



L'aquila e il dragone

Le complessità della
disputa commerciale
tra Stati Uniti e Cina



Group Investment Strategy

Monthly Outlook

Luglio 2024

Indice

SOMMARIO	3
LA LETTERA DEI CIO	4
IN EVIDENZA	6
MACRO & MARKETS	9
ASSET ALLOCATION DEI NOSTRI PORTAFOGLI IN GESTIONE	13
RUBRICHE	16

Sommario



QUADRO MACROECONOMICO

L'economia statunitense sta perdendo vigore, rallentata dalla politica monetaria restrittiva della Federal Reserve (Fed). L'espansione del PIL è stata rivista al ribasso nel primo trimestre dell'anno, segnando il livello più debole degli ultimi tempi. Tuttavia, il mercato del lavoro rimane robusto, con una crescita occupazionale superiore alle aspettative e un tasso di disoccupazione che si mantiene stabilmente basso da diversi mesi. Gli indicatori economici anticipatori mostrano un quadro dicotomico: il settore manifatturiero continua a contrarsi, mentre quello dei servizi ha mostrato segni di ripresa, alimentando la speranza di un rallentamento economico moderato. Il ritmo di crescita dei prezzi al consumo continua a rimanere sopra al 3% ma l'inflazione core, che esclude le oscillazioni dei prezzi dell'energia e dei beni alimentari, si conferma in decelerazione, suggerendo una riduzione strutturale dell'inflazione. Infine sul fronte del commercio internazionale, le tensioni geopolitiche tra Stati Uniti e Cina sono tornate ad aumentare quando, nel corso del mese, il rappresentante commerciale degli Stati Uniti ha presentato una proposta formale di dazi su una serie di importazioni cinesi, comprendente tra l'altro pannelli solari, veicoli elettrici e batterie al litio.



BANCHE CENTRALI

A giugno la Fed ha mantenuto invariati i tassi di interesse, ma ha aggiornato al rialzo le proiezioni sull'andamento dell'inflazione per quest'anno e il prossimo. Alla luce degli ultimi dati, le previsioni sulla riduzione dei tassi sono state riviste, stimando un solo taglio nel 2024 invece dei tre precedentemente attesi. Durante la conferenza stampa, il presidente della Fed Powell non ha fornito indicazioni precise sui tempi dei futuri interventi. Nel frattempo, la Banca Centrale Europea (BCE) ha tagliato i tassi di interesse per la prima volta da quasi cinque anni, adottando però un approccio cauto, senza specificare le tempistiche di ulteriori riduzioni. La presidente della BCE Lagarde ha sottolineato la fiducia nel raggiungimento dell'obiettivo di inflazione del 2% nel medio termine. Le prossime riunioni della Banca Centrale Europea, di settembre e dicembre, restano dunque "osservate speciali" da parte dei mercati per eventuali ulteriori tagli dei tassi.



MERCATI FINANZIARI

La prima metà di giugno è stata caratterizzata dalle riunioni della BCE e della Fed e dai dati incoraggianti sull'inflazione negli Stati Uniti, fattori che hanno dato vigore ai listini americani. D'altra parte, le azioni europee hanno subito cali a causa degli esiti delle elezioni dell'Europarlamento e delle conseguenti incertezze politiche, soprattutto in Francia. Nei mercati obbligazionari, i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi sono diminuiti significativamente. Una dinamica analoga hanno seguito i tassi tedeschi, mentre i timori di instabilità politica in Francia hanno fatto salire lo spread delle obbligazioni francesi e degli altri Paesi ad alto debito pubblico dell'Eurozona. Anche per il comparto corporate si sono moderatamente allargati gli spread. A inizio giugno, il prezzo del petrolio è sceso al livello più basso degli ultimi mesi, per poi risalire leggermente, mentre quello dell'oro ha mostrato fluttuazioni attorno a livelli di relativa stabilità. A maggio il tasso di cambio euro-dollaro è inizialmente salito, per poi scendere nuovamente nella prima metà di giugno.



La lettera dei CIO

La reazione dei mercati dei capitali ai risultati delle elezioni del Parlamento europeo e all'annuncio di nuove elezioni in Francia dimostra ancora una volta il nervosismo degli investitori in questo momento riguardo agli sviluppi politici. Al già denso calendario elettorale del **2024**¹ – alcune elezioni, come quelle in India o quelle dell'Europarlamento, sono già alle spalle – si aggiungono ora due nuovi appuntamenti elettorali: le elezioni parlamentari in Francia e nel Regno Unito. Le elezioni più importanti per i mercati, quelle statunitensi, sono in programma a novembre (ne abbiamo parlato nei numeri precedenti).

Sebbene l'interesse degli attori di mercato per tali eventi sia comprensibile, in quanto riflette nello specifico le preoccupazioni per la stabilità politica, non si dovrebbero ignorare altri importanti fattori che influenzano l'andamento dei mercati: l'inflazione continua a normalizzarsi e a inizio giugno la Banca Centrale Europea (BCE) ha abbassato i tassi di interesse per la prima volta da lungo tempo. Inoltre l'economia e gli utili aziendali sono in ripresa e l'Europa sta lentamente uscendo dalla fase di debolezza degli ultimi trimestri.

Diamo prima uno sguardo più approfondito ad alcuni dati chiave. Dal quarto trimestre del 2022 la crescita economica nell'Eurozona si aggira intorno allo zero. Tuttavia, il primo trimestre di quest'anno mostra al momento una crescita dello **0,3% su base trimestrale**². È stato inoltre caratterizzato dal momentum positivo in Germania, dove la produzione economica era addirittura diminuita in alcuni trimestri dallo scoppio della guerra in Ucraina. Il periodo di debolezza economica pare terminato, come indicato anche dall'importante **indice Ifo**³. La componente delle aspettative dell'indice, di particolare rilievo per i mercati dei capitali, è recentemente aumentata per la quarta volta consecutiva. Le aziende tedesche sono quindi più ottimiste per il futuro. Ciò vale ora anche per i settori industriali e dell'edilizia, che sono stati pesantemente colpiti negli ultimi trimestri e ora mostrano anch'essi segni di miglioramento. Il presidente dell'Istituto Ifo, Clemens Fuest, ha commentato così l'ultima pubblicazione: "Si può dire che, nel complesso, l'economia tedesca stia gradualmente uscendo dalla crisi. Non abbiamo una forte ripresa, ma almeno le cose si stanno lentamente muovendo nella giusta direzione".

Il miglioramento del sentiment di mercato si riflette anche nelle aspettative di crescita e nelle prospettive di crescita degli utili per le azioni europee e statunitensi. Per l'economia statunitense, il **consenso**⁴ degli economisti prevede una crescita del 2,4% nel 2024, seguita da una crescita media di poco inferiore al 2% nel 2025-26. Le aspettative di crescita per l'Eurozona sono significativamente più basse quest'anno, allo 0,7%, ma dovrebbero arrivare a un livello di poco inferiore all'1,5% nel 2025 e nel 2026. Inoltre, le aspettative di crescita per il 2024 sono attualmente in fase di revisione positiva, ovvero le aspettative di consenso vanno gradualmente migliorando. Per l'Europa ciò significa che la crescita dovrebbe accelerare nei prossimi anni, sebbene parta da un livello notevolmente più basso rispetto a quello degli Stati Uniti.

La situazione è analoga per le aspettative relative agli utili delle società quotate. L'aspettativa è che gli utili societari in Europa accelerino nei prossimi anni dopo la stagnazione nel 2023 e (presumibilmente) nel 2024. Le stime di consenso prevedono una crescita degli utili dell'8% per le società dell'indice MSCI Europe nei prossimi due anni. Il tasso di crescita degli utili negli Stati Uniti dovrebbe essere addirittura a due cifre. Le società tedesche occupano una posizione interessante in questo contesto perché, da un lato, gli utili delle società quotate tedesche dovrebbero avere mediamente un andamento laterale nel 2024. Negli anni successivi 2025 e 2026, invece, la stima di consenso vede una crescita in linea con quella delle società statunitensi. Un segnale forte che lascia presagire che la fase di debolezza potrebbe essere alle spalle.

¹Nella nostra pubblicazione di febbraio abbiamo raccontato del super-anno elettorale, il 2024.

²Ciò corrisponde a una crescita annualizzata dell'1,2% circa.

³L'indice Ifo della fiducia delle imprese è un indicatore anticipatore soft (ovvero basato sulle opinioni di partecipanti a sondaggi e indagini) dell'andamento economico in Germania, calcolato dall'Istituto Ifo.

⁴Il dato di consenso è la mediana nella distribuzione delle singole stime. La mediana è il valore che si trova esattamente al centro di una serie di dati ordinati per dimensione e divide in due la serie, in modo che una metà dei dati si trovi al di sotto e l'altra al di sopra della mediana nella serie ordinata.

In questa “triade” positiva – l’inflazione si sta normalizzando, i tassi d’interesse stanno (ulteriormente) scendendo e la crescita rimane robusta (USA) o sta aumentando (Eurozona) – ci sono, tuttavia, alcuni dettagli che gli investitori devono tenere in considerazione. Da un lato, pare molto probabile che le banche centrali taglieranno (ulteriormente) i tassi d’interesse ma, almeno nell’Eurozona, sembra che l’impatto di questi tagli sui livelli dei rendimenti a lungo termine sia già stato ampiamente riflesso. Per i titoli di Stato tedeschi a 10 anni, generalmente considerati un “bene rifugio” nell’Eurozona, le aspettative di consenso indicano solo un leggero calo dei rendimenti fino al 2025. Nello scenario di base, quindi, gli investitori non dovrebbero aspettarsi grandi rialzi delle quotazioni degli asset “beni rifugio”. Tuttavia, le obbligazioni con un livello di rendimento superiore all’obiettivo di inflazione della BCE (pari al 2%) offrono generalmente un rendimento reale positivo. Nel caso dei Treasury statunitensi, invece, gli investitori possono addirittura aspettarsi guadagni di prezzo nel caso in cui la Fed tagli i tassi di interesse. Tuttavia, c’è ancora il rischio che la Fed possa iniziare il suo ciclo di allentamento più tardi e che l’entità dei tagli dei tassi di interesse possa essere inferiore al previsto.

Le elezioni in Francia hanno ora aggiunto un altro fattore di rischio. Alla base di queste preoccupazioni c’è il fatto che il Rassemblement National, il partito di Marine Le Pen, in passato ha avanzato richieste di politica economica per sgravi fiscali e spese aggiuntive prive di finanziamento che amplierebbero, quindi, il disavanzo di bilancio. Nell’autunno 2022 l’allora primo ministro britannico Liz Truss ha tentato di stimolare l’economia britannica con un bilancio che presentava un ampio disavanzo. I mercati reagirono in modo drastico: la sterlina si indebolì e i tassi di interesse salirono in misura significativa, mentre gli investitori si facevano prendere dal panico e cercavano di sbarazzarsi dei titoli di Stato britannici. Quanto accaduto ricordava la crisi del debito sovrano nell’Eurozona e poté essere riportato sotto controllo solo grazie alla Banca d’Inghilterra, che intervenne con un programma di acquisto di obbligazioni. Come conseguenza, Liz Truss dovette dimettersi e fu sostituita da Rishi Sunak. I mercati finanziari globali rifletteranno quindi sia il risultato elettorale in Francia sia il relativo programma di governo del nuovo governo francese. Bisogna ricordare che timori analoghi si erano diffusi sui mercati prima dell’ultimo cambio di governo in Italia, ma poi non si concretizzarono. Il governo di Giorgia Meloni è generalmente considerato costruttivo per quanto riguarda le questioni di politica europea ed economica. Dalla sua vittoria elettorale nell’autunno 2022, il mercato azionario italiano (misurato dall’indice MSCI Italia) è salito di oltre il 50% (si veda la tabella).

Uno sguardo al contesto economico e alle stime di consenso mostra che l’attuale scenario di base prezzato dai mercati è quasi uno scenario da “migliore dei mondi possibili” per i portafogli multi-asset (ossia portafogli misti con azioni e obbligazioni). La “temperatura del mercato dei capitali” non sembra essere, per così dire, né troppo fredda né troppo calda. Se la crescita fosse troppo elevata (cioè temperatura troppo calda), aumenterebbe anche l’inflazione, il che porterebbe a un aumento dei tassi di interesse e metterebbe sotto pressione il lato obbligazionario. Se, d’altra parte, la crescita fosse troppo bassa (cioè temperatura troppo fredda), i tassi d’interesse scenderebbero, ma gli utili societari sarebbero sotto pressione, il che a sua volta peserebbe sui mercati azionari. Le prospettive per il “meteo del mercato dei capitali” sembrano quindi essere ben temperate. Tuttavia, c’è anche qualche nuvola, ovvero le elezioni in Francia e negli Stati Uniti. Al momento, è difficile valutare se si tratti di nuvole passeggero o il preludio di forti temporali. Nonostante questi rischi, rimaniamo fiduciosi e attendiamo il tipico contesto estivo dei mercati dei capitali.

MANUELA D’ONOFRIO, *Head of Group Investment Strategy*

PHILIP GISDAKIS, *Chief Investment Officer Germany, UniCredit Bank GmbH (HypoVereinsbank)*

ALESSANDRO CAVIGLIA, *Chief Investment Officer Italy, UniCredit SpA*

OLIVER PRINZ, *Co-Chief Investment Officer of UniCredit Bank Austria AG and Schoellerbank AG*

In evidenza

Prodotti high-tech dalla Cina in crescita nonostante le barriere commerciali

Le tensioni geopolitiche tra Stati Uniti e Cina sono recentemente tornate ad intensificarsi. A metà maggio il Rappresentante per il Commercio degli Stati Uniti ha presentato una proposta formale per l'imposizione di dazi su una serie di prodotti cinesi d'importazione ai sensi della **Sezione 301 del Trade Act**⁵, la legge statunitense sul commercio. La proposta fa seguito a una precedente direttiva del Presidente degli Stati Uniti Joe Biden (si veda [qui](#)⁶) e alla conclusione della revisione quadriennale dei dazi imposti dall'amministrazione Trump (si veda [qui](#)⁷ per la relazione). Le modifiche proposte includono dazi aggiuntivi e nuovi dazi per 14 settori che interessano importazioni cinesi per un valore di 18 miliardi di dollari, mentre i dazi già in vigore rimangono invariati. In particolare, i dazi sul cosiddetto "nuovo trio", ovvero pannelli solari, veicoli elettrici e batterie al litio d'importazione, saranno aumentati dagli attuali livelli del 25% (pannelli solari), 25% (veicoli elettrici) e 7,5% (batterie al litio) rispettivamente al 50%, 100% e 25%. I dazi aggiuntivi dovranno entrare in vigore entro due anni (ossia nel periodo tra agosto 2024 e agosto 2026).

I DAZI STATUNITENSIS SUL "NUOVO TRIO" PROBABILMENTE AVRANNO SOLO UN IMPATTO LIMITATO SULL'ATTIVITÀ ECONOMICA CINESE

Il "nuovo trio" include, in particolare, le esportazioni che il governo cinese intende stimolare nel quadro della sua strategia di crescita focalizzata sulla produzione manifatturiera di alta qualità. Una tale politica industriale è il proseguimento del piano cinese "Made in China 2025", che ha portato a un consistente aumento delle esportazioni di beni del "nuovo trio" negli ultimi anni (si veda il Grafico 1). Al di là della retorica, riteniamo che l'impatto di questi nuovi dazi sul commercio cinese e sulla crescita del Paese sarà piuttosto limitato. A nostro avviso, i dazi sono (finora) soprattutto simbolici, in quanto il volume delle merci interessate rappresenta soltanto il 4% circa delle esportazioni totali della Cina (stando a quanto calcolato a partire dai dati commerciali mensili, si veda a tal proposito il Grafico 1) e la maggior parte delle merci interessate è già soggetta a dazi.

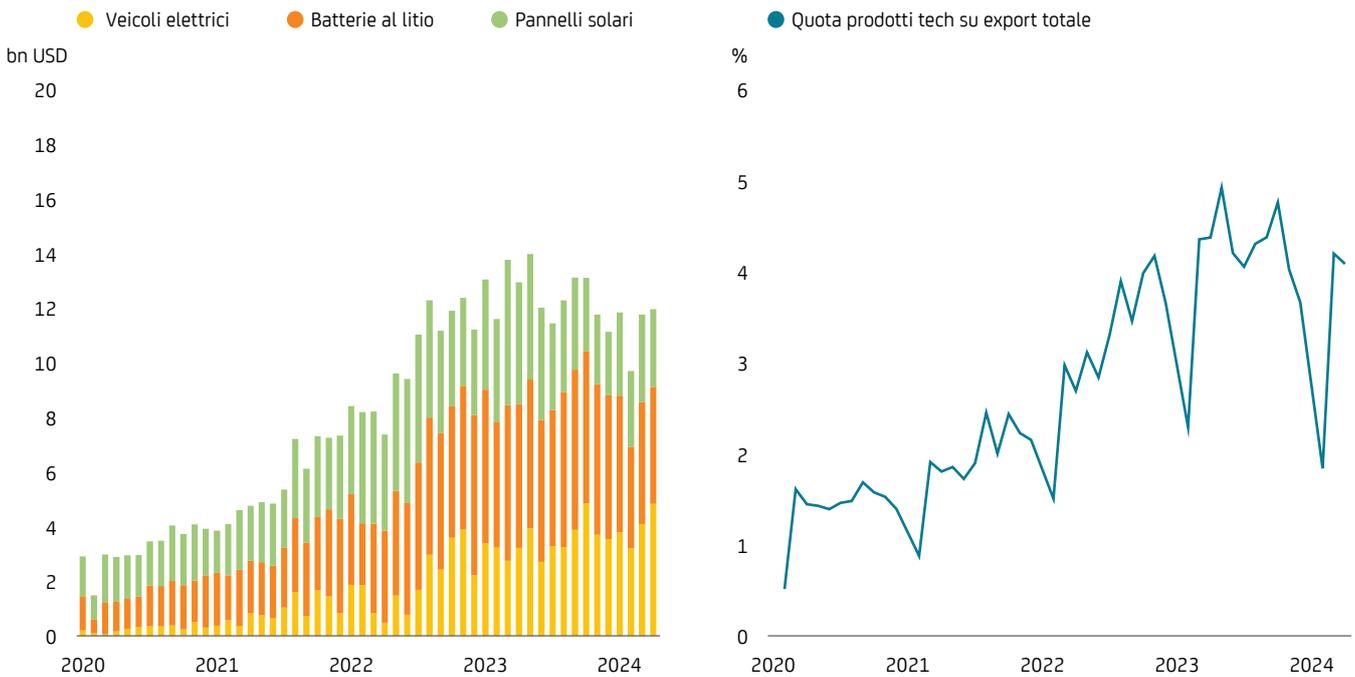
Oltre agli Stati Uniti, anche l'UE ha annunciato che imporrà dazi provvisori più elevati di poco meno del 40% sulle importazioni di veicoli elettrici dalla Cina. I produttori BYD e Geely, ad esempio, saranno colpiti da dazi aggiuntivi rispettivamente del 17% e del 20% circa. Questi entreranno in vigore all'inizio di giugno e si sommeranno a quelli già in vigore. Tuttavia, considerando la crescente importanza del commercio di veicoli elettrici tra UE e Cina, questa misura (rispetto a quelle adottate dal governo degli Stati Uniti) può essere valutata come piuttosto moderata. Inoltre, la Commissione europea ha lasciato aperta la possibilità di sospendere i dazi se entrambi i partner commerciali concorderanno una regolamentazione alternativa prima della loro entrata in vigore. Le case automobilistiche tedesche, in particolare, sono minacciate da potenziali misure di ritorsione da parte del governo cinese, motivo per cui la Germania ha già respinto i dazi UE. Ci aspettiamo che la Cina reagisca con misure proporzionate anziché con un'intensificazione.

⁵La Sezione 301 autorizza il Presidente degli Stati Uniti ad adottare tutte le misure appropriate per far fronte ad azioni, politiche o pratiche sleali di un governo estero che incidono negativamente sul commercio statunitense.

⁶<https://ustr.gov/about-us/policy-offices/press-office/press-releases/2024/may/us-trade-representative-katherine-tai-take-further-action-china-tariffs-after-releasing-statutory>

⁷[https://ustr.gov/sites/default/files/05.14.2024 Four Year Review of China Tech Transfer Section 301 \(Final\).pdf](https://ustr.gov/sites/default/files/05.14.2024%20Four%20Year%20Review%20of%20China%20Tech%20Transfer%20Section%20301%20(Final).pdf)

1. LE ESPORTAZIONI DI PRODOTTI AD ALTA TECNOLOGIA (“NUOVO TRIO”) SONO AUMENTATE IN MISURA CONSISTENTE, MA LA QUOTA SULLE ESPORTAZIONI TOTALI È BASSA



Fonte: China General Administration of Customs, Macrobond, UniCredit Group Investment Strategy

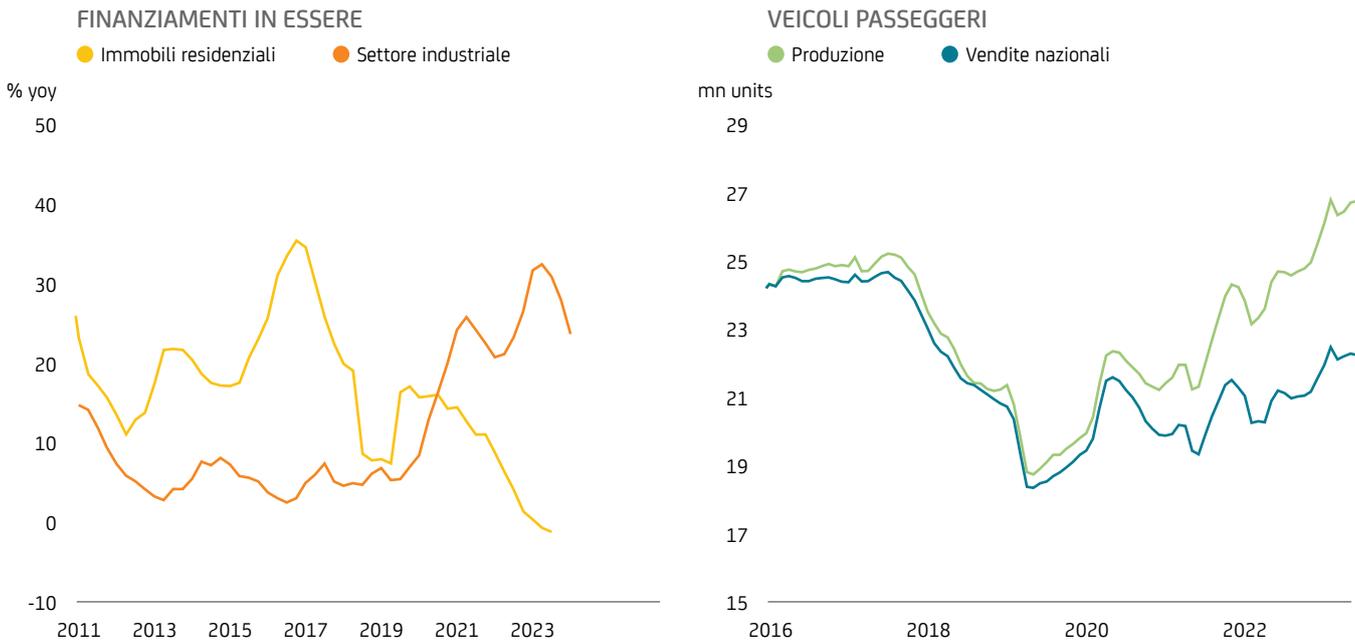
CRESCENTE PREOCCUPAZIONE PER L'INFLUENZA POLITICA SU IMPORTANTI BENI HIGH-TECH

L'introduzione di dazi sulle importazioni cinesi su entrambe le sponde dell'Atlantico è una risposta ai crescenti timori che la Cina stia deliberatamente creando maggiori squilibri tra domanda e offerta in settori industriali chiave, al fine di assicurarsi vantaggi competitivi sul mercato globale. Una possibile spiegazione, in linea con la Sezione 301, è che le generose politiche industriali abbiano portato a investimenti eccessivi in settori strategici (come il “nuovo trio” di beni ad alta tecnologia). L'eccesso di capacità che ne è derivato ha determinato, a sua volta, un problema di sovrapproduzione, ovvero una produzione maggiore di quanto possa essere assorbito nella stessa Cina. Ciò implica il rischio che le imprese straniere, che non ricevono un analogo supporto statale, vengano estromesse dal mercato e debbano colmare un divario competitivo significativo con i loro concorrenti cinesi.

Finora Pechino ha sostenuto l'economia mediante crediti d'imposta, sussidi alla produzione e linee di credito ad hoc, con molte politiche direttamente rivolte all'industria manifatturiera high-tech. Secondo alcune stime, nel 2022 oltre il 99% delle società cinesi quotate ha ricevuto una qualche forma di sussidi governativi diretti. Nel tentativo di ridurre la dipendenza dell'economia cinese dal settore immobiliare, i finanziamenti sono stati dirottati dal settore immobiliare a quello manifatturiero (si veda il Grafico 2). Questo cambio di rotta, riconducibile anche allo scoppio della bolla immobiliare stessa, risulta pertanto in linea anche con la volontà di Pechino di rafforzare la trasformazione economica dell'industria cinese concentrandosi su fasi produttive a maggior valore. Alla riunione della Commissione centrale per gli Affari economici e finanziari nel maggio 2023, il presidente cinese Xi Jinping dichiarò che il sistema industriale avrebbe dovuto essere “completo, avanzato e sicuro”.

Uno sguardo al settore automobilistico, che negli ultimi anni ha beneficiato di generose politiche governative, può aiutare a capire come gli squilibri nazionali si stiano diffondendo a livello globale. Già nel 2001 il focus sui veicoli elettrici fu inserito nel piano quinquennale cinese come progetto prioritario di ricerca scientifica e dal 2009 al 2022 il governo ha provveduto a fornire sussidi e agevolazioni fiscali. La figura 2 mostra il divario che si è aperto tra produzione e vendite di auto sul mercato interno nella fase post-pandemia. Tale divario è dovuto sia all'aumento dell'offerta al di sopra del livello pre-pandemia, sia alla debolezza della domanda rispetto al periodo 2016-17.

2. SOSTEGNO PUBBLICO ALL'INDUSTRIA E DEBOLEZZA DELLA DOMANDA INTERNA CAUSANO UN ECCESSO DI CAPACITÀ PRODUTTIVA



Fonte: People's Bank of China (PBoC), China Association of Automobile Manufacturers, Macrobond, UniCredit Group Investment Strategy

CONCLUSIONI

Mentre le motivazioni geopolitiche e geoeconomiche per creare capacità interna in alcuni settori sono chiare, quelle macroeconomiche lo sono meno. Il già citato rapporto della Sezione 301 sulla Cina sottolinea che il vantaggio nel settore manifatturiero cinese è dovuto al trasferimento forzato di tecnologia da parte di aziende straniere. Per affrontare questo problema, pare opportuna l'adozione di contromisure adeguate nel quadro di un sistema commerciale mondiale basato su regole, come sintetizzato dall'Organizzazione Mondiale per il Commercio (WTO), anziché su misure protezionistiche unilaterali che potrebbero mettere in moto una spirale protezionistica globale. L'attenzione al trasferimento forzato di proprietà intellettuale da parte della Cina ignora anche le innovazioni tecnologiche interne degli ultimi anni, come dimostrano i progressi di Pechino nello sviluppo di microchip avanzati nonostante il divieto di esportazione imposto dall'amministrazione Biden.

Sostenere che la politica industriale cinese distorca la concorrenza internazionale dimentica, tra l'altro, che esiste un crescente consenso tra gli esperti economici sul fatto che le industrie green e digitali emergenti abbiano bisogno del sostegno del governo, come dimostrato dal **CHIPS and Science Act**⁸ o l' **Inflation Reduction Act (IRA)**⁹, approvati dall'amministrazione Biden. Da questo punto di vista, la competitività commerciale della Cina, anche se in parte ottenuta grazie all'intervento del governo, può essere considerata come un prodotto del vantaggio comparato rivendicato dalla Cina. D'altra parte se Pechino si concentrasse maggiormente sullo stimolo della domanda e non solo sull'espansione dell'offerta, nel lungo periodo il suo modello di crescita sarebbe di certo più equilibrato.

⁸Il CHIPS and Science Act è una legge statunitense, in vigore dall'agosto 2022, incentrata sullo sviluppo di nuove risorse per promuovere la ricerca e la produzione nazionale di semiconduttori negli Stati Uniti.

⁹L'Inflation Reduction Act è una legge statunitense, in vigore dall'agosto 2022, che punta a frenare l'inflazione mediante la potenziale riduzione del deficit di bilancio federale, il taglio dei prezzi dei farmaci su ricetta e gli investimenti nella produzione energetica interna, promuovendo al contempo il ricorso a fonti di energia pulita.

Macro & Markets

La BCE avvia la svolta sui tassi d'interesse, la Fed per ora mantiene un livello elevato

USA: L'ECONOMIA PERDE SLANCIO, IL MERCATO DEL LAVORO RIMANE SOLIDO, IL PRIMO TAGLIO DEI TASSI DI INTERESSE DEVE ANCORA ARRIVARE

Rallentata dalla politica monetaria restrittiva della Federal Reserve (Fed), l'economia statunitense continua a perdere slancio. La seconda stima della crescita del PIL statunitense nel primo trimestre è stata rivista al ribasso dall'1,6% all'1,3% (annualizzato), il dato più debole dal secondo trimestre 2022, quando l'economia statunitense registrò una contrazione. Questo rallentamento si spiega in buona parte con la correzione dei consumi privati (dal 2,5% al 2,0%). Nell'ultimo trimestre 2023 la crescita del PIL (annualizzata) era ancora al 3,4%. Nel frattempo, l'ultimo rapporto sul mercato del lavoro statunitense (relativo al mese di maggio) ha nettamente superato le aspettative, con 272.000 nuovi posti di lavoro rispetto ai 180.000 delle stime di consenso, dopo i 165.000 (dato rivisto) creati in aprile e i 315.000 in marzo. Il tasso di disoccupazione negli Stati Uniti è pari o inferiore al 4% da 30 settimane, il periodo più lungo dagli anni '60.

Gli indicatori anticipatori mostrano un quadro piuttosto eterogeneo. L'indice dei responsabili acquisti del settore manifatturiero, calcolato dall'Institute for Supply Management (ISM), è sceso ulteriormente a maggio, da 49,2 a 48,7 punti, al di sotto anche della stima di consenso di 49,5. Dopo il prolungato periodo di debolezza – il barometro del sentiment è risultato inferiore a 50 punti, la soglia che segnala una contrazione, in 18 degli ultimi 19 mesi – non ci sono ancora segnali di inversione di tendenza per il settore manifatturiero. Gli ordinativi di nuovi beni sono diminuiti di 3,7 punti a 45,4, il calo più netto in quasi due anni. Al contrario, l'indice ISM per il settore dei servizi, dopo una breve flessione ad aprile (49,4 punti), a maggio è tornato nettamente in zona di crescita, raggiungendo quota 53,8 punti. Il settore dei servizi continua, quindi, a sostenere le speranze di un rallentamento solo moderato dell'economia statunitense.

I prezzi al consumo negli Stati Uniti sono aumentati del 3,3% a maggio rispetto allo stesso mese dell'anno precedente. Il tasso di inflazione core, che esclude le marcate oscillazioni dei prezzi dell'energia e dei prodotti alimentari, si è attestato al 3,4% a maggio dal 3,6% di aprile; l'aspettativa di consenso era del 3,5%. Il ritmo dell'inflazione negli Stati Uniti è quindi rallentato. L'indicatore dei prezzi preferito dalla Fed, il cosiddetto **deflatore PCE**¹⁰, è rimasto invariato ad aprile al 2,7% su base annua, come previsto a marzo e dal consenso; anche il tasso PCE core è rimasto invariato al 2,8%. La revisione al ribasso dei dati del PIL del primo trimestre e la recente debolezza delle vendite al dettaglio, favorendo i progressi del processo di disinflazione, lasciano aperta la possibilità che il Consiglio direttivo (FOMC) della Fed riduca i tassi d'interesse quest'anno.

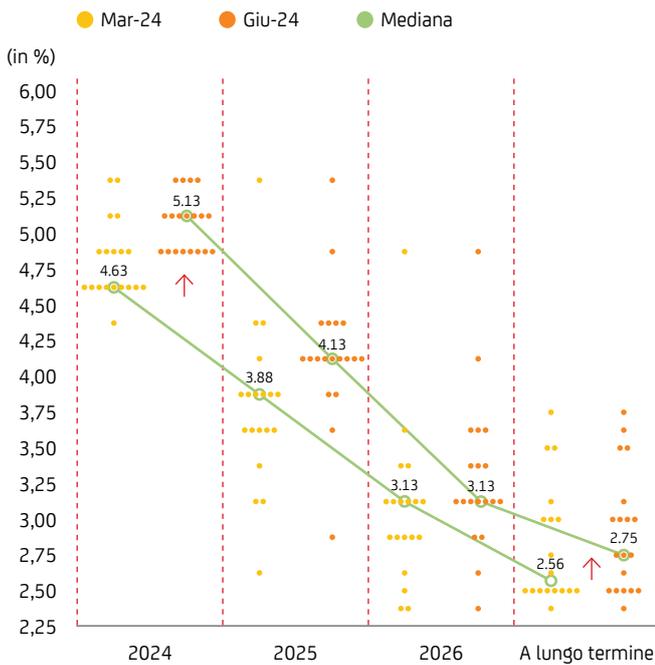
A giugno, tuttavia, la Fed ha lasciato come previsto l'intervallo di riferimento per il tasso di interesse di riferimento al 5,25-5,50%. A seguito delle previsioni di inflazione più elevate per quest'anno e per il prossimo, la mediana del **"dot plot"**¹¹ indica ora un solo taglio dei tassi nel 2024 invece dei tre tagli previsti precedentemente (si veda il Grafico 3). Il valore indicato per il 2025 è aumentato di 25 punti base (pb), mentre è rimasto invariato per il 2026. In altre parole, i tagli dei tassi sono stati posticipati, ma il numero totale non è cambiato. Durante la conferenza stampa il presidente della Fed Jerome Powell non ha fornito alcuna indicazione su quando la Fed avvierà il ciclo di tagli dei tassi. Attualmente i mercati prevedono due tagli quest'anno (si veda il Grafico 3). Continuiamo a prevedere un primo taglio dei tassi a settembre e un totale di tre quest'anno, poiché ci aspettiamo che l'attività economica e l'inflazione possano essere più deboli di quanto stimato dalla Fed. Tuttavia, il rischio che l'entità dei tagli dei tassi di interesse possa essere complessivamente inferiore nel 2024 è chiaramente aumentato.

¹⁰Il deflatore PCE è un indicatore alternativo per la misurazione dell'inflazione negli Stati Uniti: si basa sui dati relativi alle spese per i consumi personali e copre quindi un campione più ampio rispetto al paniere di beni su cui si basa l'inflazione dei prezzi al consumo.

¹¹Il dot plot mostra a quale livello ciascun membro del FOMC prevede i tassi di interesse alla fine dell'anno in corso, tra due o tre (a seconda del periodo) anni consecutivi e nel "lungo termine". Ogni punto del grafico rappresenta la visione individuale di uno dei membri.

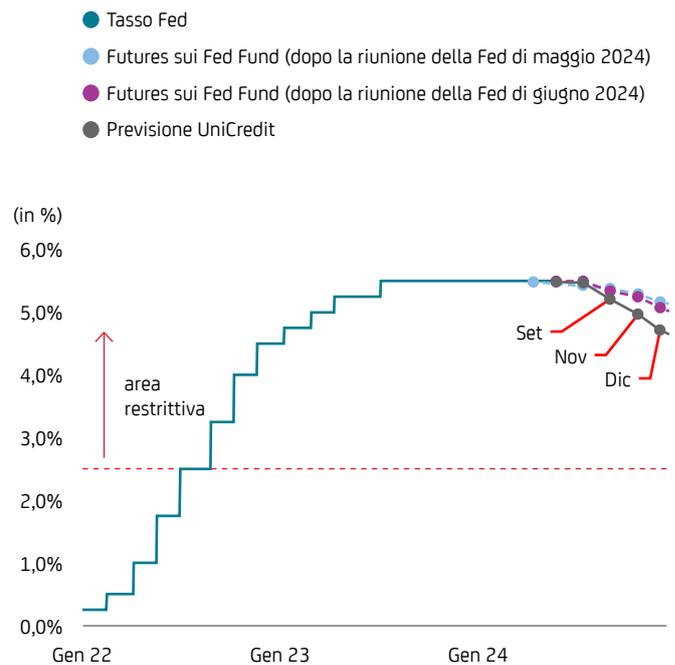
3. LA FED RIMANE CAUTA, L'AGGIORNAMENTO DEL "DOT PLOT" SEGNALE UNA POSIZIONE SEMPRE RESTRITTIVA

DOT PLOT FED (MARZO VS. GIUGNO 2024)



Fonte: Fed, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

ANDAMENTO DEI TASSI DI INTERESSE DI RIFERIMENTO NEGLI STATI UNITI E ASPETTATIVE DI MERCATO



EUROZONA: LA CRESCITA RIPARTE, LA BCE TAGLIA I TASSI PER LA PRIMA VOLTA IN QUASI CINQUE ANNI, MA LE PROSPETTIVE RESTANO INCERTE

Dopo la stagnazione dell'economia europea lo scorso anno, all'inizio di quest'anno la crescita è stata più vigorosa del previsto. Il tasso di disoccupazione è sceso al minimo storico del 6,4% ad aprile, i mercati del lavoro degli Stati membri continuano a registrare elevati tassi di occupazione, mentre il potere d'acquisto dei consumatori è tornato a crescere. La graduale ripresa dell'attività economica dovrebbe proseguire nel resto dell'anno e, sebbene la differenza di crescita tra Stati Uniti ed Europa sia ancora notevole, si vedono i primi segnali di convergenza. Le Olimpiadi di Parigi potrebbero avere un effetto positivo particolare sulla crescita in Francia nel terzo trimestre, mentre gli Europei di calcio potrebbe fungere da volano per la crescita del PIL tedesco nello scenario migliore.

Gli indicatori anticipatori suggeriscono, inoltre, che la ripresa della crescita del PIL dovrebbe continuare nel secondo trimestre. L'indice composito dei responsabili degli acquisti (PMI) è salito a 52,2 a maggio da 51,7 di aprile. Il dato è risultato leggermente superiore al consenso, con il settore dei servizi che rimane il principale fattore di crescita nonostante la stagnazione (53,2 punti rispetto a 53,3 di aprile). Allo stesso tempo, la flessione del settore manifatturiero sembra volgere al termine, il che significa che l'industria potrebbe presto tornare a contribuire alla crescita. In particolare, il PMI per il settore manifatturiero è salito leggermente a maggio, a 47,3 da 45,7 in aprile.

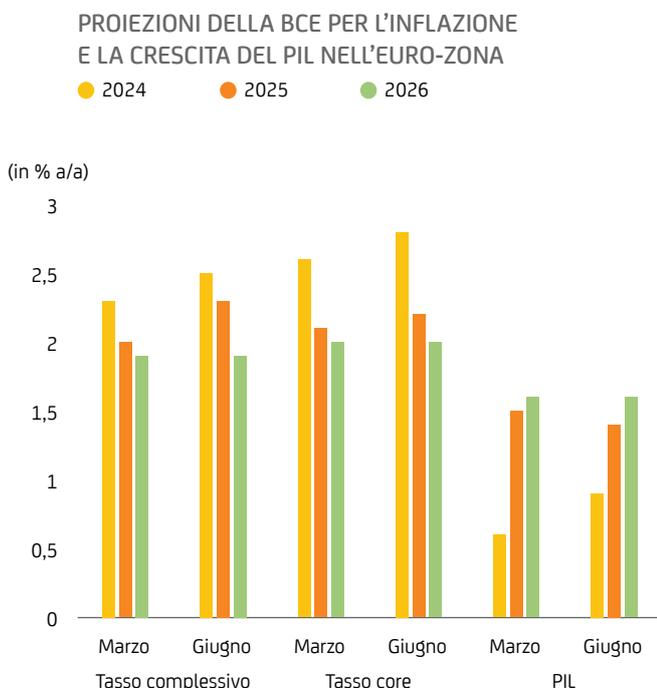
Nel frattempo, il percorso di disinflazione rimane accidentato. I prezzi al consumo nell'Eurozona sono aumentati nuovamente a maggio – per la prima volta quest'anno – portandosi al 2,6% su base annua dopo essere rimasti al 2,4% ad aprile (il consenso era per un leggero aumento al 2,5%). Oltre all'inflazione generale, anche l'inflazione core è aumentata di 0,2 punti percentuali al 2,9% a maggio. L'aumento superiore alla media dei salari nel settore dei servizi rimane il principale driver dei prezzi. In Germania, dove il tasso annuo armonizzato è aumentato significativamente dal 2,4% al 2,8%, gli **effetti base**¹² si sono fatti sentire. In generale, ci vorrà probabilmente qualche tempo prima che l'inflazione dell'Eurozona scenda al di sotto dell'obiettivo della Banca Centrale Europea (BCE) del 2%, ma il quadro a livello di fondamentali rimane intatto. Gli sviluppi geopolitici restano un importante fattore di rischio.

Nella riunione di inizio giugno la BCE ha compiuto la svolta prevista, abbassando i tassi di interesse per la prima volta da quasi cinque anni, ma ha deliberatamente lasciato nel vago le tempistiche per possibili ulteriori tagli. Il tasso sui depositi è ora al 3,75%, in calo rispetto al precedente 4,00%. Per quanto riguarda la crescita economica, la BCE si è mostrata un po' più ottimista nel breve termine rispetto a marzo (si veda il Grafico 4). Il fatto che abbia alzato le previsioni di inflazione per l'anno in corso può essere interpretato da alcuni operatori di mercato come un segnale di stabilità

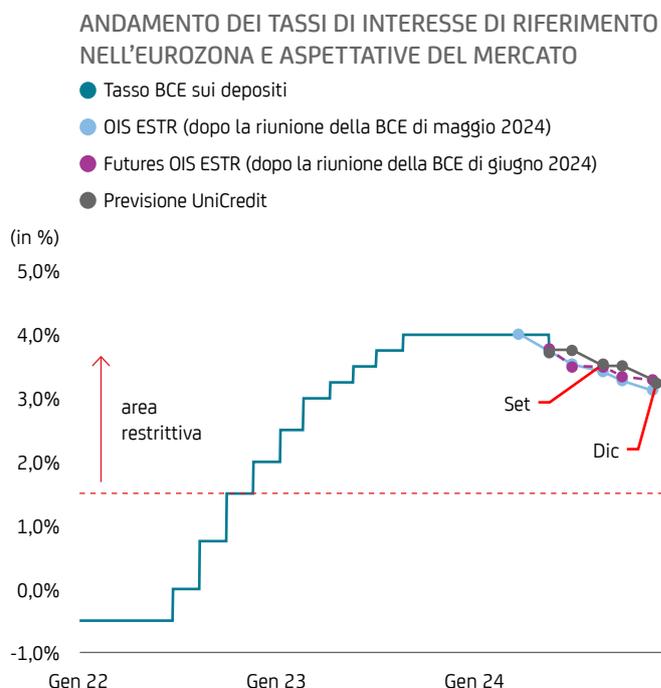
¹²In particolare è terminato il sistema tariffario introdotto a maggio 2023, che aveva introdotto un abbonamento da 49 euro per viaggiare in tutta la Germania e frenato il tasso di inflazione negli ultimi dodici mesi.

dei tassi di interesse nei prossimi mesi. La Presidente della BCE Christine Lagarde ha evidenziato un'aumentata fiducia sul fatto che la crescita dei salari rallenti e l'inflazione scenda verso il 2% nel medio termine. Tuttavia l'approccio dipendente dai dati rimane il mantra. Di recente i mercati hanno puntato l'attenzione sulle riunioni di settembre e dicembre per eventuali (ulteriori) tagli dei tassi di interesse, quando il Consiglio direttivo della BCE disporrà di nuove previsioni per l'economia e l'inflazione. Al momento prevedono uno o due ulteriori tagli dei tassi d'interesse nel corso dell'anno (si veda il Grafico 4). Analogamente al consenso, ci aspettiamo altri due tagli di 25 pb nel secondo semestre dell'anno, a settembre e a dicembre.

4. LA BCE ALZA LEGGERMENTE LE PREVISIONI DI INFLAZIONE PER IL 2024 E IL 2025, MA ABBASSA I TASSI DI INTERESSE DI RIFERIMENTO PER LA PRIMA VOLTA DAL 2019



Fonte: ECB, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy



MERCATI FINANZIARI: QUEST'ANNO NIENTE "VENDI A MAGGIO E SCAPPA", SUI MERCATI EUROPEI PESANO I FATTORI (GEO)POLITICI

I mercati azionari hanno registrato un avvio positivo a maggio, anche se verso fine mese hanno reagito sensibilmente ai segnali di politica monetaria e alle relative oscillazioni delle aspettative sui tassi di interesse, segnando un lieve calo. La prima metà di giugno è stata caratterizzata dalle riunioni della BCE e della Fed, che si sono svolte secondo le attese, e dai dati incoraggianti sull'inflazione negli Stati Uniti, che hanno fornito una notevole spinta ai mercati americani. Le azioni europee, tuttavia, sono scese all'indomani delle elezioni dell'Europarlamento, perché il presidente francese Emmanuel Macron ha sciolto l'Assemblea Nazionale francese in risposta alla netta sconfitta del suo partito e ha annunciato elezioni anticipate (si veda la sezione "Rubriche"). Inoltre, la decisione della Commissione europea di aumentare ulteriormente alcuni dazi sulle importazioni dalla Cina e i timori di ulteriori misure di ritorsione da parte di quest'ultima hanno pesato sui titoli UE orientati all'esportazione (si veda la sezione "In evidenza"). Il risultato finale del periodo di riferimento (dal 1 maggio al 14 giugno) è stato un incremento significativo dei mercati azionari degli Stati Uniti; i mercati europei, invece, hanno dovuto cedere buona parte dei guadagni precedenti sulla scia degli sviluppi in Francia (si veda la tabella allegata alla fine del documento).

L'andamento dell'inflazione e le aspettative del mercato sulle decisioni di politica monetaria delle principali banche centrali occidentali continuano a essere fattori chiave per i mercati obbligazionari. In particolare, i dati sull'inflazione statunitense, più deboli del previsto, hanno provocato un forte calo dei rendimenti dei Treasury USA a giugno e il nuovo dot plot "restrittivo"¹³ dei partecipanti al FOMC non ha avuto un particolare effetto frenante. Rispetto a inizio maggio, il rendimento dei titoli di Stato statunitensi a 10 anni è sceso significativamente e si è attestato intorno al 4,2% alla fine del periodo di riferimento (al 14 giugno, si veda la tabella). I Bund a 10 anni hanno seguito in linea di massima questo trend positivo: il loro rendimento si è attestato di recente al 2,4% circa (si veda la tabella). Nel frattempo, i timori di instabilità politica in Francia hanno fatto salire il premio di rendimento delle obbligazioni francesi a 10 anni rispetto a quelle tedesche al livello più alto dal 2017.

¹³Se la Fed adotta una posizione restrittiva, significa che privilegia la lotta all'inflazione rispetto alla promozione della crescita economica.

A inizio giugno il prezzo del petrolio è sceso al livello più basso degli ultimi quattro mesi. La crescita della domanda, responsabile di buona parte dell'aumento dei prezzi di quest'anno, sta rallentando e il premio per il rischio del conflitto in Medio Oriente è perlopiù evaporato. Inoltre, l'OPEC+ (i membri dell'Organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio più la Russia) ha confermato che la **produzione**¹⁴ rimarrà limitata a 39 milioni di barili al giorno (mb/d) fino alla fine del 2025. Tuttavia, dopo la pubblicazione di alcuni importanti dati economici statunitensi e l'annuncio che l'OPEC si attiene sostanzialmente alle sue positive previsioni sulla domanda globale di petrolio, il prezzo del greggio è riuscito a recuperare parte delle perdite precedenti. Un barile di Brent è attualmente scambiato leggermente al di sotto del livello di inizio maggio, a circa 83 dollari (al 14 giugno, si veda la tabella). Nel periodo di riferimento (dal 1 maggio al 14 giugno), il prezzo di un'oncia troy d'oro ha oscillato tra i 2.300 e i 2.400 dollari. Attualmente l'oncia troy è scambiata a 2.333 dollari USA (al 14 giugno, si veda la tabella). In tale contesto il tasso di cambio euro-dollaro è inizialmente salito a maggio per poi scendere nuovamente nella prima metà di giugno. Attualmente è attestato attorno a 1,07 (al 14 giugno, si veda la tabella).

¹⁴Ulteriori tagli volontari di circa 2 mb/d rimarranno in vigore fino al terzo trimestre di quest'anno e saranno gradualmente eliminati per otto Paesi a partire da ottobre, mentre le limitazioni volontarie di Arabia Saudita e Russia rimarranno in vigore oltre ottobre.

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)

La crescita del PIL mondiale è prevista intorno al 3% nel 2024: sebbene l'economia statunitense si stia raffreddando, il rischio di recessione è contenuto. Nel frattempo, le prospettive di crescita dell'Eurozona si stanno rafforzando. La ripresa in Cina, dove i consumi continuano ad essere appesantiti dalla crisi immobiliare, sembra essere in corso, ma rimane meno dinamica di quanto sperato. Inoltre, le principali banche centrali occidentali hanno intrapreso un percorso cauto e pragmatico di allentamento monetario (BCE) o si prevede che lo faranno nel corso dell'anno (Fed). Tuttavia, dal momento che l'inflazione nel settore dei servizi rimane appiccicosa su entrambe le sponde dell'Atlantico, il ciclo di allentamento monetario potrebbe rivelarsi incerto.

In questo contesto, il Comitato Investimenti di UniCredit Group ha confermato l'attuale asset allocation del portafoglio globale, ribadendo il focus strategico per le "obbligazioni di alta qualità", come le obbligazioni societarie investment-grade e i titoli di Stato europei. Anche la posizione neutrale nei confronti delle azioni rimane invariata, con una preferenza per le società con un elevato potere di determinazione dei prezzi e una generazione di flussi di cassa superiore.

UniCredit Group Investment Strategy – Asset Allocation

NEUTRALI SULLE AZIONI GLOBALI

Il contesto per i mercati azionari globali è favorevole dall'inizio dell'anno e sia gli ultimi dati economici che le relazioni trimestrali per il primo trimestre del 2024 hanno fornito sorprese ampiamente positive. L'economia statunitense rimane solida nonostante i segnali di rallentamento e appare sempre più chiaro che anche l'economia europea ha toccato il fondo. Le aspettative sono di conseguenza costruttive. Inoltre, la prospettiva di una politica monetaria meno restrittiva continua a fornire sostegno. Le valutazioni elevate in alcune aree, i rischi geopolitici e l'incertezza sull'entità (e, per gli USA, dell'inizio) del previsto ciclo di tagli dei tassi d'interesse da parte delle principali banche centrali occidentali rimangono rischi non trascurabili.

NEUTRALI AZIONI EUROPA

I recenti dati macroeconomici favorevoli, che hanno spesso superato le aspettative, indicano che l'economia europea sta guadagnando slancio. Il mercato del lavoro nell'Eurozona rimane solido e il raffreddamento dell'inflazione sostiene i redditi reali. Tuttavia, la forte performance dei partiti di destra alle elezioni europee potrebbe rallentare l'integrazione dell'UE e pesare sui mercati europei. Le valutazioni ancora relativamente favorevoli delle azioni europee sostengono questa classe d'investimento, che offre di conseguenza buone opportunità per gli investitori orientati al valore e alla qualità.

NEUTRALI AZIONI USA

Il solido contesto macroeconomico è positivo per le azioni statunitensi, anche se i recenti dati suggeriscono un rallentamento della crescita. Con un'inflazione ancora elevata, permane l'incertezza sui tempi e sull'entità del ciclo di tagli dei tassi previsto dalla Fed. Le valutazioni delle azioni statunitensi rimangono elevate e l'indice azionario S&P 500 presenta un'estrema concentrazione del mercato (Nvidia da sola rappresenta il 34,5% dei rendimenti dell'S&P500 nei primi mesi del 2024).

NEUTRALI AZIONI DEI MERCATI EMERGENTI

In Asia, rimaniamo strategicamente cauti sulle azioni cinesi. La ripresa (piuttosto lenta) è trainata dalle esportazioni. Tuttavia, le valutazioni piuttosto favorevoli potrebbero far pensare a un limitato recupero tattico in vista delle misure di stimolo fiscale e monetario. Le azioni di Taiwan, invece, sono sostenute dal boom del settore dei semiconduttori. In America Latina, l'atteggiamento cauto della Fed potrebbe limitare l'entità dei tagli dei tassi previsti in Brasile. Nel complesso, tuttavia, le valutazioni delle azioni dei mercati emergenti appaiono relativamente favorevoli. Continuiamo a preferire una ponderazione neutrale, anche se rimane essenziale un approccio selettivo ai mercati emergenti per paese e settore.

SOVRAPPESO SULLE AZIONI DEL PACIFICO (GIAPPONE)

La solida crescita dei salari rimane un fattore di sostegno per le azioni giapponesi. Il fatto che la Banca del Giappone (BoJ) abbia posto fine all'era dei tassi di interesse negativi e abbia abbandonato la politica di controllo della curva dei rendimenti è stato ampiamente scontato dai mercati. L'aumento degli utili societari e la riforma della Borsa di Tokyo hanno inoltre incoraggiato ampi riacquisti di azioni. Sia il numero che il relativo volume di riacquisti di azioni annunciati hanno raggiunto il livello più alto dal 2009. Le valutazioni non appaiono costose nonostante la recente performance. Tuttavia, poiché il Giappone è un importante importatore di cibo ed energia, una debolezza sostenuta dello yen potrebbe avere un impatto sull'inflazione e quindi anche sulla politica monetaria della BoJ.

SOVRAPPESO SULLE OBBLIGAZIONI GLOBALI

Alla luce dei rendimenti attuali e del (previsto) cambiamento di politica monetaria da parte delle principali banche centrali occidentali, le obbligazioni globali continuano a offrire un profilo rischio-rendimento competitivo e interessante. Con l'inflazione che continua a raffreddarsi (ma con qualche incertezza sulla convergenza dell'inflazione verso l'obiettivo del 2% delle banche centrali, soprattutto a causa del persistente rallentamento dell'inflazione nel settore dei servizi), ribadiamo la nostra preferenza strategica per le "obbligazioni di alta qualità", come le obbligazioni societarie e governative investment grade (IG) in euro. I titoli di Stato a lunga scadenza possono svolgere un prezioso ruolo di "copertura macro" in caso di rallentamento economico significativo (anche se questo non è il nostro scenario di base).

SOVRAPPESO SULLE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE INVESTMENT GRADE IN EURO

Gli spread di credito sulle obbligazioni societarie 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 ristretti nonostante i recenti sviluppi in Francia. Nel complesso, si prevede che i fondamentali delle società IG rimangano 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. I tassi di default potrebbero aumentare, ma ciò non è motivo di preoccupazione.

SOTTOPESO SULLE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE HIGH YIELD

Gli spread creditizi delle obbligazioni societarie ad alto rendimento (HY), in particolare quelli delle società con basso rating, non sembrano ancora riflettere appieno un eventuale rallentamento sensibile dell'economia. Inoltre, le obbligazioni HY non sono sufficientemente liquide e quindi appaiono ancora meno interessanti nell'attuale fase del ciclo economico.

NEUTRALI SUI TITOLI DI STATO UEM

Dopo che la BCE ha dato il via alla svolta sui tassi d'interesse, manteniamo la nostra visione costruttiva su questa asset class in un contesto di raffreddamento dell'inflazione e in previsione di ulteriori tagli dei tassi d'interesse nella seconda metà dell'anno. Tuttavia, nonostante i recenti dati incoraggianti, non si può escludere completamente che l'inflazione si dimostri persistente e che quindi i tassi di interesse rimangano a un livello più alto più a lungo di quanto generalmente previsto (scenario di rischio). La nostra ponderazione neutrale per questa classe d'investimento rimane pertanto invariata.

NEUTRALI SUI TITOLI DI STATO NON UEM

Di recente sono diventati più visibili i segnali di rallentamento dell'economia statunitense. Tuttavia persiste il rischio che la Fed inizi il suo ciclo di allentamento più tardi e che la portata dei tagli ai tassi d'interesse sia meno ampia del previsto, nonostante la recente sorpresa positiva dei dati sull'inflazione.

NEUTRALI SULLE OBBLIGAZIONI DEI MERCATI EMERGENTI IN VALUTA FORTE

Le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta forte offrono in genere un interessante carry (vantaggio di rendimento rispetto ai titoli di Stato in euro), ma la nostra attenzione resta rivolta alle obbligazioni di alta qualità. Il rischio di credito e valutario va sempre considerato quando si investe in obbligazioni dei mercati emergenti. Rimaniamo difensivi e selettivi e continuiamo a evitare i Paesi con un elevato debito estero e deficit delle partite correnti.

SOVRAPPESO SULLE OBBLIGAZIONI DEI MERCATI EMERGENTI IN VALUTA LOCALE

Anche le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta locale offrono un carry interessante. C'è spazio per tagli dei tassi di interesse, che potrebbero avvantaggiare questa asset class. Inoltre, le valute dei mercati emergenti appaiono sottovalutate e probabilmente recupereranno terreno quando la Fed inizierà a tagliare i tassi di interesse. Nel breve termine, tuttavia, le obbligazioni dei mercati emergenti potrebbero essere gravate dall'atteggiamento attendista della Fed e dal rafforzamento del dollaro USA. Va inoltre notato che i potenziali rischi di credito e le fluttuazioni delle valute estere, che sono spesso più elevate nei mercati emergenti, possono influenzare i rendimenti potenziali.

SOTTOPESO SUI MERCATI MONETARI

La liquidità offre generalmente rendimenti interessanti, ma preferiamo gli investimenti in classi di attività a reddito fisso a rendimento più elevato, come le obbligazioni societarie denominate in euro con buoni rating creditizi, poiché continuiamo a prevedere un (ulteriore calo) dei tassi di interesse negli Stati Uniti e nell'Eurozona.

NEUTRALI SUGLI ALTERNATIVI

Gli investimenti alternativi continuano a offrire un potenziale di diversificazione per il portafoglio. Gli asset reali beneficiano del loro ruolo di strumenti di copertura contro l'inflazione.

NEUTRALI SULLE COMMODITIES

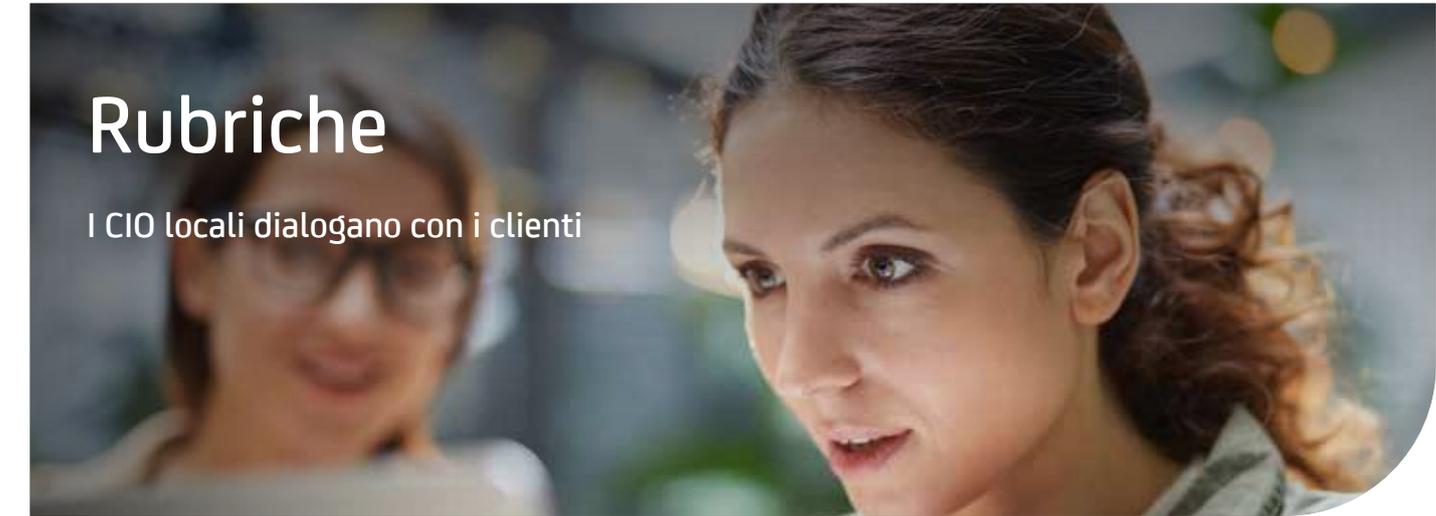
Le basse scorte petrolifere, i tagli alla produzione da parte dell'OPEC+ (i principali paesi produttori di petrolio e la Russia, per un totale di 23 stati), le tensioni geopolitiche e la maggiore crescita economica stanno sostenendo i prezzi del petrolio. Tuttavia, l'OPEC+ eliminerà gradualmente i tagli di 2,2 milioni di barili al giorno a partire da ottobre 2024.

NEUTRALI SULL'ORO

L'oro continua a beneficiare dell'aumento degli acquisti da parte delle banche centrali, in particolare da parte della Banca Popolare della Cina dopo che gli Stati Uniti e l'UE hanno deciso di congelare le riserve valutarie della banca centrale russa. Anche le aspettative di tassi di interesse più bassi e le incertezze geopolitiche rimangono fattori di supporto.

VALUTE

La crescita continua e robusta degli Stati Uniti (che è più forte che in altre regioni come l'Eurozona) e una Fed paziente, che sta ancora adottando un atteggiamento attendista di fronte all'inflazione persistente in alcuni settori, dovrebbero continuare a sostenere il dollaro USA nei prossimi mesi.



Rubriche

I CIO locali dialogano con i clienti

Risposte dall'Italia

RISCHIAMO UNA SECONDA “CRISI DEL DEBITO DELL’AREA EURO”?

I risultati delle recenti elezioni del Parlamento Europeo e la decisione del Presidente francese Macron di indire elezioni anticipate hanno avuto un impatto rilevante sui mercati finanziari dell’area euro.

Lo spread dei rendimenti dei titoli di stato francesi a 10 anni rispetto al corrispettivo titolo di stato tedesco si attesta nel momento in cui scriviamo intorno agli 80 punti base, in aumento dai 50 punti base di fine maggio. Lo spread rispetto a Bund invece dei titoli di stato italiani è aumentato, nello stesso arco temporale, da 130 a 160 punti base. Si tratta di movimenti rilevanti, che richiamano alla mente certe fasi storiche difficili, soprattutto per il debito dei cosiddetti paesi periferici dell’area Euro, e in particolare il periodo noto come crisi del debito dell’area Euro che ebbe luogo tra il 2010 e il 2012.

Benchè purtroppo pensiamo sia probabile che l’incertezza e la volatilità perduri fino alle elezioni francesi, non pensiamo di trovarci all’inizio di un periodo di crisi tale da necessitare una revisione dell’impostazione strategica dei nostri portafogli di investimento.

Partiamo intanto dal contesto macro generale. Gli eventi del periodo 2010-2012 innanzitutto furono conseguenza delle difficoltà delle finanze pubbliche dei paesi più indebitati dell’area Euro, conseguenti alla recessione globale del 2008-2009. Il culmine della crisi venne infatti raggiunto con la ristrutturazione del debito greco.

In termini sistemici oggi, è vero che la pandemia ha causato un aumento del livello medio del debito pubblico, ma questo è avvenuto in maniera sostanzialmente uniforme tra i paesi europei, per cui non ci sono temi di peggioramento relativo o paesi la cui condizione finanziaria sia particolarmente peggiore rispetto agli altri. Inoltre, la crisi sanitaria e il conflitto in Ucraina hanno reso sostanzialmente accettabili e quasi necessarie politiche economiche di supporto alle imprese e ai consumatori a carico del bilancio pubblico. Inoltre l’Unione Europea e la Banca Centrale Europea hanno nel corso degli anni affinato i meccanismi di monitoraggio, supporto e intervento per arginare rischi di eccessivo aumento del costo del debito dei paesi dell’area. Altro elemento di rilevante differenza, oggi il sistema finanziario e le banche in particolare sono molto più solide e dotate di capitale rilevante per gestire eventuali fasi di stress.

Analizziamo anche il contesto di mercato attuale. Tale ampliamento degli spread è avvenuto in sostanza per una rilevante contrazione dei rendimenti dei titoli di stato tedeschi, che hanno in parte beneficiato del loro ruolo di bene rifugio in caso di tensioni finanziarie. Ma tale contrazione è avvenuta anche in relazione ad analogo movimento al ribasso dei rendimenti dei titoli di stato statunitensi. Infatti gli investitori stanno lentamente rivalutando la lettura dell’ultima riunione della Federal Reserve alla luce dei recenti dati su mercato del lavoro e inflazione che dipingono un quadro più favorevole a un avvio della stagione dei tagli dei tassi nell’ultimo trimestre dell’anno in corso.

Altro elemento mitigante è la direzione della Banca Centrale Europea in materia di politica monetaria: dopo il primo taglio di giugno ci aspettiamo altri due tagli, uno per trimestre, per arrivare a fine anno a un tasso sui depositi al 3,25%. La fase più restrittiva della politica monetaria è quindi

alle nostre spalle, sia in termini di livello del costo del denaro e sue implicazioni sul costo del debito, sia in termini di riduzione dei flussi negativi sul mercato dei titoli di stato come conseguenza delle politiche di riduzione dell'attivo della banca centrale (c.d. restrizione quantitativa).

Infine, consideriamo le nostre politiche di costruzione dei portafogli. La parte prevalente dei nostri portafogli obbligazionari è investita in strumenti di elevata qualità, in termini di liquidità e merito creditizio: titoli di stato e obbligazioni societarie investment grade. Quindi l'impatto di un tale ampliamento degli spread è mitigato dalla presenza anche di titoli di stato tedeschi e da obbligazioni societarie che grazie al loro carry possono assorbire movimenti avversi in alcune componenti del portafoglio. Importante anche ricordare il nostro approccio globale agli investimenti azionari e la presenza quindi di un altro fattore di mitigazione dei rischi politici: stiamo parlando della presenza naturale di dollari statunitensi che derivano dalle importanti posizioni sull'azionario americano. Negli ultimi giorni abbiamo assistito ad un apprezzamento del dollaro statunitense rispetto all'euro, questo ha aiutato a mantenere il valore complessivo dei portafogli.

In sintesi, nonostante si affacci sul panorama un ulteriore elemento di incertezza politica, riteniamo di essere attrezzati al meglio per affrontare le eventuali fasi di volatilità.

ALESSANDRO CAVIGLIA, *Chief Investment Officer Italy, UniCredit SpA*

Risposte dall'Austria

QUALI POTREBBERO ESSERE LE IMPLICAZIONI DI UNA CONDANNA DI DONALD TRUMP RIGUARDO ALLE ELEZIONI PRESIDENZIALI AMERICANE?

Donald Trump è diventato il primo ex presidente ad essere riconosciuto colpevole di un reato. Il presidente del collegio giudicante, il giudice Juan Merchan, deve ora affrontare il compito senza precedenti di emettere la condanna per Trump. L'11 luglio, quattro giorni prima della Convention Nazionale Repubblicana, il giudice deciderà tra carcere, libertà vigilata o rilascio incondizionato, vale a dire nessuna pena. L'opzione della reclusione esiste ma, non avendo precedenti penali, è improbabile che Trump venga incarcerato. Trump può anche fare ricorso, e in tal caso potrebbero volerci mesi o anni perché il caso si chiuda. Trump deve affrontare altre tre incriminazioni: due riguardanti i suoi presunti tentativi di ribaltare la vittoria elettorale del presidente Biden nel 2020 e una secondo la quale avrebbe conservato illegalmente documenti classificati dopo aver lasciato la Casa Bianca. Trump è riuscito a ritardare le altre tre cause penali che lo riguardano. Nessuna delle tre potrebbe arrivare prima del giorno delle elezioni a novembre. Se eletto, Trump sarà il primo pregiudicato ad essere il commander-in-chief degli Stati Uniti. Tuttavia, Trump può ancora correre per la presidenza. Nulla nella Costituzione degli Stati Uniti vieta a un pregiudicato di ricoprire una carica pubblica. Se fosse rieletto presidente, Trump non potrebbe però concedersi la grazia. I mercati non sembrano influenzati direttamente dalla decisione. Dopo la sentenza di colpevolezza, solo le azioni della società di social media di Trump sono diminuite significativamente in valore per poi riprendersi leggermente in seguito. Difficilmente altre oscillazioni di mercato potrebbero essere ricollegate al verdetto del processo. Gli attori di mercato sostengono che è ancora troppo presto per decidere in che modo la sentenza influenzerà i mercati. Questa decisione non sembra necessariamente diminuire le possibilità di Trump di vincere a novembre, ma potrebbe creare un contesto politico di maggiore incertezza, che potrebbe ripercuotersi sui mercati. Va peraltro ricordato che anche la famiglia Biden deve affrontare alcune battaglie legali. Hunter Biden, figlio del presidente, è sotto processo con l'accusa di aver mentito sul fatto di fare uso di droghe all'atto dell'acquisto di una pistola. In un sondaggio di metà maggio condotto da una società di analisi, il 46% degli elettori registrati ha affermato che il presidente aveva agito in modo illegale in relazione a suo figlio. Una percentuale non così lontana dal 54% che ha affermato la stessa cosa a proposito di Trump riguardo al caso di Manhattan. La campagna di Trump ha dichiarato di aver raccolto quasi 53 milioni di dollari nelle 24 ore successive al verdetto, con più di un terzo dei donatori che ha donato per la prima volta. La condanna, dunque, non dovrebbe far diminuire il sostegno all'interno del partito repubblicano. Inoltre, Trump ha anche attirato alcuni nomi noti tra i suoi sostenitori. Sono, ad esempio, girate informazioni secondo cui il miliardario degli hedge fund Bill Ackman sarebbe propenso a sostenere Donald Trump nelle elezioni statunitensi.

Tutto sommato, è presto per trarre una conclusione su cosa significherà questa sentenza per le elezioni presidenziali. La tesi comunemente accettata nel 2016 secondo cui la vittoria di Donald Trump avrebbe danneggiato le azioni statunitensi si è rivelata errata. L'incertezza politica potrebbe, ad ogni modo, accentuarsi e parte di tale incertezza potrebbe trasferirsi ai mercati finanziari.

OLIVER PRINZ, *Co-Chief Investment Officer of UniCredit Bank Austria AG and Schoellerbank AG*

Risposte dalla Germania

QUALE IMPATTO AVRANNO, A SUO PARERE, LE ELEZIONI DEL PARLAMENTO EUROPEO?

Dopo la netta vittoria dell'alleanza di centro-destra del Partito Popolare Europeo con Ursula von der Leyen come candidata principale alle elezioni del Parlamento europeo, la 65enne tedesca può sperare nel rinnovo del suo mandato di Presidente della Commissione europea. Allo stesso tempo, il centro politico è riuscito ad affermarsi nelle elezioni: i partiti moderati ed europeisti, che comprendono i Socialdemocratici, i Verdi e i Liberali oltre al Partito Popolare Europeo, hanno ancora una chiara maggioranza nell'Europarlamento (anche se ridotta rispetto al 2019). Per il momento si tratta di una notizia positiva. Nel complesso, il risultato elettorale non dovrebbe provocare sconvolgimenti sostanziali, anche se la performance piuttosto debole dei Verdi riflette il fatto che apparentemente il problema della sicurezza ha (temporaneamente) preso il sopravvento sulla protezione del clima in queste elezioni, alla luce degli estesi cambiamenti degli ultimi anni.

Il fatto che in futuro ci saranno più membri del Parlamento europeo appartenenti a partiti di destra è motivo di preoccupazione. Anche nei due maggiori Stati membri dell'Unione Europea, Francia e Germania, a ottenere il maggior numero di voti sono stati due partiti nazionalisti euroscettici e di destra – il Rassemblement National di Marine Le Pen in Francia e Alternative fuer Deutschland in Germania. L'attenzione è puntata, in particolare, sulla Francia, dove il presidente Emmanuel Macron ha sciolto l'Assemblea nazionale francese immediatamente dopo le elezioni e ha annunciato a sorpresa nuove elezioni in due turni il 30 giugno e il 7 luglio. Dato che la coalizione di governo francese non ha la maggioranza assoluta all'Assemblea Nazionale da quasi due anni, nel peggiore dei casi Macron potrebbe essere costretto a passare gli ultimi tre anni della sua presidenza in **"coabitazione"**¹⁵ con una legislatura dominata dalla Le Pen. Questo limiterebbe probabilmente in modo significativo la sua influenza sugli affari politici interni. Per uno strano caso del destino, le elezioni in Francia coincideranno con quelle nel Regno Unito, dove quasi tutti i sondaggi prevedono una netta sconfitta per il Primo Ministro Rishi Sunak e i Tories all'inizio di luglio.

L'Europa sta chiaramente attraversando un periodo di turbolenza politica, che probabilmente si ripercuoterà anche sui mercati finanziari. I mercati azionari europei sono stati inizialmente frenati dall'esito delle elezioni europee, presumibilmente a causa dell'incertezza riguardo al corso della politica fiscale in Francia e al possibile indebolimento dell'asse franco-tedesco. Anche se appare prematuro dare un giudizio definitivo sulle implicazioni che il risultato delle elezioni potrebbe avere sui mercati finanziari nel medio termine, gli investitori sono interessati soprattutto alla stabilità (politica). Riteniamo, quindi, che il consiglio migliore sia di non lasciarsi allarmare dalle turbolenze di breve termine e attenersi ai propri piani a medio-lungo termine. Nonostante la volatilità politica, è soprattutto l'analisi completa delle condizioni macroeconomiche e dei fondamentali del mercato che, a nostro avviso, consente di prendere decisioni d'investimento a lungo termine fondate e promettenti. Un'adeguata diversificazione del portafoglio rimane una componente centrale della nostra strategia d'investimento.

¹⁵In caso di "coabitazione" il presidente e il capo del governo appartengono a partiti diversi. Qualora il Rassemblement National ottenga la maggioranza in Parlamento, Macron dovrebbe nominare come primo ministro un esponente di questo partito, che a sua volta nominerebbe i suoi colleghi ministri.

ANDAMENTO DEI PRINCIPALI INDICATORI FINANZIARI

Da	14.06.23	14.06.19	12.06.20	14.06.21	14.06.22	14.06.23	14.06.19	01.01.24
A	14.06.24	14.06.20	14.06.21	14.06.22	14.06.23	14.06.24	14.06.24	14.06.24
Indici azionari (ritorni, in %)								
MSCI Globale (in USD)	20,1	3,6	42,2	-14,7	19,0	20,1	81,8	11,3
MSCI Mercati Emergenti (in USD)	8,5	-0,7	43,5	-24,4	3,2	8,5	22,5	6,5
MSCI USA (in USD)	24,6	7,9	43,9	-12,9	19,1	24,6	103,4	14,1
MSCI Europa (in EUR)	13,8	-5,5	32,4	-7,0	18,2	13,8	57,0	9,5
MSCI AC Asia Pacifico (in USD)	9,2	3,8	36,8	-22,0	8,6	9,2	32,2	7,2
STOXX Europe 600 (in EUR)	13,8	-4,4	33,1	-8,3	17,9	13,8	56,9	9,3
DAX 40 (Germania, in EUR)	10,5	-1,8	31,2	-15,1	22,6	10,5	48,8	7,5
MSCI Italia (in EUR)	25,4	-9,2	36,9	-11,3	33,4	25,4	84,2	11,9
ATX (Austria, in EUR)	17,2	-21,0	60,0	-8,7	8,7	17,2	46,5	7,9
SMI (Svizzera, in CHF)	10,0	2,7	24,8	-7,3	8,7	10,0	42,6	11,5
S&P 500 (USA, in USD)	24,6	7,3	42,1	-10,9	19,1	24,6	104,3	14,6
Nikkei (Giappone, in JPY)	18,1	8,4	32,8	-6,9	28,7	18,1	102,9	16,9
CSI 300 (Cina, in Yuan)	-7,4	11,1	33,0	-17,7	-6,3	-7,4	8,1	4,0
Indici Obbligazionari (ritorni, in %)								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	-0,2	17,1	-4,9	-14,8	0,9	-0,2	-3,8	-0,9
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA, in USD)	1,7	11,0	-3,4	-11,2	0,4	1,7	-2,3	0,0
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	6,4	10,0	4,0	-15,0	3,0	6,4	7,2	1,1
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	3,9	2,2	-1,4	-16,5	-3,1	3,9	-15,9	-1,5
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	3,9	3,1	0,9	-15,6	-2,0	3,9	-11,1	-1,3
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	6,9	0,5	3,7	-13,6	0,9	6,9	-3,4	0,7
Rendimenti Obbligazionari (espressi in punti base = 0,01%)								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	50	-139	80	198	32	50	212	35
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA, in USD)	25	-145	38	260	75	25	243	34
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	-13	-104	-29	289	62	-13	196	21
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	-17	-20	19	199	70	-17	259	34
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-9	-29	-3	217	68	-9	250	39
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-59	7	-48	308	67	-59	284	24
Spread sulle Obbligazioni governative (credit spread, espresso in punti base)								
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA US Corporate Master)	-42	37	-80	57	-8	-42	-37	-9
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA US High Yield)	-92	204	-311	173	-72	-92	-94	-5
Obbligazioni Governative area Euro (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-28	18	-42	86	-21	-28	12	-11
Obbligazioni Governative area Euro (ICE BofA Euro High Yield)	-75	117	-234	229	-83	-75	-48	-40
Tassi di interesse del mercato monetario (espressi in punti base)								
Libor (USD, 3 mesi)	9	-209	-20	189	351	9	320	1
Euribor (EUR, 3 mesi)	17	-5	-18	30	377	17	403	-19
Tasso di Cambio con Euro (variazione in %)								
Dollaro USA (EUR-USD)	-1,2	0,1	7,1	-13,7	3,4	-1,2	-5,1	-3,3
Sterlina Inglese (EUR-GBP)	-1,6	0,8	-4,2	0,8	-1,3	-1,6	-5,5	-3,1
Franco Svizzero (EUR-SFR)	-2,3	-4,6	1,8	-4,5	-6,2	-2,3	-15,0	3,0
Yen Giapponese (EUR-JPY)	9,8	-1,0	9,6	5,8	7,5	9,8	37,7	7,3
Materie Prime (variazione in %)								
Commodity Index (GSCI, in USD)	18,6	27,7	4,9	-3,6	7,9	18,6	65,3	12,9
Metalli Industriali (GSCI, in USD)	8,2	-6,6	60,8	1,5	-11,3	8,2	47,9	9,0
Oro (in USD per oncia fine)	19,4	29,6	7,5	-2,7	8,0	19,4	72,7	12,9
Petrolio (Brent, in USD al barile)	9,1	-37,1	87,8	65,9	-39,5	9,1	32,7	6,3

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 14.06.2024.

Disclaimer

La presente pubblicazione 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. Si prega di fare riferimento a <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer>. Eventuali stime e/o valutazioni contenute nella presente pubblicazione rappresentano l'opinione autonoma e indipendente del Gruppo UniCredit e, al pari di tutte le informazioni in essa riportate, sono date in buona fede sulla base dei dati disponibili alla data della pubblicazione, tratte da fonti attendibili, ma aventi valore puramente indicativo e suscettibili di variazioni in qualsiasi momento dopo la pubblicazione, sulla cui completezza, correttezza e veridicità il Gruppo UniCredit non rilascia alcuna garanzia e non assume alcuna responsabilità. Gli interessati dovranno pertanto effettuare le proprie valutazioni di investimento in modo del tutto autonomo e indipendente, facendo affidamento esclusivamente sulle proprie considerazioni delle condizioni di mercato e delle informazioni complessivamente disponibili, anche in coerenza con il proprio profilo di rischio e la propria situazione economica. 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 di UniCredit S.p.A, UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG e UniCredit Bank GmbH 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 14 giugno 2024.



UniCredit SpA
Client Solutions



Indirizzo
Piazza Gae Aulenti, 3
20124 Milano



Online
unicreditgroup.eu/clientsolutions