle più importanti rotte marittime per il trasporto di petrolio greggio, prodotti petroliferi e gas naturale liquefatto (GNL). Quasi un terzo del petrolio trasportato via mare passa attraverso questo collo di bottiglia. In passato l'Iran ha minacciato diverse volte di bloccare la rotta, ma ciò non si è mai concretizzato. L'interruzione di questa importante via di trasporto potrebbe causare un aumento significativo dei prezzi del petrolio e spingerli addirittura a nuovi massimi storici, poiché **le rotte alternative sono limitate**⁷.

⁶Ultimamente l'Iran ha prodotto quasi quattro milioni di barili al giorno, circa il 4% della produzione globale. Inoltre, il Paese pare aver trovato anche il modo di esportare il suo petrolio greggio in Cina.

In vista dell'inverno imminente nell'emisfero settentrionale e del conseguente aumento della domanda, uno scenario di questo tipo sarebbe problematico anche per i mercati globali del gas. Le esportazioni di GNL del Qatar rappresentano oltre il 20% del commercio globale di GNL e, con il Qatar che prevede di espandere significativamente la sua capacità di GNL a oltre 170 miliardi di metri cubi entro il 2027, è probabile che lo Stretto di Hormuz diventi ancora più importante per i flussi di GNL. Lo sviluppo delle corrispondenti capacità ha inoltre reso il Medio Oriente più importante come fornitore di prodotti raffinati, in particolare per l'Europa. L'Unione europea (UE) dipende più che in passato dalle forniture di GNL e di prodotti petroliferi raffinati provenienti dalla regione, anche a causa delle sue sanzioni contro la Russia.

⁷In certa misura l'oleodotto Est-Ovest (Abqaiq-Yanbu) che attraversa la penisola arabica e l'oleodotto di Abu Dhabi rappresentano alternative per l'Arabia Saudita e gli Emirati Arabi Uniti.

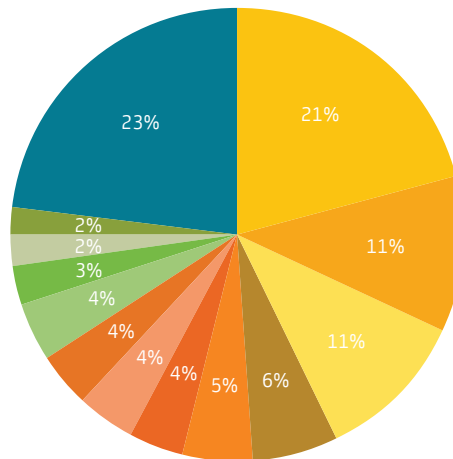
I MERCATI PETROLIFERI HANNO «IMPARATO» A GESTIRE LE CRISI GEOPOLITICHE

Pur non potendo negare i rischi, i mercati petroliferi hanno apparentemente «imparato» ad affrontare le crisi geopolitiche in un modo che sembrava impensabile solo alcuni anni fa, quando i timori di una potenziale escalation nel solo Medio Oriente fecero esplodere i prezzi del petrolio. La probabilità di una nuova crisi petrolifera, paragonabile allo shock dei prezzi petroliferi del 1973, sembra oggi molto più bassa. Ciò è dovuto anche ai cambiamenti avvenuti sul versante dell'offerta. Ad esempio, in parte grazie a nuovi metodi di fracking, gli Stati Uniti sono diventati di gran lunga il maggior produttore mondiale (vedi grafico 3) e sono in buona parte autosufficienti dal punto di vista energetico.

3. STATI UNITI NETTAMENTE IL MAGGIORE PRODUTTORE DI PETROLIO AL MONDO

Produzione globale: 102 milioni barili/giorno (2023)

- Stati Uniti
- Arabia Saudita
- Russia
- Canada
- Cina
- Iraq
- Brasile
- Emirati Arabi Uniti
- Iran
- Kuwait
- Messico
- Norvegia
- Altri



Fonte: EIA, UniCredit Group Investment Strategy

Inoltre, pur essendo ancora in crescita, la domanda globale di petrolio sta rallentando. L'Energy Information Administration (EIA) degli Stati Uniti, ad esempio, ha recentemente abbassato le sue **previsioni per il prezzo del greggio**⁸ per quest'anno e per il prossimo rispettivamente a 81 USD e 78 USD al barile di Brent. L'agenzia motiva tali revisioni con i timori per le prospettive economiche globali, in particolare a causa del perdurare della debolezza della domanda da parte della Cina, che compenserebbero ampiamente le incertezze relative all'offerta a breve termine derivanti dai rischi geopolitici in Medio Oriente. A metà ottobre l'OPEC ha tagliato le sue previsioni per la domanda di petrolio per l'anno in corso e per il prossimo per la terza volta consecutiva. A lungo termine l'EIA stima che prima del 2030 la domanda di combustibili fossili avrà raggiunto il picco e che la **domanda globale di petrolio si sarà stabilizzata a un massimo di poco meno di 106 milioni di barili al giorno**⁹ (dai circa 103 milioni di barili di quest'anno). L'EIA prevede inoltre che le capacità di produzione globale cresceranno decisamente più in fretta della domanda e la supereranno di circa 8 milioni di barili al giorno entro il 2030. Ciò comporterebbe una forte pressione al ribasso sul prezzo del petrolio. Secondo l'EIA, anche la trasformazione dei sistemi energetici in tutto il mondo, comprese l'espansione dell'elettromobilità e la rapida crescita delle energie rinnovabili, sta contribuendo a questo andamento.

⁸Link: https://www.eia.gov/outlooks/steo/pdf/steo_full.pdf

⁹Link: <https://iea.blob.core.windows.net/assets/493a4f1b-c0a8-4bfc-be7b-b9c0761a3e5e/Oil2024.pdf>

VALUTAZIONE DELL'IMPATTO DELLA SITUAZIONE ATTUALE SULLA STRATEGIA DI INVESTIMENTO

Per quanto riguarda i mercati finanziari globali, la portata di un eventuale passaggio ad una modalità **risk-off indotto dal conflitto in Medio Oriente**¹⁰ dipenderà soprattutto dall'eventuale ulteriore deterioramento della situazione e dall'entità di tale deterioramento. Mentre un accordo di cessate il fuoco e uno scambio di prigionieri tra Israele e Hamas (scenario migliore) sembrano attualmente ben lungi dall'avverarsi, non ci aspettiamo una guerra a tutto campo tra Israele e Iran (scenario peggiore). Nel nostro scenario di base, in cui le forniture di energia dal Medio Oriente dovrebbero essere garantite senza interruzioni di rilievo, i mercati finanziari globali dovrebbero continuare a guardare alla regione con un certo grado di compostezza. A questo proposito, aggiustamenti sostanziali alla nostra Asset Allocation in risposta agli sviluppi in Medio Oriente non sembrano al momento opportuni.

¹⁰Quando gli operatori di mercato non sono propensi a rischiare e preferiscono investimenti sicuri, si parla di clima «risk-off». In un contesto di avversione al rischio, gli investitori spesso ritirano il loro denaro dagli investimenti maggiormente a rischio e investono in investimenti sicuri, quali titoli di Stato o oro. Se, invece, gli attori di mercato mostrano una propensione al rischio più elevata e investono in attività caratterizzate da rischio maggiore, si parla di clima «risk-on». In un clima «risk-on», gli investitori tendono a investire in azioni, materie prime e valute dei mercati emergenti.

Ad ogni modo, l'impatto delle crisi geopolitiche sulla performance a lungo termine di un portafoglio ben bilanciato adeguatamente diversificato è controverso: uno **studio di Blackrock, il più grande gestore patrimoniale al mondo**¹¹, ad esempio, conclude che la reazione del mercato agli shock geopolitici è (in media) gestibile e generalmente di breve durata. Osserviamo che i rischi geopolitici producono un impatto significativo sui prezzi degli asset solo quando hanno un effetto duraturo sulle prospettive di crescita o di inflazione. Grazie alla narrativa ancora intatta di un "soft landing" negli Stati Uniti, accompagnato dalla prospettiva di ulteriori tagli dei tassi di interesse e da solide aspettative sugli utili del 2025 e del 2026, gli investimenti a maggior rischio (quali le azioni) rimangono attualmente ben supportati.

Tuttavia, nelle prossime settimane è possibile una maggiore volatilità del mercato (non solo a causa della crisi in Medio Oriente, ma anche nel contesto delle elezioni presidenziali statunitensi del 5 novembre). In caso di grave escalation del conflitto in Medio Oriente, appare inevitabile una correzione più marcata dei prezzi degli investimenti maggiormente rischiosi, che di recente hanno segnato nuovi massimi, soprattutto in quanto interruzioni più rilevanti nello Stretto di Hormuz potrebbero minare la fiducia dei consumatori e degli investitori e alimentare timori di inflazione e recessione. Secondo i calcoli del Fondo monetario internazionale (FMI), un aumento permanente del prezzo del petrolio del 15% produrrebbe un temporaneo rialzo del tasso di inflazione globale di 0,7 punti percentuali (p.p.). L'FMI vede inoltre il rischio di ripercussioni economiche significative per la regione e per l'economia globale, senza quantificarne il potenziale impatto. Ciò complicherebbe anche il compito delle banche centrali, che non possono contemporaneamente combattere l'inflazione e sostenere l'economia.

Ai fini di copertura del portafoglio, in caso di un'ulteriore escalation, appare opportuno considerare investimenti in titoli energetici al di fuori del Medio Oriente, che dovrebbero eventualmente beneficiare dell'interruzione della produzione o del trasporto di petrolio dal Medio Oriente. Anche l'oro può essere utile nella costruzione del portafoglio, sebbene possa essere sempre meno qualificabile come «beni rifugio»¹² e sembri aver perso parte della sua efficacia come copertura dai rischi geopolitici. Piuttosto, è probabile che l'oro trarrà beneficio da ulteriori tagli dei tassi di interesse, e quindi dal calo dei rendimenti, nonché dalla robusta domanda da parte delle banche centrali (sebbene recentemente attenuata) e dal crescente interesse da parte degli investitori.

¹¹Link: <https://www.blackrock.com/us/individual/literature/whitepaper/bii-gauging-geopolitics-june-2019.pdf>

¹²Gli investimenti in «beni rifugio» generalmente mantengono il loro valore o addirittura aumentano di valore quando il mercato crolla. Il minor rischio dei beni rifugio, che tradizionalmente includono oro, titoli di Stato, azioni difensive e liquidità, si accompagna di solito a rendimenti potenziali più bassi.

Macro & Markets

L'economia USA è solida, ma aumentano i rischi per la crescita nell'Eurozona

STATI UNITI: LE REVISIONI DEI DATI INDICANO UN'ECONOMIA ROBUSTA

Gli ultimi dati economici segnalano che l'economia statunitense resta solida. Non solo la crescita del PIL degli ultimi due anni è stata rivista al rialzo, mostrando che l'economia statunitense è cresciuta più di quanto molti si aspettassero, ma gli ultimi dati sull'occupazione indicano anche che il mercato del lavoro statunitense rimane solido (vedi grafico 4). Ad esempio, a settembre sono stati creati 254.000 nuovi posti di lavoro, più che in qualsiasi momento da marzo e significativamente più di quanto previsto dagli analisti (150.000 in media). Anche il tasso di disoccupazione è sceso per il secondo mese consecutivo ed è tornato poco sopra il 4%. Sebbene vi siano indicazioni statistiche secondo le quali i dati sull'occupazione a settembre potrebbero essere stati in qualche misura troppo elevati, essi non forniscono alcuna prova di una brusca flessione della situazione economica. Se consideriamo l'andamento dell'occupazione nel lungo periodo, esso continua a mostrare un indebolimento, e quindi un trend di normalizzazione, il che supporta la nostra ipotesi di un **"soft landing"**¹³ dell'economia. Il rallentamento dello slancio è evidente anche sul fronte dell'inflazione. Il tasso complessivo è sceso per il sesto mese consecutivo a settembre 2024 al 2,4% su base annua (dal 2,5% di agosto), il livello più basso da febbraio 2021. La flessione è dovuta principalmente alla flessione dei prezzi dell'energia (-6,8% rispetto al -4% di agosto). Per contro, l'inflazione su base annua dell'indice core (tasso complessivo al netto delle componenti volatili dell'energia e dei generi alimentari) è aumentata al 3,3% dopo il 3,2% dei due mesi precedenti, principalmente a causa del rallentamento del calo dei prezzi delle auto nuove e usate. Per contro, i prezzi degli affitti e dei servizi (esclusi gli affitti residenziali) sono aumentati in misura meno marcata, riducendo la pressione inflazionistica sottostante.

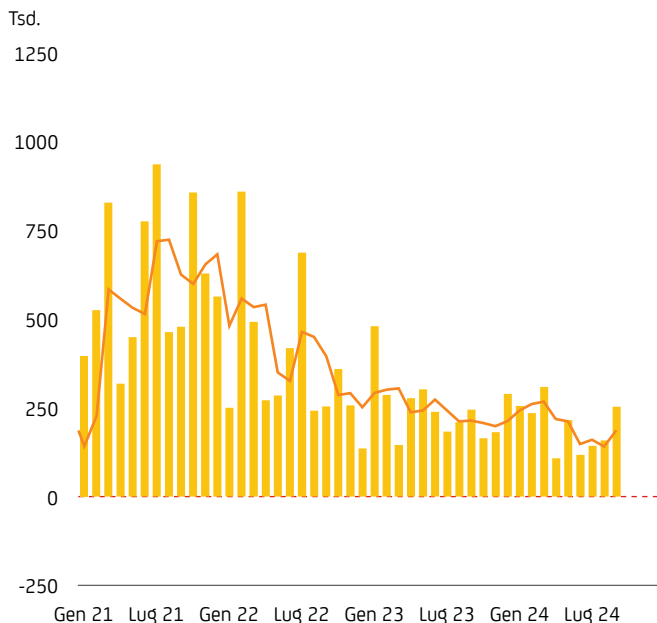
Poiché i mercati ritengono che il problema dell'inflazione sia in gran parte scongiurato, l'attenzione ora è concentrata principalmente sulla crescita. In questo contesto, i recenti dati economici statunitensi, migliori del previsto, hanno spinto i mercati a scontare un ritmo più graduale dei tagli dei tassi d'interesse da parte della Federal Reserve (Fed) (si veda il grafico 4). Mentre il mercato prevedeva tre tagli dei tassi di interesse entro la fine del 2024 (per un totale di 75 punti base) prima della pubblicazione dei dati sul mercato del lavoro statunitense, ora si aspetta un taglio dei tassi di 25 punti base per ciascuna delle riunioni di novembre e dicembre (ovvero 50 punti base di tagli dei tassi entro la fine del 2024). Tale trend proseguirà nel 2025, a cominciare dal taglio di 25 punti base previsto nel primo trimestre. La ricalibratura del percorso dei tassi di interesse è stata supportata anche dalla pubblicazione dei verbali della riunione della Fed di settembre, che riportano la controversa discussione riguardo alle misure di allentamento varate. In occasione del taglio del tasso di interesse di riferimento a settembre, alcuni membri della Fed avrebbero preferito un allentamento meno marcato della politica monetaria. Secondo i verbali, diversi membri della Fed hanno osservato che un taglio di 25 punti base (anziché quello di 50 punti base poi deciso) sarebbe stato più coerente con una graduale normalizzazione dei tassi, dando ai responsabili della politica monetaria il tempo di valutare il grado di inasprimento monetario alla luce degli sviluppi economici. Crediamo che la Fed continuerà gradualmente il suo ciclo di tagli dei tassi di interesse, con due tagli dei tassi di 25 punti base entro la fine dell'anno, seguiti da altri cinque tagli dei tassi di 25 punti base entro la fine del 2025.

¹³Un soft landing, o atterraggio morbido, descrive una fase in cui la crescita economica rallenta ma l'economia non entra in recessione. Per hard landing, invece, si intende un improvviso e brusco rallentamento dell'economia, che di solito conduce a una recessione.

4. MERCATO DEL LAVORO STATUNITENSE SORPRENDENTEMENTE SOLIDO A SETTEMBRE, I MERCATI ADEGUANO LE ASPETTATIVE SUI TASSI D'INTERESSE

MERCATO DEL LAVORO USA

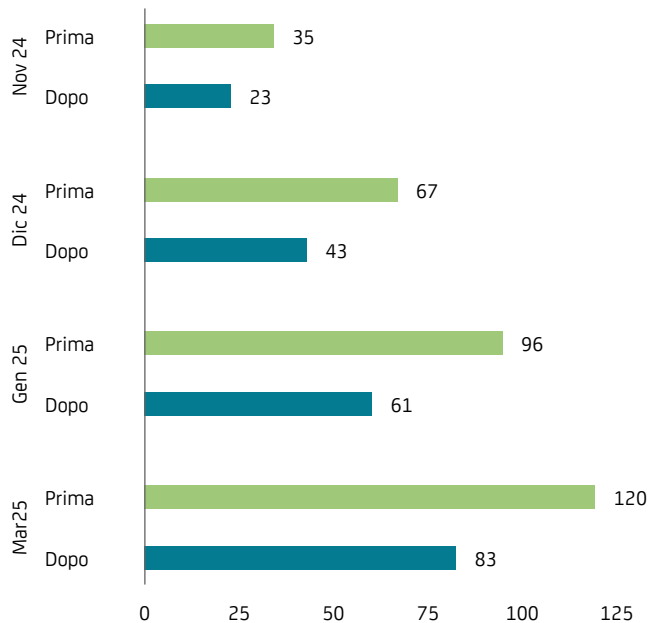
- Nuovi posti di lavoro (BLS), dopo revisione
- Nuovi posti di lavoro (BLS), dopo revisione (media mobile a 3 mesi)



Fonte: Bureau of Labor Statistics (BLS), Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

ASPETTATIVE DI MERCATO SUI TASSI DI INTERESSE

Aspettative di mercato per taglio tassi di interesse USA (in pb), prima e dopo la pubblicazione dati mercato del lavoro USA (04/10/2024)

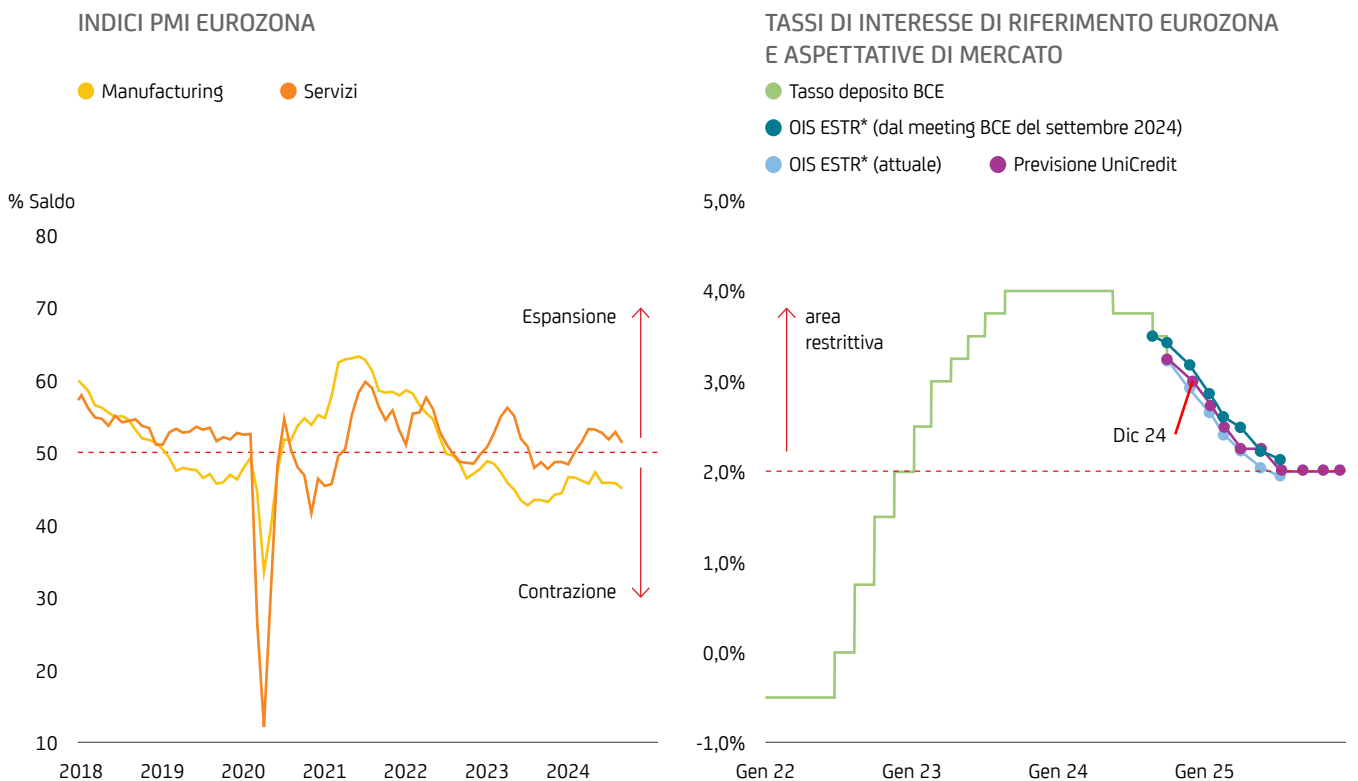


EUROZONA: LA BCE ABBASSA NUOVAMENTE I TASSI DI INTERESSE DI RIFERIMENTO A CAUSA DEI MAGGIORI RISCHI PER LA CRESCITA

La ripresa economica nell'Eurozona ha accusato un brusco rallentamento non previsto nel terzo trimestre. L'indice dei responsabili degli acquisti per il settore manifatturiero è sceso a 45 punti a settembre (rispetto a poco meno di 46 punti nel mese precedente), il livello più basso di quest'anno (si veda il grafico 5). Anche il corrispondente indice per il settore dei servizi è sceso ulteriormente, portandosi a un valore di poco superiore ai 51 punti (dopo i 53 punti circa nel mese precedente). Sebbene tale andamento continui a indicare una crescita moderata del settore, si tratta dell'espansione più debole degli ultimi sette mesi. Inoltre, il tasso di inflazione nell'Eurozona è diminuito. Il tasso complessivo è sceso all'1,7% su base annua a settembre (dopo il 2,2% di agosto), il livello più basso da aprile 2021 e al di sotto dell'obiettivo del 2% della Banca Centrale Europea (BCE). L'andamento dell'indice core, sceso al 2,7% (dal 2,8% del mese precedente), dovrebbe essere particolarmente positivo per la BCE, con il rallentamento dell'inflazione nei servizi (al 3,9% dopo il 4,1% del mese precedente).

Come previsto, nella riunione di ottobre la BCE ha abbassato di 25 punti base il tasso sui depositi per la terza volta quest'anno, portandolo al 3,25% (si veda il grafico 5). Le "colombe" del Consiglio direttivo della BCE erano da qualche tempo favorevoli a un ulteriore taglio dei tassi di interesse. La decisione non si è basata solo sulla valutazione aggiornata delle prospettive di inflazione. Oltre al rapporto sulla bassa inflazione di settembre, si è fatto particolare riferimento al recente indebolimento degli indicatori anticipatori, che stanno pesando sulle prospettive economiche. Quest'ultimo aspetto, in particolare, è stato discusso anche durante la conferenza stampa: la Presidente della BCE, Lagarde, ha sottolineato con chiarezza i rischi al ribasso per la crescita emersi di recente. Riferendosi agli indicatori anticipatori più recenti (in particolare gli indici dei responsabili degli acquisti), ha osservato che l'attività economica è stata più debole del previsto. In particolare, ha sottolineato che la crescita dei consumi privati è stata inferiore alle aspettative e che i rischi al ribasso per la crescita dell'occupazione sono aumentati. Queste dichiarazioni rafforzano la nostra opinione secondo cui la BCE proseguirà gradualmente il suo ciclo di allentamento e ridurrà ulteriormente i tassi di interesse nelle riunioni del prossimo anno, con un tasso sui depositi che probabilmente raggiungerà un livello finale del 2% a settembre 2025.

5. I RISCHI PER LA CRESCITA NELL'EUROZONA SONO IN AUMENTO, LA BCE VARA LA PROSSIMA MOSSA DEI TASSI DI INTERESSE PREVISTA



*Un overnight index swap (OIS) è un interest rate swap in cui un tasso d'interesse fisso viene scambiato con un tasso d'interesse variabile, dove il tasso d'interesse variabile si riferisce a un indice overnight (in questo caso il tasso a breve termine dell'area euro, ESTR).
Fonte: S&P Global, BCE, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

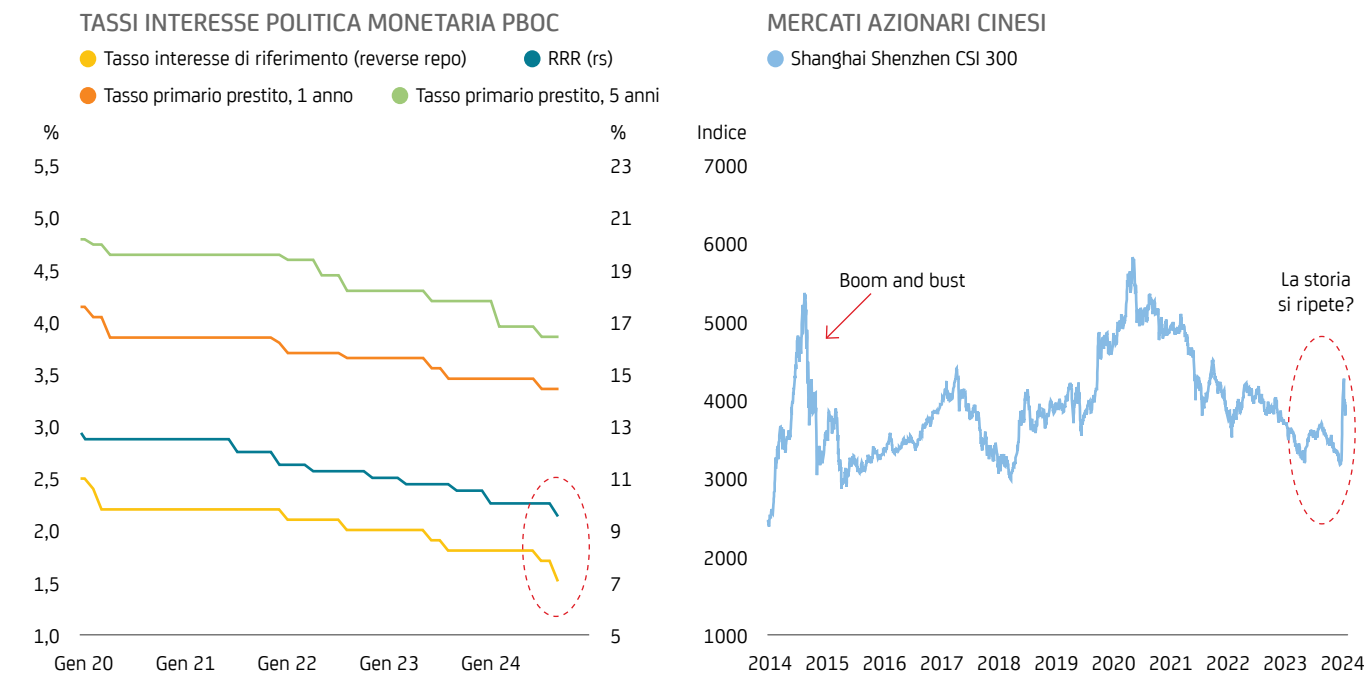
CINA: LA RIPRESA ECONOMICA CONTINUA A PERDERE SLANCIO NEL TERZO TRIMESTRE

Secondo gli ultimi dati sulla crescita, l'economia cinese è cresciuta del 6,4% nel terzo trimestre rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente, con un incremento maggiore del previsto, ma inferiore a quelli degli ultimi sei trimestri. Anche l'inflazione è rimasta sostanzialmente stabile a settembre allo 0,4% (dopo lo 0,6% del mese precedente) per i prezzi al consumo e a -2,8% (dopo -1,8% del mese precedente) per i prezzi alla produzione. La debolezza dell'inflazione sul fronte dei consumi indica, in particolare, il persistere di una crescita contenuta dell'economia nazionale, anche se i consumi privati hanno di recente riacquisito un certo slancio. I sussidi statali per la modernizzazione dei beni di consumo durevoli e l'aumento di quelli per l'acquisto di automobili dovrebbero aver avuto un effetto di sostegno. Tuttavia, le prospettive economiche rimangono piuttosto modeste, in quanto gli indicatori anticipatori (ad esempio, gli indici dei responsabili degli acquisti) continuano a diminuire, il che significa che è improbabile che l'obiettivo di crescita del 5% che il governo si è prefissato venga raggiunto nel 2024. Sarà quindi importante vedere nelle prossime settimane quali ulteriori misure di stimolo il governo cinese varerà per stimolare ulteriormente la crescita.

Allo scopo di stabilizzare lo sviluppo economico, il governo di Pechino ha di recente annunciato una serie di misure di sostegno monetario e fiscale, ma senza fornire cifre specifiche. Si può presumere che ulteriori dettagli saranno annunciati dopo la riunione del Comitato permanente dell'Assemblea nazionale del popolo. Non è però stata ancora fissata la data della riunione. In termini di politica monetaria, la banca centrale cinese (PBoC) ha adottato una serie di misure nelle ultime settimane. Oltre ad abbassare l'attuale tasso di interesse sui mutui (di circa 50 punti base) e l'acconto per le seconde case (di 10 punti base) per sostenere il mercato immobiliare, la PBoC ha ridotto il coefficiente di riserva obbligatoria di 50 punti base (e ha annunciato un ulteriore taglio di 25-50 punti base entro la fine dell'anno) e il tasso di interesse di riferimento di 20 punti base (si veda il grafico 6). Inoltre, sono state annunciate nuove linee di credito per il riacquisto di azioni proprie (buy back) per un totale di 800 miliardi di renminbi. I dettagli esatti delle misure di sostegno fiscale non sono ancora stati annunciati, ma, a causa dell'elevato livello del debito pubblico, vediamo scarse possibilità di misure significative nel breve e medio termine e, quindi, solo un impulso limitato alla crescita. Si può ipotizzare che ci vorrà qualche tempo per identificare misure adeguate per superare i problemi strutturali della Cina (tra cui l'elevata sovrapproduzione nell'industria e nel settore delle costruzioni, nonché la debole domanda privata).

Inoltre, tali misure entreranno probabilmente in vigore solo dopo un certo periodo di tempo. Nel frattempo, i mercati azionari cinesi hanno reagito all'annuncio delle nuove misure con un significativo rally dei prezzi (si veda il grafico 6 e i nostri commenti nella sezione seguente).

6. LA CINA VARA ULTERIORI MISURE DI STIMOLO A SOSTEGNO DELL'ECONOMIA, I MERCATI AZIONARI NE BENEFICIANO



Nota: Le performance passate, le simulazioni e le previsioni non sono indicatori affidabili delle performance future. Gli indici non possono essere acquistati e, quindi, non includono costi. Quando si investe in titoli, si sostengono costi che ne riducono la performance. Quando si investe in valute estere, il rendimento può aumentare o diminuire anche a causa delle oscillazioni valutarie.

Fonte: PBoC, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

MERCATI FINANZIARI: GLI STIMOLI SPINGONO IL RALLY DELLE AZIONI CINESI, PREVISTO UN CONTESTO DI MERCATO COMPLESSIVAMENTE COSTRUTTIVO FINO A FINE ANNO

Il recente rally del mercato azionario in Cina, spinto dalle politiche varate per far fronte ai problemi economici strutturali del Paese, è molto simile all'andamento registrato nel 2014/15 (si veda il grafico 6 sopra). All'epoca, il mercato azionario cinese aveva registrato un rally ragguardevole ed era quasi raddoppiato da novembre 2014 prima del sensazionale crollo a giugno 2015. Allora come oggi, chiari segnali politici da parte dell'amministrazione centrale, l'elevata iniezione di liquidità al mercato e un sentiment positivo tra gli investitori erano stati i fattori chiave alla base del boom azionario, malgrado anche all'epoca l'economia reale cinese fosse in uno stato di debolezza (elevati livelli di debito e un modello di crescita sbilanciato su investimenti ed esportazioni).

Sebbene l'andamento ancora poco chiaro della politica economica in Cina sollevi interrogativi sulla redditività a medio termine degli investimenti in questa regione, non ci aspettiamo un crollo immediato come nel 2015. Non possiamo escludere che in termini tattici e di breve periodo la Cina mantenga un momentum positivo. Tuttavia, da un punto di vista strategico, il governo cinese deve presentare un programma politico coerente per affrontare i problemi strutturali. Tra questi figurano l'insufficiente domanda privata e i relativi rischi di deflazione, nonché l'eccesso di capacità produttiva nel settore immobiliare. Dato che non vediamo misure politiche ad ampio raggio per risolvere questi problemi, ci atteniamo alla nostra valutazione secondo cui ulteriori investimenti in Cina non sono molto interessanti nel medio termine.

Nel complesso, per i mercati finanziari globali le ultime settimane sono state caratterizzate da un tono prevalentemente positivo. Dopo che settembre, considerato uno dei mesi più difficili per i mercati azionari, è iniziato con un sentiment piuttosto negativo e con la giornata di scambi più debole dal sell-off di inizio agosto, gli investitori si sono concentrati sempre di più sulle decisioni di politica monetaria della Fed e della BCE. La narrativa di un "soft landing" per l'economia statunitense rimane intatta (sostenuta da dati economici inaspettatamente forti) e gli ultimi dati sull'inflazione dell'Eurozona e degli Stati Uniti avvalorano la prospettiva di un proseguimento del ciclo di graduale riduzione dei tassi di interesse.

Nel periodo di riferimento (dal 1° settembre al 18 ottobre), questa situazione eterogenea ha impresso una spinta positiva ai mercati azionari, con i mercati statunitensi, in particolare, che hanno registrato un'ottima performance. Oltre ai fondamentali palesemente più forti per l'economia statunitense, anche il consensus (mediana delle aspettative degli analisti) per le stime di utile delle società statunitensi nei prossimi 12 mesi è migliore rispetto all'Europa. Sullo sfondo del ciclo di riduzione dei tassi di interesse avviato dalla Fed e dalla BCE, del previsto "soft landing" dell'economia statunitense e di una graduale ripresa economica in Europa l'anno prossimo, il contesto costruttivo del mercato azionario dovrebbe proseguire negli ultimi due mesi dell'anno. Tuttavia, sono ancora possibili temporanee battute d'arresto, in particolare alla luce di potenziali sorprese durante la stagione in corso delle trimestrali, della maggiore incertezza riguardo alle elezioni presidenziali statunitensi e della crisi in Medio Oriente (si veda anche la sezione In evidenza).

Uno sguardo agli investimenti a reddito fisso mostra che a inizio settembre la volatilità ha portato a una corsa verso asset di qualità, mentre la prospettiva di (ulteriori) tagli dei tassi di interesse da parte delle principali banche centrali occidentali ha inizialmente provocato un calo dei rendimenti sui mercati obbligazionari. Tuttavia, l'aumento del tasso d'interesse neutrale a lungo termine da parte della Fed, nel quadro delle sue previsioni economiche a metà settembre, ha avviato un'inversione di tendenza e ha spinto i rendimenti a lungo termine nuovamente al rialzo. Per la prima volta da agosto il rendimento dei titoli di Stato statunitensi a 10 anni è risalito sopra la soglia del 4% e anche il rendimento delle obbligazioni a 2 anni si è temporaneamente portato al di sopra di questa soglia (si veda la tabella a fine documento). Ciò è dovuto principalmente ai dati sorprendentemente forti sul mercato del lavoro statunitense e alla temporanea aspettativa del mercato di uno scenario di "no landing" per l'economia statunitense. Gli investitori continuano a concentrarsi sulla normalizzazione della curva dei rendimenti: la curva dei Treasury statunitensi è diventata decisamente più ripida nelle ultime settimane. Alla luce del deterioramento del contesto economico nell'Eurozona, i rendimenti dei Bund sono stati in grado di sganciarsi in parte dal trend dei rendimenti negli Stati Uniti. I rendimenti dei Bund a 10 anni sono addirittura leggermente diminuiti nel periodo di riferimento e anche i rendimenti dei Bund a 2 anni hanno sostanzialmente seguito lo stesso trend al ribasso (si veda la tabella a fine documento).

Nelle ultime settimane l'escalation del conflitto in Medio Oriente ha avuto un forte impatto sul prezzo del petrolio, anche se il significativo aumento dei prezzi di ottobre è stato da allora in buona parte scorporato (si veda la tabella a fine documento, un'analisi dettagliata dell'andamento del prezzo del petrolio è disponibile nella sezione In evidenza). Il prezzo dell'oro è salito a un nuovo massimo storico di oltre 2.700 dollari per oncia troy alla data di riferimento (18 ottobre). Oltre alle incertezze per il conflitto in Medio Oriente e per le imminenti elezioni statunitensi, il recente calo del prezzo del petrolio ha probabilmente dato una spinta, in quanto ha attenuato i timori di un aumento più marcato dell'inflazione e alimentato le speranze che le banche centrali dispongano di ulteriore margine per abbassare i tassi d'interesse. Nel contesto sopra descritto (dati economici deboli in Eurozona ma robusti negli Stati Uniti), il recupero della moneta unica si è per il momento arrestato: l'euro è sceso nuovamente sotto la soglia di 1,10 dollari (si veda la tabella a fine documento).

Asset Allocation dei nostri portafogli in gestione

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

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

UniCredit Group Investment Strategy – Asset Allocation

AZIONI GLOBALI: NEUTRALI

Il contesto per l'azionario globale rimane favorevole: nonostante la politica monetaria ancora in territorio restrittivo e alcuni segnali di rallentamento, l'economia statunitense è ancora resistente e la tendenza ad una politica monetaria più accomodante da parte delle banche centrali dei paesi sviluppati si sta rafforzando. Nonostante alcune eccezioni, le aspettative di utili e ricavi non sono state finora disattese. Inoltre l'economia europea, sebbene più fragile, rimane in buona forma e la prospettiva di una politica monetaria meno restrittiva continua a fornire sostegno. Il quarto trimestre offre tradizionalmente una stagionalità positiva per le azioni. D'altro canto, in alcune aree le valutazioni sono relativamente elevate e il rischio geopolitico rimane significativo. Manteniamo pertanto una ponderazione neutrale per le azioni globali.

AZIONI EUROPA: NEUTRALI

Alcuni recenti dati macroeconomici indicano che il contesto economico dell'eurozona rimane fragile. Tuttavia, non ci aspettiamo un ulteriore forte calo dell'attività economica. Il mercato del lavoro resta solido, l'inflazione si sta raffreddando e la fiducia dei consumatori sta recuperando terreno. Tuttavia, il PMI manifatturiero rimane debole ed esposto al rischio di deterioramento del commercio globale. Le valutazioni ancora relativamente favorevoli rispetto ai titoli americani sostengono le azioni europee, che offrono di conseguenza buone opportunità per gli investitori orientati al valore e alla qualità. Nel complesso, riteniamo che le prospettive per il quarto trimestre rimangano costruttive e confermiamo una ponderazione neutrale sull'asset class.

AZIONI USA: NEUTRALI

La crescita economica statunitense sta indubbiamente perdendo slancio, ma rimane robusta. Continuiamo a ritenere che un "soft landing" dell'economia americana sia più probabile di un "hard landing". Il fatto che la Fed abbia avviato il ciclo di allentamento monetario, insieme ai suoi messaggi costruttivi sull'economia e sull'inflazione, dovrebbe sostenere i mercati azionari. Tuttavia, le valutazioni rimangono piuttosto elevate sia in termini storici che rispetto al resto del mondo. Nel complesso preferiamo mantenere una posizione neutrale sull'asset class.

AZIONI DEI MERCATI EMERGENTI: NEUTRALI

Rimaniamo strategicamente cauti sulle azioni dei mercati emergenti, soprattutto a causa delle incertezze sui titoli cinesi. Sebbene il mercato azionario cinese abbia registrato un'impennata alla fine di settembre, grazie agli stimoli del governo e della banca centrale cinese, permangono le preoccupazioni geopolitiche e i problemi strutturali dell'economia, legati soprattutto ai problemi del settore immobiliare e alla scarsa fiducia dei consumatori. Nel complesso, le valutazioni dei titoli azionari dei paesi emergenti appaiono relativamente favorevoli. Continuiamo a preferire una ponderazione neutrale e a sottolineare la necessità di un approccio selettivo agli EM per paese e settore.

AZIONI DEL PACIFICO (MERCATI SVILUPPATI): SOVRAPPESO

La fine dell'era dei tassi negativi e della politica di controllo della curva dei rendimenti da parte della Banca del Giappone (BoJ) ha implicazioni positive per lo yen. L'aumento degli utili societari e la riforma della Borsa di Tokyo stanno incrementando i prezzi delle azioni, incoraggiando ampi riacquisti di azioni. Sebbene le valutazioni non appaiano ancora costose, occorre tenere conto delle potenziali difficoltà per gli utili aziendali, derivanti da uno yen più forte e da alcuni segnali contrastanti da parte della BoJ. Nel complesso, rimaniamo sovrappesati sulle azioni del Pacifico.

MERCATI MONETARI: SOTTOPESO

La liquidità offre generalmente rendimenti interessanti, ma privilegiamo gli investimenti in strumenti di reddito fisso a più alto rendimento, come le obbligazioni societarie denominate in euro con un elevato rating creditizio, poiché continuiamo a prevedere un ulteriore calo dei tassi di interesse negli Stati Uniti e nell'Eurozona. Rimaniamo sottopeso in questo segmento d'investimento.

OBBLIGAZIONI GLOBALI: SOVRAPPESO

Alla luce dei rendimenti attuali e delle prospettive di allentamento della politica monetaria da parte delle principali banche centrali occidentali, le obbligazioni globali offrono rendimenti corretti per il rischio interessanti, sostenuti dalla disinflazione in corso e da una crescita economica in rallentamento, anche se resistente. Storicamente, un periodo di riduzione dei tassi rappresenta un momento interessante per gli investimenti a reddito fisso. Ribadiamo la nostra preferenza strategica per le obbligazioni di alta qualità, come i titoli governativi e corporate investment grade in euro. I titoli di Stato a lunga scadenza possono svolgere un prezioso ruolo di copertura, in caso di significativo rallentamento dell'economia (anche se questo non è il nostro scenario di base). Manteniamo quindi il nostro sovrappeso sulle obbligazioni globali.

TITOLI DI STATO EMU: NEUTRALI

I titoli di Stato in euro dovrebbero beneficiare del processo di disinflazione in corso, che sostiene il ciclo di allentamento monetario della BCE. Tuttavia, i futuri tagli sembrano già abbastanza prezzati all'attuale livello dei rendimenti e solo un ulteriore deterioramento delle prospettive economiche e dei dati sul mercato del lavoro potrebbe eventualmente tradursi in ulteriori guadagni per l'asset class. Manteniamo pertanto una view neutrale su questa asset class.

TITOLI DI STATO NON EMU: NEUTRALI

L'economia statunitense, ancora robusta, sostiene i titoli di Stato non EMU, anche se di recente i segnali di rallentamento si sono fatti più evidenti. La decisione della Fed di iniziare a ridurre i tassi di interesse ha favorito l'asset class. Tuttavia, anche se marginale, il rischio di un'inflazione più elevata del previsto e di tagli dei tassi d'interesse inferiori alle attese da parte della Fed rimane. Manteniamo pertanto una ponderazione neutrale in questa classe d'investimento.

OBBLIGAZIONI SOCIETARIE INVESTMENT GRADE IN EURO: SOVRAPPESO

Gli spread creditizi delle obbligazioni societarie investment grade (IG) denominate in euro, che continuano a essere sostenuti dalla tenuta del ciclo economico e dalla continua ricerca di rendimento da parte degli investitori, sono a livelli storicamente bassi. Nel complesso, i fondamentali delle società IG dovrebbero rimanere solidi grazie a bilanci sani, utili superiori alle attese, solidi saldi di cassa e bassi livelli di leva finanziaria rispetto alle medie di lungo periodo. Manteniamo il nostro sovrappeso per questa classe d'investimento.

OBBLIGAZIONI SOCIETARIE HIGH YIELD: SOTTOPESE

Gli spread creditizi delle obbligazioni societarie ad alto rendimento (HY), in particolare quelli delle società con rating più basso, non sembrano riflettere appieno un eventuale sensibile rallentamento dell'economia (che non rientra nel nostro scenario di base). Inoltre, la scarsa liquidità delle obbligazioni HY le rende meno interessanti nell'attuale fase del ciclo economico. Le obbligazioni HY restano pertanto sottopesate.

OBBLIGAZIONI DEI MERCATI EMERGENTI (VALUTA FORTE): SOVRAPPESO

Le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta forte offrono generalmente un interessante carry (vantaggio di rendimento rispetto ai titoli di Stato in euro). Inoltre, il continuo allentamento monetario da parte della Fed e l'indebolimento del dollaro USA dovrebbero favorire le economie dei mercati emergenti. Di conseguenza, manteniamo il nostro giudizio positivo su questa classe d'investimento, precisando che, visto il potenziale indebolimento del dollaro, è da preferire, per un investitore europeo, una strategia a cambio coperto.

OBBLIGAZIONI DEI MERCATI EMERGENTI (VALUTA LOCALE): SOVRAPPESO

Anche le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta locale offrono un carry interessante. L'ampio spazio per i tagli dei tassi d'interesse da parte delle banche centrali dei Paesi emergenti dovrebbe favorire questa asset class. Inoltre, le valute dei mercati emergenti appaiono sottovalutate e probabilmente recupereranno terreno quando la Fed continuerà a tagliare i tassi d'interesse. Le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta locale restano perciò sovrappesate.

ALTERNATIVE: NEUTRALI

Gli investimenti alternativi continuano a offrire un potenziale di diversificazione al portafoglio. Gli asset reali beneficiano del loro ruolo di strumenti di copertura contro l'inflazione. Nel complesso manteniamo una ponderazione neutrale per gli investimenti alternativi.

MATERIE PRIME: NEUTRALI

Da un lato, le basse scorte di petrolio, i tagli alla produzione da parte dell'OPEC+ (l'organizzazione dei paesi esportatori di petrolio, più la Russia e altri 10 paesi, per un totale di 23 Stati) e le tensioni geopolitiche continuano a sostenere i prezzi del greggio. D'altro canto, la domanda si è gradualmente normalizzata, con il deterioramento delle prospettive globali, anche se i tassi più bassi potrebbero fornire una spinta alla domanda di energia. Continuiamo a preferire una ponderazione neutrale in questa classe d'investimento.

ORO: NEUTRALI

Il prezzo dell'oro ha raggiunto un nuovo record a ottobre, poiché continua a beneficiare degli acquisti delle banche centrali, in particolare della People's Bank of China e della banca centrale indiana, e della crescente domanda degli investitori. I prossimi tagli dei tassi di interesse potrebbero sostenere l'oro, mentre l'indebolimento del dollaro e la moderazione delle incertezze geopolitiche rappresentano fattori di freno per la domanda del metallo giallo. Manteniamo una ponderazione neutrale.

VALUTE: DOLLARO

Gli ultimi dati macro, in particolare il raffreddamento dell'inflazione statunitense, sostengono l'allentamento monetario della Fed, riducendo il divario dei tassi d'interesse rispetto a quelli della BCE. Nell'attuale contesto (dati economici deboli per l'Eurozona ma robusti per gli Stati Uniti), la recente ripresa della moneta unica si è arrestata, ma in prospettiva vediamo il potenziale per un parziale deprezzamento del dollaro rispetto all'euro nel medio termine.

Come investire

Idee di investimento nello scenario attuale



INVESTIMENTI AZIONARI

LA NOSTRA IDEA: L'IMPATTO GLOBALE DEGLI STIMOLI CINESI

Fino alla metà di settembre gli investitori internazionali erano stati cauti sull'investimento nel mercato azionario cinese per le evidenti difficoltà dell'economia con una crescita inferiore al trend del passato decennio. Tuttavia il recente annuncio della Banca Popolare Cinese di un pacchetto di stimoli economici ha riaperto l'interesse verso il Paese. Le misure mirano a raggiungere un obiettivo di crescita del PIL del 5% per quest'anno e comprendono la riduzione delle riserve obbligatorie delle banche, il taglio dei tassi d'interesse, e un focus particolare sul settore immobiliare, con la riduzione dei tassi sui mutui edilizi e il sostegno ai governi locali per incentivare l'acquisto di case invendute. In aggiunta, sono stati messi a disposizione circa 70 miliardi di dollari per fondi d'investimento e assicurazioni per l'acquisto di azioni cinesi, insieme a 42 miliardi di dollari destinati a linee di credito per le società quotate che vogliono riacquistare azioni proprie. Questi interventi rappresentano un impegno persino superiore a quello adottato durante la pandemia da Covid-19 e hanno generato subito un immediato rimbalzo del mercato azionario cinese, portandolo ad essere per alcuni giorni il migliore da inizio anno.

Dopo l'euforia iniziale e la chiusura di alcune posizioni corte si è passati però a domandarsi se tali stimoli possano essere sufficienti ad affrontare le profonde sfide del Paese, come la deflazione e le difficoltà del mercato immobiliare. Attualmente il mercato ritiene che il pacchetto annunciato non rappresenti un "whatever it takes" e che ulteriori misure, attese a fine ottobre e dicembre, saranno cruciali per stimolare il consumo e supportare ulteriormente il settore immobiliare. Questo e la delusione rispetto agli scarsi dettagli forniti in merito agli stimoli fiscali giustificano infatti il successivo ritracciamento.

In attesa di ulteriori interventi, è possibile osservare i primi effetti tramite indicatori chiave della fiducia dei consumatori come la domanda nel settore immobiliare, specialmente nella prima settimana di ottobre che è storicamente la più attiva per gli acquirenti di case, i dati sulla spesa al dettaglio e la spesa in viaggi e ristoranti. Con un tasso di risparmio nazionale vicino al 30% lo spazio per un aumento dei consumi è potenzialmente ampio.

Dal punto di vista azionario, storicamente in Cina la crescita economica non sempre si è tradotta in un incremento proporzionale dei profitti delle aziende quotate. Dopo il rally di metà settembre, è possibile che gli sforzi del governo continuino nel breve a guidare il mercato al rialzo, ma per un rally duraturo gli utili dovranno tornare a crescere e attualmente non ci sono segnali di un supporto in questo senso a differenza di quanto osservato in Giappone con le riforme sulla Governance delle aziende e il focus sul Return on Equity.

Le misure cinesi si sono fatte sentire anche in Europa, che è l'area geografica dei Paesi sviluppati con la più alta esposizione sui fatturati al mercato cinese. Anche se non sufficienti per creare un impatto sul PIL europeo a livello aggregato, considerando che ci vorrebbe un aumento del 10% delle esportazioni verso la Cina per un aumento di 15 punti base del PIL nell'area dell'UE, lo stimolo è stato invece sufficiente per far rimbalzare i settori più esposti quali Metals & Mining (36% dei ricavi), Semiconduttori (27%), Lusso (20%), Chimica (19%) e Auto (17%). In particolare, a metà settembre il settore Metals & Mining scambiava ad un Price-to-Book di più di 1 deviazione standard al di sotto della sua media storica rispetto al mercato (STOXX Europe 600), peggio del periodo del Covid e della crisi finanziaria globale. Essendo la Cina il più grande consumatore

di materie prime industriali, l'annuncio delle misure ha portato subito ad una normalizzazione delle valutazioni e riteniamo che eventuali altri stimoli potranno favorire un ulteriore rerating del settore. Anche il ciclo sembra essere favorevole, con attività di restocking stagionale che dovrebbero supportare i prezzi delle materie prime sottostanti almeno fino a fine anno. Sugli altri settori manteniamo invece maggiore cautela per via di problematiche cicliche e strutturali indipendenti dal tema "Cina". Il settore del Lusso è quello che ha maggiormente rimbalzato subito dopo l'annuncio, tuttavia la scarsa visibilità sulla crescita della topline e i risultati deboli nel terzo trimestre ci fanno rimanere per ora scettici sulle potenzialità del settore nel medio termine. Nel breve riconosciamo che potrebbe riservare sorprese positive se lo stimolo si rivela effettivamente capace di aumentare la fiducia del consumatore e stimolare la spesa, portando a risultati superiori alle attese per gli ultimi tre mesi dell'anno.

Inoltre, l'intervento in Cina e il recente taglio dei tassi d'interesse negli Stati Uniti creano un ambiente favorevole per i mercati emergenti anche se per un riposizionamento sull'area geografica è necessaria maggiore visibilità sui prossimi interventi.

In conclusione, tenendo conto della governance societaria opaca, di una situazione politica poco leggibile e della forte dipendenza dell'indice azionario dalle condizioni macroeconomiche riteniamo opportuno rimanere prudenti mantenendo un'esposizione strategica neutrale verso il mercato domestico cinese, considerando anche che il peso della Cina sull'indice MSCI World All Countries è ormai inferiore al 3% e quindi che il suo impatto sui portafogli globali può essere considerato marginale. Tatticamente invece il posizionamento può essere più costruttivo, soprattutto se si crede nell'arrivo di ulteriori iniezioni di liquidità. È probabile infatti che il rally tattico continui, con rialzi stimati dagli analisti in un range tra il 10 e il 20%, principalmente trainato da un rerating delle valutazioni a riduzione del divario con i mercati emergenti e dalla crescente domanda di diversificazione e benchmarking da parte degli investitori internazionali. Crediamo infine che l'incremento o la riduzione dell'esposizione al paese siano meglio gestibili attraverso società del mondo sviluppato con esposizione alla Cina e che possono beneficiare di una ripresa economica cinese o diversificare su altri mercati nel caso in cui i livelli di attività si mantengano depressi.

INVESTIMENTI OBBLIGAZIONARI

LA NOSTRA IDEA: PROSPETTIVE INTERESSANTI PER GLI EM BOND

In occasione del meeting di metà settembre il Comitato Investimenti ha deciso di andare sovrappeso sui titoli obbligazionari dei paesi emergenti.

Le ragioni sono molteplici e sono state rafforzate dalla successiva decisione della Federal Reserve statunitense di tagliare i tassi d'interesse ufficiali di 50 punti base, più del previsto, in occasione della sua riunione del 18 settembre. Il debito dei mercati emergenti risulta infatti particolarmente interessante in quanto è l'asset class che potrebbe beneficiare maggiormente dell'allentamento della politica monetaria statunitense, soprattutto in uno scenario di atterraggio morbido (soft landing) dell'economia.

In particolare, anche se in termini di valutazioni il differenziale tra i rendimenti dei titoli americani e quelli dei paesi emergenti non sembra avere ulteriori significativi margini di restringimento, i rendimenti assoluti decisamente più elevati offerti dai titoli dei paesi in via di sviluppo, offrono un ritorno interessante per un investitore europeo. In effetti, nelle ultime settimane di settembre e nella prima metà di ottobre dopo il primo taglio dei tassi da parte della Fed abbiamo già assistito a una ripresa dei flussi di capitale verso l'asset class.

Il taglio dei tassi statunitensi consentirà inoltre ai mercati emergenti di allentare le proprie politiche monetarie, rafforzando ulteriormente le economie in cui l'inflazione e la stabilità finanziaria sono sotto controllo.

Le condizioni sembrano favorevoli anche per le obbligazioni in valuta locale – nell'aspettativa che le valute dei mercati emergenti possano guadagnare rispetto al dollaro – e per i bond societari dei mercati emergenti, che dovrebbero continuare a registrare una performance positiva grazie ai buoni fondamentali di molte imprese, che giustificano un'ulteriore contrazione dello spread del loro debito nei prossimi mesi. Infine, qualsiasi aumento dei prezzi delle materie prime, purché non accompagnato da un balzo della volatilità, causata ad esempio dalle tensioni in Medio Oriente, potrebbe rivelarsi un ulteriore vantaggio.

Ovviamente ci sono anche dei rischi. Nel breve termine il comparto potrebbe risentire di una certa incertezza legate alle elezioni americane e alle implicazioni in termini di politiche commerciali USA a seconda della vittoria di un candidato o dell'altro. Il testa a testa nei sondaggi dei due candidati (e le diverse possibili combinazioni per quanto riguarda l'equilibrio tra Repubblicani e Democratici al Congresso e alla Casa Bianca) potrebbe indurre molti investitori a una certa cautela, ma con

tutta probabilità, dopo un iniziale fase di volatilità, gli Emerging Market bond beneficeranno dei fondamentali macroeconomici e di politica monetaria, soprattutto in uno scenario caratterizzato dal “soft landing” dell’economia USA e da una Federal Reserve ulteriormente accomodante.

L’allentamento delle condizioni di finanziamento globali ha già permesso a molti emittenti dei paesi in via di sviluppo di recuperare l’accesso al mercato e ridurre drasticamente il numero di fallimenti nel corso di questi mesi.

Inoltre per molti paesi i fondamentali appaiono in costante miglioramento. Ad esempio nei mesi scorsi Paraguay e Azerbaigian sono stati promossi dalle agenzie di rating a “investment grade”.

Si registrano anche progressi nella ristrutturazione di situazioni in difficoltà. L’Ucraina ha completato la ristrutturazione del suo debito e il Ghana a settembre ha lanciato uno scambio di titoli di debito ed emittenti di nicchia come il Camerun sono riusciti ad emettere con successo sul mercato degli Eurobond.

Significativi progressi si sono registrati nella ristrutturazione dei titoli societari, in particolare in America Latina e alcuni casi anche da parte di società immobiliari cinesi.

In prospettiva, grazie ai buoni fondamentali di molte società, i tassi di default delle imprese dei paesi emergenti dovrebbero continuare a scendere.

In definitiva, le economie emergenti stanno crescendo più rapidamente del mondo sviluppato, le tendenze dell’inflazione sono favorevoli e gli Stati Uniti stanno allentando in un contesto non recessivo, fattori, a nostro avviso, sufficienti a compensare i timori per i rischi elettorali statunitensi.

La tabella

ANDAMENTO DEI PRINCIPALI INDICATORI FINANZIARI

Da	18.10.23	18.10.19	18.10.20	18.10.21	18.10.22	18.10.23	18.10.19	01.01.24
A	18.10.24	18.10.20	18.10.21	18.10.22	18.10.23	18.10.24	18.10.24	18.10.24
Indici azionari (ritorni, in %)								
MSCI Globale (in USD)	35,5	13,3	30,0	-19,4	18,6	35,5	89,3	20,3
MSCI Mercati Emergenti (in USD)	27,8	12,1	16,8	-29,2	10,6	27,8	29,9	15,7
MSCI USA (in USD)	39,3	20,7	31,1	-17,7	18,0	39,3	112,8	24,1
MSCI Europa (in EUR)	22,8	-5,5	30,7	-10,3	15,2	22,8	55,5	12,8
MSCI AC Asia Pacifico (in USD)	27,9	12,0	16,1	-27,9	15,6	27,9	36,8	15,6
STOXX Europe 600 (in EUR)	23,3	-4,0	30,5	-11,7	15,0	23,3	55,6	12,9
DAX 40 (Germania, in EUR)	30,7	2,0	19,9	-17,5	18,3	30,7	55,6	17,4
MSCI Italia (in EUR)	35,4	-15,5	38,5	-13,5	37,3	35,4	86,6	23,0
ATX (Austria, in EUR)	24,0	-26,4	77,1	-22,6	16,4	24,0	44,3	11,0
SMI (Svizzera, in CHF)	21,8	5,4	20,8	-9,1	4,1	21,8	44,3	14,3
S&P 500 (USA, in USD)	39,1	18,4	30,7	-15,8	17,9	39,1	112,8	24,3
Nikkei (Giappone, in JPY)	26,3	6,3	26,0	-4,4	20,5	26,3	90,9	18,4
CSI 300 (Cina, in Yuan)	14,5	24,6	3,6	-19,6	-3,5	14,5	13,7	17,7
Indici Obbligazionari (ritorni, in %)								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	11,7	12,7	-5,0	-17,4	-3,6	11,7	-5,3	1,5
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA, in USD)	10,3	8,3	-3,3	-14,0	-1,5	10,3	-2,6	2,4
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	15,9	8,6	1,5	-19,0	3,4	15,9	6,1	4,8
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	9,0	2,4	-4,1	-18,9	-2,3	9,0	-15,0	1,0
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	10,3	2,9	-2,9	-17,9	-1,9	10,3	-11,0	2,2
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	10,7	1,6	0,2	-15,9	3,8	10,7	-1,7	4,2
Rendimenti Obbligazionari (espressi in punti base = 0,01%)								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	-90	-101	84	241	90	-90	233	21
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA, in USD)	-106	-119	57	319	80	-106	234	-4
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	-149	-98	20	373	44	-149	198	-20
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	-71	-22	47	243	61	-71	257	18
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-93	-28	38	265	72	-93	251	5
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-144	-13	13	387	14	-144	259	-25
Spread sulle Obbligazioni governative (credit spread, espresso in punti base)								
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA US Corporate Master)	-48	14	-44	80	-40	-48	-35	-21
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA US High Yield)	-149	94	-183	184	-63	-149	-114	-46
Obbligazioni Governative area Euro (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-46	1	-13	111	-49	-46	6	-26
Obbligazioni Governative area Euro (ICE BofA Euro High Yield)	-154	97	-137	289	-138	-154	-35	-68
Tassi di interesse del mercato monetario (espressi in punti base)								
Libor (USD, 3 mesi)	-82	-175	-9	411	143	-82	290	-74
Euribor (EUR, 3 mesi)	-80	-10	-4	200	254	-80	361	-71
Tasso di Cambio con Euro (variazione in %)								
Dollaro USA (EUR-USD)	2,7	5,7	-1,2	-15,2	7,4	2,7	-2,7	-1,8
Sterlina Inglese (EUR-GBP)	-4,5	4,7	-7,1	2,9	-0,4	-4,5	-3,8	-4,3
Franco Svizzero (EUR-SFR)	-0,7	-2,5	-0,1	-8,6	-3,1	-0,7	-14,5	1,5
Yen Giapponese (EUR-JPY)	2,9	2,3	7,2	10,7	7,8	2,9	34,5	4,1
Materie Prime (variazione in %)								
Commodity Index (GSCI, in USD)	37,0	23,9	-8,3	-6,9	18,2	37,0	72,8	30,9
Metalli Industriali (GSCI, in USD)	16,8	7,3	54,8	-24,9	-0,2	16,8	44,5	10,4
Oro (in USD per oncia fine)	39,1	27,6	-7,1	-6,6	17,5	39,1	82,5	31,6
Petrolio (Brent, in USD al barile)	-21,5	-27,2	96,4	6,8	1,6	-21,5	21,9	-6,5

Nota: i valori passati e le previsioni non sono un indicatore affidabile delle performance future. Gli indici non possono essere acquistati e quindi i rendimenti non includono i costi degli strumenti. Quando si investe in titoli, vengono sostenuti costi che riducono la performance. Il rendimento degli investimenti in valute estere può anche aumentare o diminuire a causa delle fluttuazioni valutarie. Fonte: Refinitiv Datastream. Dati al 18.10.2024.

Disclaimer

Questa è una comunicazione di marketing

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.

Il Gruppo UniCredit e le altre società del Gruppo UniCredit possono avere uno specifico interesse riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari indicati all’interno della pubblicazione.

Le informative rilevanti sugli interessi e sulle posizioni ricoperte dal Gruppo UniCredit sono disponibili al seguente indirizzo: <https://www.investmentinsights.unicredit.eu/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 riprodurre i contenuti, in tutto o in parte, su alcun supporto, copiarli, pubblicarli e utilizzarli a scopo commerciale senza preventiva autorizzazione scritta delle società del Gruppo UniCredit salva la possibilità di farne copia per uso esclusivamente personale.

Le informazioni e i dati contenuti in questo documento sono aggiornati al 18 ottobre 2024.



UniCredit SpA
Client Solutions



Address
Piazza Gae Aulenti, 3
20124 Milano



Online
unicreditgroup.eu/clientsolutions