



# Il pendolo dei mercati

La decisione della Fed  
e l'incertezza delle urne

Group Investment Strategy

## Monthly Outlook

Ottobre 2024

# Indice

SOMMARIO	3
LA LETTERA DEI CIO	4
IN EVIDENZA	6
MACRO & MARKETS	10
ASSET ALLOCATION DEI NOSTRI PORTAFOGLI IN GESTIONE	13
RUBRICHE	16

# Sommario



## QUADRO MACROECONOMICO

L'economia statunitense continua a mostrare segni di rallentamento, in particolare per quanto riguarda il mercato del lavoro e l'inflazione. Sebbene il tasso di disoccupazione sia leggermente diminuito ad agosto, la crescita dell'occupazione è stata inferiore alle aspettative. Tuttavia, nonostante l'attenuazione delle prospettive di crescita, le aspettative di un "soft landing" (atterraggio morbido) per l'economia statunitense rimangono intatte. D'altra parte l'inflazione continua lentamente a scendere, grazie alla riduzione dei prezzi dell'energia. L'inflazione core, che non considera energia e generi alimentari, è invece rimasta stabile a causa delle pressioni persistenti nel settore dei servizi; tuttavia gli indicatori suggeriscono che l'inflazione in questo comparto potrebbe gradualmente diminuire nei prossimi mesi. Nell'Eurozona la ripresa economica continua ad un ritmo lento, con una crescita modesta sostenuta dal settore dei servizi. Ad agosto l'inflazione è diminuita, principalmente a causa dei minori costi dell'energia, sebbene l'inflazione core rimanga elevata, a causa delle pressioni salariali. Nel frattempo, l'economia cinese continua a lottare con una crescita stagnante e un aumento del rischio di deflazione, poiché ad agosto la produzione industriale e le vendite al dettaglio hanno registrato performance inferiori alle aspettative.



## BANCHE CENTRALI

La Federal Reserve (Fed) ha iniziato il previsto ciclo di tagli dei tassi di interesse, riducendoli di 50 punti base a settembre. Questa decisione è stata motivata dal recente rallentamento dell'inflazione e dal raffreddamento del mercato del lavoro. Secondo il presidente della Fed Powell, queste tendenze giustificano un cambiamento nella politica monetaria, anche se l'economia statunitense rimane fondamentalmente solida. Le previsioni di crescita della Banca Centrale americana indicano una performance economica stabile e un'inflazione in calo verso l'obiettivo della banca centrale. Le future modifiche dei tassi saranno gradualmente, con il ritmo dei tagli che dipenderà dai dati economici. Allo stesso modo, la Banca Centrale Europea (BCE) ha ridotto i tassi di interesse a settembre. Nonostante alcune revisioni delle previsioni su inflazione e crescita, la BCE rimane ottimista sul ritorno dell'inflazione ai livelli target nei prossimi anni. Tuttavia, la BCE ha lasciato intendere che il taglio dei tassi alla prossima riunione non è scontato, indicando la necessità di ulteriori dati economici prima di prendere decisioni. Un altro taglio dei tassi è previsto entro la fine dell'anno.



## MERCATI FINANZIARI

Ad agosto, il sentiment di mercato è rimasto positivo, nonostante periodi di maggiore volatilità dovuti alle preoccupazioni per un possibile rallentamento economico negli Stati Uniti e un aumento dei tassi da parte della banca centrale giapponese. I mercati azionari inizialmente hanno subito un ribasso, ma si sono rapidamente ripresi, sostenuti dalle aspettative di tagli dei tassi di interesse e dai solidi risultati del secondo trimestre. Le azioni statunitensi ed europee hanno registrato guadagni significativi nella prima metà di settembre. Gli investimenti a reddito fisso hanno beneficiato della volatilità iniziale, per effetto della domanda di beni rifugio da parte degli investitori. Il focus principale rimane la normalizzazione della curva dei rendimenti, guidata da una diminuzione più marcata dei rendimenti a breve termine e da rendimenti a lungo termine relativamente stabili. I prezzi del petrolio sono diminuiti a causa delle preoccupazioni economiche globali, nonostante l'estensione dei tagli alla produzione da parte dell'OPEC+. Tuttavia, recentemente le rinnovate tensioni geopolitiche hanno aiutato a sostenere i prezzi. Il valore dell'oro è aumentato significativamente, alimentato dalle aspettative di tagli della Fed. Al contempo, spinto dalle stesse aspettative, l'euro ha guadagnato forza contro il dollaro.



# La lettera dei CIO

In occasione dell'ultima riunione FOMC (Federal Open Market Committee), la Federal Reserve (Fed) statunitense ha tagliato i tassi per la prima volta dal 2020, come ampiamente previsto. Dopo un acceso dibattito sui mercati alla vigilia della riunione riguardo all'entità del taglio, di 25 oppure 50 punti base (pb), con i mercati che di recente propendevano per la mossa più ampia, la Fed ha dato il via al ciclo dei tagli dei tassi con una mossa di 50 pb. Il presidente della Fed Jerome Powell ha dichiarato: "Il mercato del lavoro è solido e con la mossa di oggi vogliamo assicurare che rimanga tale". In altre parole, la Fed vuole garantire il cosiddetto **"soft landing"**<sup>1</sup>. I mercati azionari globali hanno reagito in modo perlopiù positivo alla decisione della Fed. Si tratta di una buona notizia, in quanto i mercati non hanno interpretato la significativa riduzione dei tassi di interesse come il segnale di una situazione economica difficile.

Per i mercati, le domande che stanno emergendo ora sono: Di quanto verranno ridotti complessivamente i tassi di interesse nell'attuale ciclo di allentamento? E in che tempi la Fed si avvicinerà a tale obiettivo? I mercati stanno attualmente prezzando la possibilità che la Fed riduca i tassi di interesse di altri due punti percentuali (pp) entro il 2026. Secondo le aspettative del mercato, l'obiettivo è quindi tra il 2,5% e il 3%. Inoltre, il mercato si aspetta che la Fed effettui la metà dei suoi tagli dei tassi entro gennaio 2025. Le proiezioni della stessa Fed sono leggermente più caute, con una mediana di due soli ulteriori tagli dei tassi entro la fine del 2024 e quattro tagli in totale l'anno prossimo. I mercati e la mediana delle aspettative dei governatori della Fed non sono molto distanti per quanto riguarda la previsione del punto finale del ciclo di riduzione dei tassi. La previsione della Fed, che dovrebbe essere raggiunta entro il 2026, è di 2,875%. Per inciso, questo livello corrisponde anche all'aspettativa di equilibrio a lungo termine della Fed. Quest'ultimo è spesso interpretato come "tasso neutrale", ossia il tasso di interesse associato a un tasso di inflazione stabile in un'economia che opera a piena capacità nel medio termine, e che, in parole semplici, non ha né un effetto di stimolo né un effetto frenante sull'economia.

Lo scenario di "soft landing" sta quindi guadagnando sempre più terreno come il percorso più probabile. Non si tratta di uno scenario nuovo ed era già predominante lo scorso anno e all'inizio del 2024, tuttavia, nel corso del primo semestre dell'anno, ci sono stati ripetuti appelli a uno scenario di "no landing" o "non atterraggio", ossia uno scenario in cui la banca centrale riesca a far scendere l'inflazione fino all'obiettivo del 2% senza un rallentamento evidente dell'attività economica. Anche se di recente i deboli dati del mercato del lavoro statunitense hanno riportato in primo piano il rischio di un'imminente recessione, ad oggi non si riscontrano segnali che supportino questi timori. Al contrario il contesto economico statunitense rimane straordinariamente solido.

La situazione in Europa è un po' diversa. Le speranze che l'economia tedesca, possa riprendersi quest'anno, dopo anni di shock dei prezzi dell'energia, non si sono (ancora) concretizzate, nonostante il prezzo del petrolio sia tornato al livello precedente l'inizio della guerra in Ucraina (mediana delle aspettative degli analisti). Sebbene non si preveda una recessione nell'Eurozona o in Germania, le stime di consenso continuano a indicare una stagnazione economica. Per i prossimi trimestri è prevista una crescita trimestrale dello 0,3-0,4% per l'Eurozona (ovvero una crescita annualizzata dell'1,2-1,6%), mentre per la Germania si prevede solo una crescita dello 0,2-0,3% (crescita annualizzata dello 0,8-1,2%). Anche le aspettative di crescita per Italia e Francia sono superiori a quelle della Germania.

<sup>1</sup>Il soft landing descrive una fase in cui la crescita economica rallenta ma l'economia non entra in recessione. Un hard landing, invece, descrive un improvviso e brusco rallentamento dell'economia, che di solito conduce a una recessione.

Le azioni europee e, in particolare, quelle tedesche si stanno comunque dimostrando straordinariamente solide. Il DAX è salito del 12% circa dall'inizio dell'anno e anche lo STOXX Europe 600, che comprende le 600 maggiori azioni europee, ha registrato guadagni a due cifre. Anche il Nikkei si è ripreso in qualche misura dalla debolezza estiva e attualmente è in rialzo del 14% circa in yen giapponesi da inizio anno. Tuttavia, sono i listini statunitensi ad essere in testa ai principali mercati azionari mondiali. L'indice S&P 500 ha guadagnato quasi il 21% in dollari nel 2024. La performance sorprendentemente solida delle azioni europee, nonostante la deludente situazione macroeconomica, potrebbe suscitare qualche incertezza tra gli investitori, ma riteniamo che ci sia una spiegazione: i mercati azionari non sempre riflettono la situazione economica nazionale. Come è noto, il DAX tiene conto dell'andamento delle 40 maggiori società azionarie tedesche, che comprendono società del settore finanziario e del segmento tecnologico (ognuna delle quali ha registrato una forte performance quest'anno), oltre ai grandi titoli industriali (alcuni dei quali sono stati piuttosto deboli, ad esempio quelli dell'industria automobilistica e chimica, ma altri sono stati tra i migliori performer, ad esempio quelli del settore delle attrezzature e dell'impiantistica).

La performance dei mercati azionari è trainata dalle aspettative di forte crescita degli utili per i prossimi anni. Le aziende tedesche dovrebbero registrare una crescita degli utili del 13% nel 2025 e del 10% l'anno successivo, segnando una netta ripresa rispetto alle delusioni del 2023 e 2024, in cui gli utili sono cresciuti a stento. Le società tedesche raggiungeranno quindi tassi di crescita dei profitti attesi quasi pari a quelli delle aziende statunitensi (16% nel 2025 e 10% nel 2026). Per le aziende europee si prevede una crescita degli utili dell'8% in ciascuno dei prossimi due anni. Inoltre, le valutazioni delle società europee e tedesche non sono particolarmente elevate, in termini di rapporto prezzo/utili (P/E). I rapporti P/E medi sono pressoché in linea con la media a lungo termine. Nell'ipotesi che i tali rapporti non aumentino, gli indici azionari dovrebbero crescere in linea con gli utili. Per gli indici europei, ciò corrisponderebbe a rendimenti di poco inferiori al 10%, ovvero di poco inferiori ai livelli dei rendimenti statunitensi. Tuttavia, rapporti P/E invariati sarebbero piuttosto insoliti rispetto agli standard storici in una fase di crescita degli utili e contemporaneo calo dei rendimenti reali (le banche centrali taglieranno i tassi d'interesse mentre i tassi d'inflazione rimarranno probabilmente stabili). Sulla base dell'esperienza passata, in uno scenario simile ci si potrebbe persino aspettare un leggero aumento del rapporto P/E.

Se lo scenario di base che sottende le attuali aspettative di mercato per la crescita dell'economia e degli utili si concretizzerà, aspettative di performance per i portafogli azionari globali comprese tra l'8% e il 10% e per i portafogli a reddito fisso con un buon rating creditizio tra il 3% e il 5% nei prossimi 12-18 mesi appaiono del tutto plausibili. In uno scenario di rischio, per contro, queste aspettative potrebbero rivelarsi troppo ottimistiche, poiché è indubbio che l'economia statunitense sia in fase di raffreddamento (motivo per cui anche la Fed ha iniziato a tagliare i tassi di interesse). Come già sottolineato, le aspettative del mercato riflettono uno scenario di "soft landing". Tuttavia, non è certo se la Fed riesca a fermare in tempo il rallentamento e a evitare una recessione. Anche le elezioni statunitensi comportano maggiore incertezza (si veda la sezione In evidenza). I rischi, in particolare per i mercati europei, possono derivare anche dal deludente andamento economico della Cina. Un ulteriore calo della domanda di beni europei da parte della Cina potrebbe avere un impatto negativo sull'export. Infine, sono presenti anche diversi rischi geopolitici (guerra in Ucraina, Medio Oriente e tensioni tra Taiwan e Cina) che potrebbero rivelarsi fattori negativi. Per questi motivi, attualmente manteniamo un peso neutrale sulle azioni e tendiamo a privilegiare le strategie azionarie difensive. Dalla prospettiva attuale, un posizionamento più ciclico e ottimista nei confronti delle azioni sembra prematuro, almeno fintanto che la traiettoria economica negli Stati Uniti e in Europa, ma anche in Cina, non sarà stabilmente positiva.

**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*

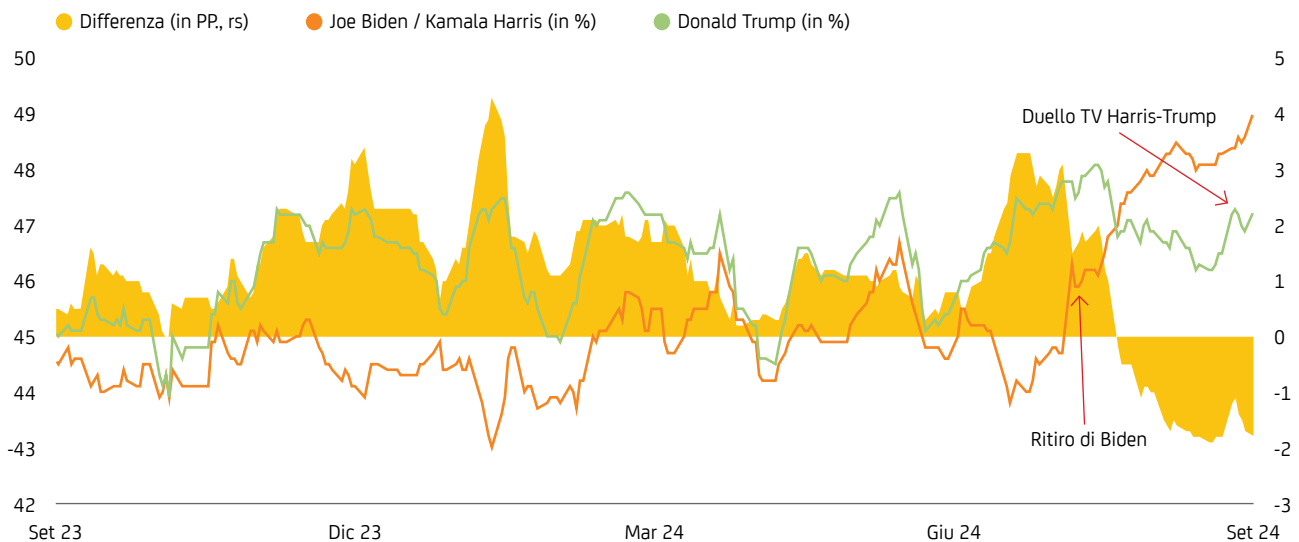


# In evidenza

La campagna elettorale statunitense entra nel vivo

A ottobre la campagna elettorale per le presidenziali statunitensi entra nella fase decisiva. Nell'edizione di maggio del nostro Monthly Outlook abbiamo già analizzato le posizioni dei due schieramenti sotto vari ambiti. In termini di contenuti, le ultime settimane hanno fornito pochi spunti nuovi. Tuttavia, le possibilità elettorali dei Democratici sono migliorate significativamente da luglio, quando il democratico Joe Biden ha annunciato che non si sarebbe ricandidato, ritirandosi dalla corsa presidenziale a favore della sua vice Kamala Harris dopo il dibattito televisivo contro l'ex presidente e candidato repubblicano Donald Trump. Da inizio agosto Harris è in testa nei sondaggi nazionali, anche se il suo vantaggio su Trump è risicato e si continua a prevedere un testa a testa (si veda il Grafico 1). Se Harris dovesse vincere le elezioni del 5 novembre, in cui sarà rieletta anche l'intera Camera dei Rappresentanti e circa un terzo dei 100 seggi del Senato, sarebbe la prima donna a diventare presidente degli Stati Uniti.

## 1. HARRIS È IN TESTA NEI SONDAGGI NAZIONALI DA INIZIO AGOSTO



Nota: Il grafico mostra i valori medi di numerosi sondaggi. RealClearPolitics raccoglie i sondaggi condotti da vari istituti e ne calcola il valore medio. L'obiettivo è quello di compensare valori anomali casuali o distorsioni sistematiche dei singoli istituti.

Fonte: Real Clear Politics, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

Periodo di osservazione: 15/09/2014-15/09/2024

Tuttavia, una delle caratteristiche specifiche del sistema elettorale statunitense è che un candidato può ricevere la maggioranza dei voti a livello nazionale (voto popolare) ma perdere comunque le elezioni. Il presidente degli Stati Uniti non viene eletto direttamente dal popolo, bensì in via indiretta dal **Collegio Elettorale**<sup>2</sup>, a scrutinio segreto e maggioranza semplice, 41 giorni dopo le elezioni. Se un candidato ottiene la maggioranza dei voti in uno Stato, gli vengono assegnati tutti i voti elettorali di quello Stato, con alcune eccezioni. Di conseguenza, la campagna elettorale si sta concentrando sui pochi Stati in cui probabilmente si decideranno le elezioni, i cosiddetti "swing states" o Stati in bilico: Arizona, Georgia, Michigan, Nevada, North Carolina, Pennsylvania e Wisconsin. Secondo la maggior parte dei sondaggi, al momento il margine negli Stati in bilico è molto ridotto, al punto da rientrare in alcuni casi entro il limite di errore statistico.

<sup>2</sup> I Grandi Elettori sono in totale 538, distribuiti tra i 50 Stati federali e Washington D.C., proporzionalmente alla popolazione.

## Scambio di colpi infuocato nel duello televisivo

Il 10 settembre i due candidati hanno ingaggiato un acceso scambio di colpi durante il duello televisivo a Philadelphia. Harris è riuscita a mettere Trump più volte sulla difensiva, in particolare riguardo alla sua posizione sull'aborto, ai suoi procedimenti penali e sulla sua politica estera. La sua strategia di frecciate mirate sembra aver funzionato: secondo un **sondaggio della CNN**<sup>3</sup>, il 63% degli interpellati ritiene che Harris sia uscita vincitrice dal dibattito televisivo. Harris aveva reso pubblico il suo programma elettorale poco prima del dibattito. Mentre il "nuovo corso" di Harris significherebbe perlopiù "business as usual" e proseguirebbe le politiche di Biden, le incertezze di una nuova presidenza Trump appaiono decisamente maggiori. Tuttavia, va precisato che l'attuazione dell'agenda legislativa da parte di uno o dell'altro fronte dipenderà in modo cruciale da quale partito controllerà il Congresso. Le misure fiscali richiedono di solito l'approvazione del Congresso, mentre la politica commerciale statunitense può essere disciplinata soprattutto mediante decreti presidenziali. Secondo i sondaggi attuali, è improbabile che uno dei due schieramenti possa avere **la maggioranza in entrambe le Camere**<sup>4</sup>.

Nel dibattito televisivo è emerso ancora una volta che lo stato dell'economia statunitense riveste un'importanza cruciale per l'esito delle elezioni del 5 novembre. In termini di politica commerciale, i segnali sono tutti per il proseguimento del protezionismo, indipendentemente da chi si insedierà alla Casa Bianca. Trump, fautore di una politica commerciale aggressiva e fortemente protezionistica, in particolare nei confronti della Cina, vuole imporre dazi addizionali del 10-20% su tutte le importazioni statunitensi, comprese quelle provenienti da Paesi alleati, e del 60% (o più) sulle importazioni dalla Cina. Ciò significa che il programma di politica commerciale di Trump è significativamente più protezionistico di quello di Harris. Anche i Democratici, tuttavia, considerano sempre più l'economia come una componente fondamentale della sicurezza nazionale e la Cina come la sua più grande minaccia. L'amministrazione Biden ha mantenuto la maggior parte dei dazi sulle importazioni introdotti da Trump. Anche l'Eurozona (e probabilmente soprattutto l'economia tedesca, che dipende dalle esportazioni) risentirebbe del protrarsi di una posizione rigida degli Stati Uniti nei confronti della Cina, ancora alle prese con una **debole ripresa dell'economia**<sup>5</sup>, o addirittura di un'escalation del conflitto commerciale. A livello di **politica fiscale**<sup>6</sup>, con Harris l'aliquota di tassazione delle imprese negli Stati Uniti potrebbe passare dall'attuale 21% al 28%, mentre Trump promuove un'ulteriore riduzione al 15% per le società che producono negli Stati Uniti. Nel breve termine l'ampliamento di questi tagli fiscali potrebbe dare una spinta agli utili societari e imprimere un impulso positivo al mercato azionario statunitense. Nel lungo termine, tuttavia, le riduzioni fiscali farebbero probabilmente salire il debito pubblico statunitense, che sotto l'attuale amministrazione è aumentato a circa 35.000 miliardi di dollari, e quindi ci si potrebbe aspettare un cosiddetto **"bear steepening"**<sup>7</sup> della curva dei rendimenti statunitensi. Ciò renderebbe più oneroso il servizio del debito e limiterebbe ulteriormente il margine di manovra a livello fiscale. Il programma di politica economica di Trump **alimenterebbe di nuovo l'inflazione**<sup>8</sup> (nell'ipotesi che venga attuato nei termini annunciati).

## Le azioni statunitensi restano una componente basilare di un'asset allocation bilanciata e diversificata

Di conseguenza, mentre una vittoria dei Repubblicani (soprattutto se sommata alla conquista anche del Congresso) rappresenta un rischio per le prospettive dell'inflazione e per i rendimenti dei titoli di Stato USA, le azioni statunitensi rimangono una componente primaria di un'asset allocation equilibrata e diversificata, indipendentemente dall'esito delle elezioni. Negli ultimi 10 anni il mercato azionario statunitense nel suo complesso (rappresentato dall'indice MSCI USA) ha registrato una performance nettamente migliore rispetto alla maggior parte degli indici di altri Paesi o regioni industrializzati, come il suo omologo europeo (MSCI Europe) o il corrispondente indice dei mercati emergenti (MSCI Emerging Markets, si veda il Grafico 2).

<sup>3</sup>Link al corrispondente comunicato stampa della CNN: <https://edition.cnn.com/2024/09/11/politics/election-poll-trump-harris-debate/index.html>

<sup>4</sup>Il Congresso degli Stati Uniti è composto da due organi legislativi, il Senato e la Camera dei Rappresentanti.

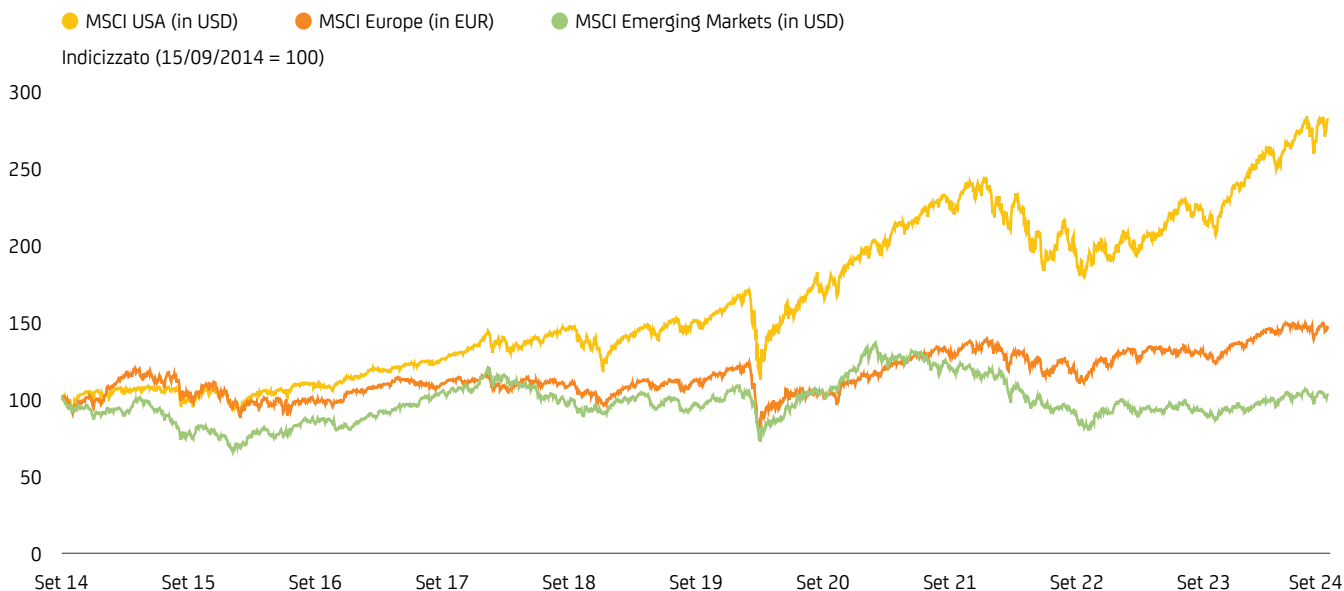
<sup>5</sup>Nel secondo trimestre il prodotto interno lordo (PIL) cinese è cresciuto solo del 4,7% e si dubita che l'obiettivo ufficiale di crescita del 5% circa sia raggiungibile senza un importante pacchetto di stimoli economici (si veda anche la sezione Macro & Markets).

<sup>6</sup>Harris, ad ogni modo, intende tassare solo le plusvalenze realizzate al 28%, 10 punti percentuali abbondanti in meno rispetto a Biden.

<sup>7</sup>"Bear Steepening" è il termine utilizzato per descrivere l'irripidimento della curva dei rendimenti che si verifica quando i tassi di interesse a lungo termine aumentano più rapidamente di quelli a breve termine.

<sup>8</sup>Anche la politica di Trump sull'immigrazione, se attuata come dichiarato, porterebbe probabilmente a un aumento dell'inflazione.

## 2. ROBUSTA PERFORMANCE DEL MERCATO AZIONARIO STATUNITENSE NEGLI ULTIMI ANNI



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: Elaborazioni interne UniCredit Group Investment Strategy

Periodo di osservazione: 15/09/2014-15/09/2024

Negli ultimi anni la crescita economica statunitense è stata superiore a quella dell'Eurozona e i fattori demografici e la produttività (ma non solo) faranno probabilmente sì che tale andamento non muti nel prossimo futuro. Le Nazioni Unite stimano che negli Stati Uniti, diversamente da Eurozona, Giappone o Cina, il numero delle persone in età lavorativa non si ridurrà nei prossimi decenni. Anche il numero considerevole di società leader di mercato globali e imprese innovative in crescita depone a favore dell'attrattiva del mercato azionario statunitense. Gran parte della capitalizzazione di mercato dell'indice MSCI USA è costituita dal settore tecnologico e da una manciata di **multinazionali con un'elevata valutazione**<sup>9</sup>. A prescindere da chi siederà alla Casa Bianca in futuro, è evidente che la domanda di questi titoli rimarrà alta. Questo anche perché l'intelligenza artificiale (AI), sta alimentando un massiccio ciclo di investimenti che probabilmente porterà ad aumenti di produttività e risparmi sui costi. Di conseguenza, nonostante l'incertezza riguardo alle elezioni, riteniamo che gli investitori facciano bene a mantenere un peso adeguato di azioni statunitensi nei loro portafogli. Nel breve termine prevediamo condizioni più difficili per questa asset class solo in caso di recessione e al momento non ci aspettiamo un simile scenario di **"hard landing"**<sup>10</sup>. Nella selezione degli asset, occorre anche tenere presente che le condizioni economiche di alcuni settori potrebbero dipendere in modo significativo dall'esito delle elezioni, in particolare quelli fortemente regolamentati o sovvenzionati.

<sup>9</sup>Le cosiddette "megacap" sono le aziende con capitalizzazione di mercato superiore a 200 miliardi di dollari.

<sup>10</sup>Un "hard landing" o atterraggio duro è caratterizzato da un significativo indebolimento dell'economia, aumento del tasso di disoccupazione e riduzione dell'attività economica.



# Macro & Markets

La Fed annuncia il primo taglio dei tassi, la BCE prosegue gradualmente l'allentamento monetario

## LA BANCA CENTRALE AMERICANA AVVIA IL CICLO DI RIDUZIONE DEI TASSI E CONFERMA LO SCENARIO DI “SOFT LANDING”

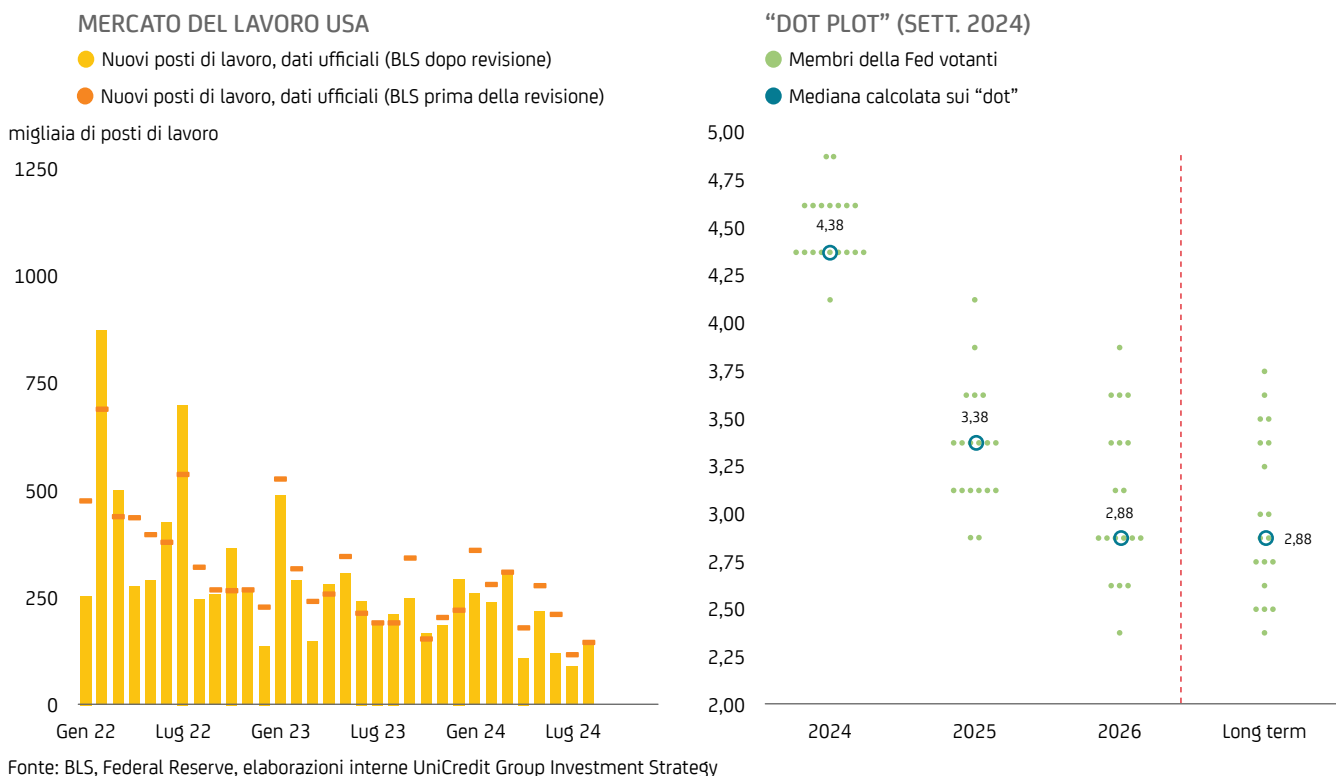
L'economia statunitense continua a perdere slancio. Il mercato del lavoro, particolarmente importante per gli Stati Uniti, ha mostrato un quadro sfavorevole ad agosto: mentre il tasso di disoccupazione è sceso, l'aumento dell'occupazione è stato deludente. In particolare, nel contesto di crescita dei mercati finanziari hanno pesato le forti revisioni al ribasso dei dati sull'occupazione nei mesi precedenti. Nonostante le revisioni dei dati, riteniamo che il nostro scenario di base di “soft landing” per l'economia statunitense rimanga intatto e non prevediamo una recessione (si veda il Grafico 3). Il rallentamento è evidente anche sul fronte dell'inflazione. La crescita generale dei prezzi è scesa ulteriormente ad agosto al 2,5% rispetto allo stesso mese dell'anno scorso dal 2,9% di luglio, soprattutto per effetto del calo dei costi energetici. L'indice core (tasso generale al netto delle componenti volatili dell'energia e dei prodotti alimentari) è rimasto al 3,2% anno/anno ad agosto, principalmente a causa dell'inflazione persistente nel settore dei servizi. Tuttavia, diversi indicatori anticipatori suggeriscono che anche in questo settore la pressione sui prezzi dovrebbe gradualmente attenuarsi nei prossimi mesi.

Come previsto, la Federal Reserve (Fed) statunitense ha avviato il suo ciclo di tagli dei tassi di interesse nella riunione di settembre. Il taglio dei tassi di 50 punti base (pb) al 5,00% (limite superiore per il tasso di interesse effettivo) è stato più consistente di quanto la maggior parte degli economisti si aspettasse, sebbene i mercati finanziari avessero già prezzato una riduzione dei tassi di questa entità nei giorni precedenti la riunione. Secondo il presidente della Fed Jerome Powell, i progressi compiuti nella **disinflazione**<sup>11</sup> e il rallentamento del mercato del lavoro rendono necessario un riallineamento della politica monetaria. Secondo la Fed, l'economia statunitense è sostanzialmente in buona forma e il taglio dei tassi d'interesse serve a mantenerla tale. Ciò si riflette anche nelle previsioni di crescita aggiornate della Fed per quest'anno e per i tre anni successivi, che continuano a stimare una solida espansione economica del 2%. Le previsioni sull'inflazione sono state riviste ulteriormente al ribasso e confermano che la Fed si vede avviata verso l'obiettivo del 2%. Il **“dot plot”**<sup>12</sup> aggiornato mostra un ciclo di riduzione dei tassi più graduale (si veda il Grafico 3), con il Comitato di Politica Monetaria che oscilla tra tagli cumulativi dei tassi di 25 e 50 pb circa nelle restanti due riunioni di quest'anno, e una proiezione mediana di 100 pb di tagli per il prossimo anno. Tuttavia, durante la conferenza stampa Powell ha sottolineato che tutte le opzioni rimangono aperte e che l'entità e il ritmo effettivi dei tagli dei tassi dipenderanno dall'insieme dei dati economici. Stimiamo che la Fed taglierà i tassi di interesse di altri 50 punti base entro fine anno.

<sup>11</sup>La disinflazione si riferisce a una situazione in cui i tassi di inflazione scendono nel tempo ma rimangono al di sopra dello zero. Se i tassi di inflazione scendono sotto lo zero, la disinflazione diventa deflazione.

<sup>12</sup>Il diagramma a punti (dot plot) mostra dove ciascun membro del FOMC vede i tassi di interesse alla fine dell'anno in corso, in due o tre anni consecutivi (a seconda del periodo dell'anno) e nel lungo termine. Ogni “punto” rappresenta il punto di vista di un singolo membro.

### 3. LE REVISIONI DEI DATI MOSTRANO UN INDEBOLIMENTO DEL MERCATO DEL LAVORO, LA FED MODIFICA LE STIME SUI TASSI DI INTERESSE



### EUROZONA: TREND DI DISINFLAZIONE IN CORSO, LA BCE CONTINUA A TAGLIARE I TASSI D'INTERESSE

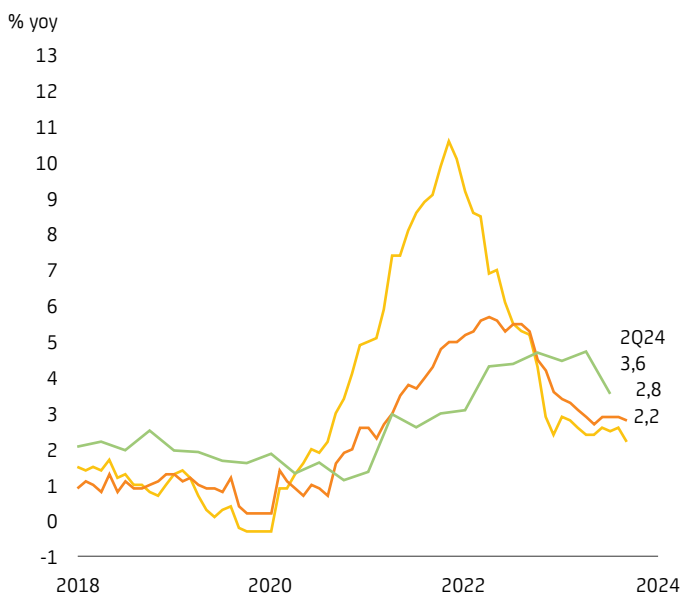
La ripresa economica dell'Eurozona è proseguita nel secondo trimestre. La crescita rivista del PIL è stata dello 0,2% rispetto al trimestre precedente e, quindi, inferiore di soli 0,1 punti percentuali (pp) rispetto al dato del primo trimestre dell'anno. Dalle indagini condotte presso le imprese, in particolare dagli indici dei responsabili degli acquisti, arrivano segnali che puntano a una ripresa sostenuta. Sebbene questi dati continuino a indicare che la fase di debolezza dell'industria non è ancora stata superata, il settore dei servizi è chiaramente in modalità di espansione e dovrebbe quindi sostenere l'economia dell'Eurozona. L'inflazione complessiva è scesa al 2,2% su base annua ad agosto (dal 2,6% di luglio), soprattutto grazie al calo dei prezzi dell'energia (si veda il Grafico 4). L'inflazione core è scesa solo leggermente al 2,8% dal 2,9% del mese precedente. L'ostinata inflazione nel settore dei servizi, che ad agosto è salita di nuovo leggermente al 4,2%, richiede un attento monitoraggio. Anche in questo caso, tuttavia, ci aspettiamo che il tasso core scenda ulteriormente verso l'obiettivo della banca centrale del 2% nei prossimi trimestri a causa del calo della pressione salariale (nel secondo trimestre dell'anno in corso si è registrato un calo significativo al 3,6% da ben oltre il 4% del trimestre precedente).

Come previsto, la Banca Centrale Europea (BCE) ha abbassato il tasso sui depositi di 25 punti base nella riunione di settembre, portandolo al 3,50% (si veda il Grafico 4). Il tasso di rifinanziamento è stato abbassato dal 4,25% al 3,65%, in linea con l'annunciata riduzione di 15 pb del divario tra i due tassi di riferimento. Oltre alla decisione sui tassi di interesse, la banca centrale ha presentato anche le previsioni riviste per crescita e inflazione. La nuova previsione per l'inflazione generale è rimasta invariata rispetto a giugno, mentre quella per l'inflazione core è stata leggermente aumentata. Nonostante questo annuncio, la BCE continua a prevedere che entrambi gli indicatori muoveranno verso il 2% entro la fine del 2025. La banca centrale ha rivisto leggermente al ribasso le stime di crescita per i singoli anni del periodo di previsione (2024-2026), soprattutto a causa del debole andamento dei consumi. La BCE non prevede comunque una recessione e mantiene il suo outlook economico generale positivo per i prossimi anni. Nel corso della conferenza stampa, la presidente della BCE Christine Lagarde è rimasta vaga sui tempi e l'entità del prossimo taglio dei tassi di interesse. Tuttavia, da alcune dichiarazioni della conferenza stampa è possibile leggere un'indicazione del fatto che la banca centrale manterrà probabilmente i tassi di interesse fermi nella prossima riunione di ottobre. Manteniamo, pertanto, la nostra aspettativa che la BCE taglierà i tassi di interesse ancora una volta quest'anno, di 25 pb, nella riunione di dicembre.

#### 4. IN EUROZONA INFLAZIONE E CRESCITA DEI SALARI CONTINUANO A DIMINUIRE, LA BCE ABBASSA NUOVAMENTE I TASSI DI RIFERIMENTO NELLA RIUNIONE DI SETTEMBRE

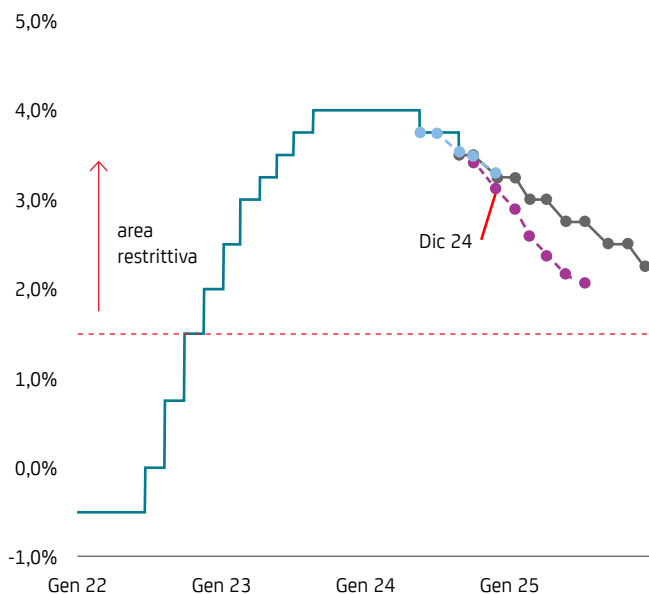
##### INFLAZIONE

- Inflazione Eurozona (indice armonizzato HICP)
- Tasso core Eurozona (escl. energia e alimentari)
- Indicatore salari BCE, accordi salariali collettivi (Eurozona)



##### TASSO D'INTERESSE DI RIFERIMENTO E ASPETTATIVE DI MERCATO

- Tasso BCE sui depositi
- Previsione UniCredit
- OIS ESTR (dalla riunione della BCE di luglio)
- OIS ESTR (dalla riunione della BCE di settembre)



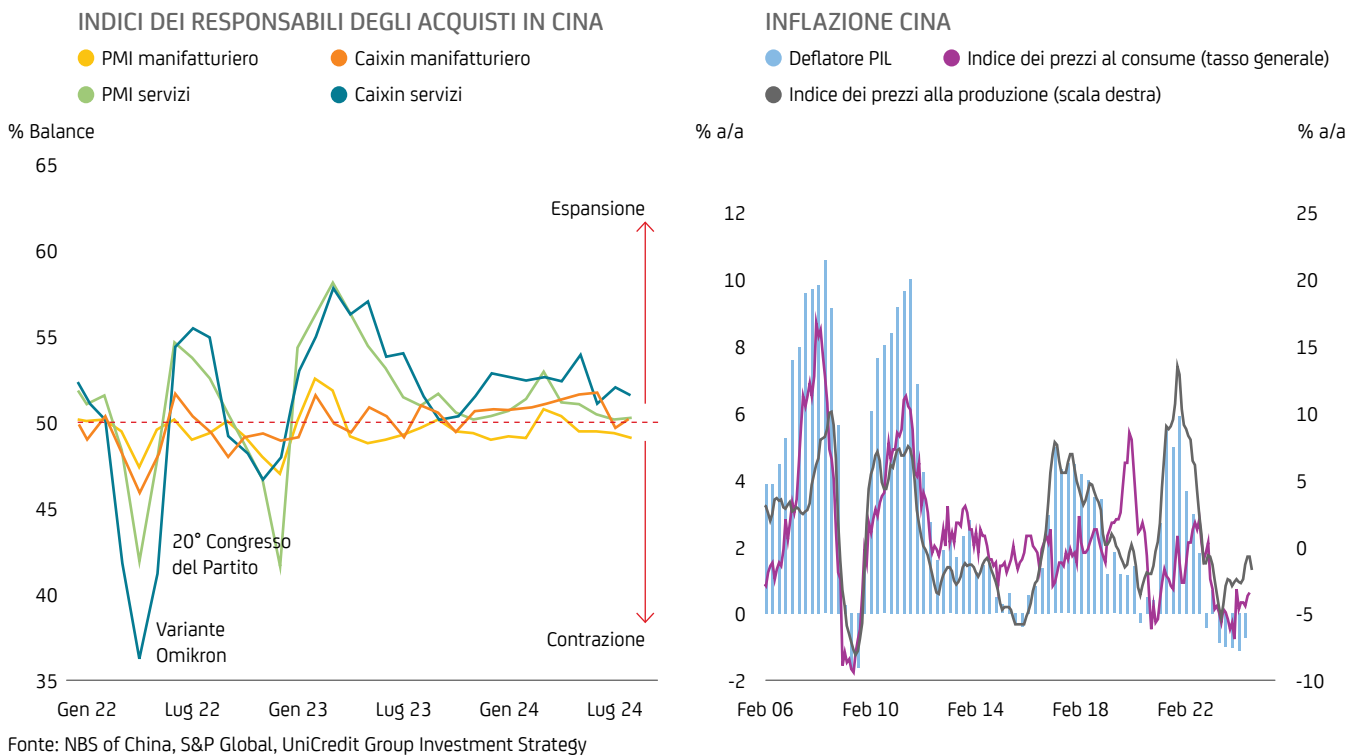
Fonte: Eurostat, BCE, elaborazioni interne UniCredit Group Investment Strategy

#### CINA: LA RIPRESA ECONOMICA RIMANE DEBOLE, AUMENTANO I RISCHI DI DEFLAZIONE

Gli indicatori anticipatori pubblicati di recente, in particolare le indagini e gli indicatori del sentiment, suggeriscono che la persistente debolezza dell'economia cinese dovrebbe proseguire nel terzo trimestre dell'anno in corso. Gli indici dei responsabili degli acquisti per il settore manifatturiero restano nelle vicinanze o in zona di contrazione (ovvero al di sotto della soglia dei 50 punti). L'unico fattore di sostegno è il settore dei servizi, che è ancora in territorio di espansione ma che di recente ha perso slancio. Anche i dati economici cosiddetti "hard", come produzione industriale e vendite al dettaglio, segnalano un andamento meno dinamico dell'economia: entrambe si sono rivelate infatti inferiori alle aspettative nel mese di agosto.

La debolezza dell'economia si riflette anche sulla pressione inflazionistica, che resta ridotta. Le varie misure dell'inflazione continuano a registrare tassi mensili contenuti. L'inflazione dei prezzi al consumo è aumentata solo leggermente dello 0,6% su base annua ad agosto, mentre i prezzi alla produzione sono diminuiti in misura significativa del -1,8% anno/anno (in calo rispetto al -0,8% di luglio). Il deflatore del PIL, che ha un'ampia base e comprende l'andamento dei prezzi di tutti i beni e servizi dell'economia cinese, è in territorio negativo da cinque trimestri consecutivi, segno di una tendenza deflazionistica strutturale. Ciò significa che tutti i principali indicatori dell'inflazione cinese sono al di sotto dei livelli storici, fatto che evidenzia le difficoltà della sfida di rilanciare la domanda interna, mantenendo la stabilità dei prezzi.

## 5. LA DEBOLEZZA DELL'ECONOMIA E I CRESCENTI RISCHI DI DEFLAZIONE OFFUSCANO LE PROSPETTIVE DI CRESCITA



## MERCATI FINANZIARI: I TAGLI AI TASSI D'INTERESSE DA PARTE DELLE BANCHE CENTRALI CREANO UN CLIMA POSITIVO

Il mese di agosto è stato generalmente caratterizzato da un tono di mercato positivo. L'attenzione del mercato ai temi della crescita e dell'indebolimento dei dati economici, nonché i relativi timori di un rallentamento più significativo dell'economia statunitense, hanno ripetutamente creato maggiore volatilità sui mercati azionari. Nel complesso, tuttavia, lo scenario di "soft landing" è rimasto intatto. A fine luglio e inizio agosto ha avuto luogo un brusco sell-off sui mercati azionari globali, avviato dall'inatteso rialzo dei tassi d'interesse da parte della banca centrale giapponese, che ha portato alla liquidazione di una parte considerevole delle posizioni di carry trade in yen. L'ondata di vendite sui mercati azionari è stata, tuttavia, di breve durata. Dopo un iniziale aumento della volatilità, la prospettiva di tagli dei tassi d'interesse da parte delle banche centrali e una buona stagione degli utili aziendali per il secondo trimestre, hanno ridato sostegno alle quotazioni. La maggior parte dei mercati è riuscita a recuperare le perdite entro la metà del mese. Nell'intero periodo di pubblicazione delle trimestrali (dal 1 agosto al 20 settembre), i titoli azionari statunitensi sono saliti in modo significativo, così come i loro omologhi europei.

Agosto è stato un mese positivo anche per gli investimenti a tasso fisso. La volatilità rilevata a inizio mese ha portato a una corsa verso i beni sicuri, che ha beneficiato le obbligazioni governative e quelle societarie ad alto merito creditizio. La prospettiva di (ulteriori) tagli dei tassi di interesse da parte delle banche centrali ha poi fatto scendere ulteriormente i rendimenti sui mercati obbligazionari e aumentare i prezzi. Tuttavia, poiché buona parte delle riduzioni dei tassi d'interesse previste era già stata prezzata dai mercati, i movimenti dei rendimenti obbligazionari sono stati nel periodo in esame abbastanza limitati. Il tema principale rimane, ad ogni modo, la normalizzazione della curva dei rendimenti, guidata da una diminuzione più marcata dei tassi a breve termine e da rendimenti a lungo termine relativamente stabili. Tuttavia, l'ultima decisione della Fed sui tassi d'interesse, che ha confermato l'atteso scenario di "soft landing" e l'aumento del tasso d'interesse neutrale a lungo termine, ha recentemente provocato un nuovo leggero rialzo dei rendimenti. Curve dei rendimenti più ripide si osservano, quindi, non solo a breve, ma anche a lungo termine.

Nel periodo in esame i prezzi del petrolio hanno registrato un trend al ribasso, dovuto principalmente al rallentamento dell'economia mondiale. L'estensione dei tagli alla produzione da parte dei Paesi OPEC+ (Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio più la Russia) per altri due mesi (ora anche ottobre e novembre) non ha cambiato di molto la situazione. Più di recente, le rinnovate tensioni geopolitiche in Medio Oriente hanno però fatto salire leggermente i prezzi del petrolio. Il prezzo dell'oro è salito significativamente nel periodo in esame, spinto dalla prospettiva che la politica monetaria statunitense avviasse il suo ciclo di riduzione dei tassi d'interesse nella riunione di settembre, cosa che poi è avvenuta con un deciso taglio dei tassi. In tale contesto l'euro è stato ben sostenuto e ha continuato ad apprezzarsi rispetto al dollaro.

# 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 <sup>1</sup> )	○	○	●
		Mercati emergenti	○	●	○
	Obbligazioni	Titoli di Stato in Euro	○	●	○
		Titoli di Stato non in Euro	○	●	○
		Obbligazioni corporate IG in Euro	○	○	●
		Obbligazioni corporate HY	●	○	○
		Obbligazioni Mercati Emergenti (valuta forte)	○	○	●
	Materie prime	Obbligazioni Mercati Emergenti (valuta locale)	○	○	●
		Petrolio	○	●	○
		Oro	○	●	○
				○	●

<sup>1</sup>MS=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 i segnali di rallentamento, l'economia statunitense è ancora resistente, e la tendenza ad una politica monetaria meno restrittiva da parte delle banche centrali dei paesi sviluppati si sta rafforzando. Nonostante alcune eccezioni, le aspettative di utili e ricavi non sono state finora deluse. 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 posizione neutrale sulle azioni globali.

## AZIONI EUROPA: NEUTRALI

Alcuni recenti dati macroeconomici indicano che il contesto economico dell'eurozona rimane fragile. Tuttavia, non ci aspettiamo di assistere a 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 del settore 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, come dimostrano i dati sul mercato del lavoro, ma riteniamo che un "soft landing" sia più probabile di un "hard landing". Il fatto che la Fed abbia avviato il ciclo di allentamento monetario dopo gli ultimi incoraggianti dati sui prezzi, 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

Rimangono strategicamente cauti sulle azioni dei mercati emergenti, soprattutto a causa del nostro giudizio negativo sui titoli cinesi. Sebbene gli ultimi dati evidenzino la persistente debolezza della domanda di importazioni della Cina e, a seconda dell'esito delle elezioni presidenziali statunitensi, i venti contrari esterni potrebbero aumentare, il pessimismo riguardo al mercato azionario del Paese potrebbe aver raggiunto il suo massimo, ma alcuni problemi strutturali e le preoccupazioni geopolitiche permangono. 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 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 giapponesi. 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: SOTTOPESEO**

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 DA NEUTRALI**

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, abbiamo incrementato il nostro giudizio su questa classe d'investimento da neutrale a sovrappeso, precisando che, visto l'atteso 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, ma 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 settembre, poiché continua a beneficiare degli acquisti delle banche centrali, in particolare della People's Bank of China e della Banca centrale indiana. 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. Ciò si combina con la nostra previsione di una crescita economica più lenta negli Stati Uniti e di un rimbalzo dell'attività economica in Europa nel prossimo anno, eliminando le principali fonti di forza per il dollaro. Vediamo quindi il potenziale per un parziale deprezzamento del dollaro rispetto all'euro nel medio termine.



# Rubriche

I CIO locali dialogano con i clienti

## Risposte dall'Italia

### **È GIUNTO IL MOMENTO DI RIDURRE IL PESO AZIONARIO?**

Ci avviamo finalmente verso una fase di mercato che promette bene per gli investimenti obbligazionari. Il rallentamento economico e la discesa dell'inflazione permettono alle banche centrali di mantenere un passo deciso verso livelli di tassi di interesse più bassi di quelli attuali. E per i mercati azionari questo cosa implica? È giunto il momento di portare a casa almeno una parte dei significativi guadagni realizzati da inizio anno? La turbolenza di agosto, l'avvicinarsi delle presidenziali USA possono essere considerati dei campanelli d'allarme? La nostra risposta semplice è no. Non riteniamo utile in questa fase intervenire sul peso complessivo dell'esposizione azionaria dei portafogli. È vero però che alcune modifiche al portafoglio possono aiutare a mantenere la traiettoria di crescita e a ridurre i rischi di violente correzioni. Come al solito, andiamo ad argomentare.

Innanzitutto, è vero che le prospettive per il reddito fisso per i prossimi 9-12 mesi sono positive e bisognerebbe anzi cercare di aumentare le posizioni di rischio di duration e di credito. Ma non vogliamo finanziare tali incrementi con riduzioni di parte azionaria. Lo faremo utilizzando la componente di liquidità e di titoli di stato e societari a breve scadenza. Il potenziale di ritorno di tale componente è infatti ormai limitato, dato che le curve monetarie prezzano già tagli consistenti sia da parte della Banca Centrale Europea che dalla Federal Reserve Statunitense.

Veniamo adesso al processo di costruzione dei nostri portafogli azionari. Il nostro approccio, che implementiamo nei portafogli di gestione e di consulenza in Italia, è globale. Quindi con un peso di azioni degli Stati Uniti importante e intorno ai 2/3, in linea con il peso negli indici azionari mondiali. A complemento, le altre aree preferite sono l'azionario europeo e giapponese. Al momento l'esposizione ai mercati emergenti è residuale e in particolare esprimiamo cautela sulle azioni cinesi.

Facciamo il punto intanto sulle azioni giapponesi, che hanno visto una correzione di portata storica nei primi giorni di agosto e un successivo recupero solo parziale. La nostra visione fondamentale non è mutata: da una parte l'economia reale, per la prima volta da decenni, ha finalmente la possibilità di sconfiggere gli spettri della deflazione, dall'altra le aziende, spinte anche da profonde modifiche delle regole di governance del mercato di borsa sono impegnate in un percorso di lungo periodo volto ad aumentare l'efficienza del capitale e la remunerazione degli azionisti. Ma a fronte della volatilità che abbiamo recentemente sperimentato interveniamo per limare le posizioni: siamo di fronte a un ingrediente che riteniamo molto valido ma da utilizzare nel giusto (ridotto!) dosaggio.

Altro tema "caldo" sono le valutazioni delle aziende americane e soprattutto delle cosiddette "megacap" che dominano il contesto tecnologico. Ecco, il punto è proprio questo. È vero che si tratta di valutazioni elevate in prospettiva storica, ma tali valutazioni sono conseguenze di due elementi principali. Il primo: il macrosettore di tali aziende, la tecnologia in senso lato, è il tema di investimento di lungo periodo più promettente. Non sarà un percorso lineare, avremo frenate e ripartenze, ma gli effetti su consumo e produzione globali dell'innovazione tecnologica non sono in discussione stiamo già vivendo le fasi iniziali di tali trasformazioni. Il secondo: si tratta di aziende con posizioni di leadership quasi assoluta nei loro segmenti di riferimento. Quindi gli investitori sono disposti a pagare un premio per l'effetto "scarsità" e per la mancanza di

competizione. In particolare, la nostra esperienza ci insegna che tali vantaggi competitivi non durano in eterno. In futuro, ad esempio, avremo probabilmente molti più produttori di super chip dedicati all'intelligenza artificiale e molta più concorrenza e quindi valutazioni meno elevate. Certo, ma questo non succederà domani. Sarà un percorso e noi oggi riteniamo l'esposizione a tale settore e alle società che ne fanno parte un elemento fondante della strategia di investimento.

Chiudiamo sulle modifiche che stiamo implementando per dare maggiore tenuta di strada ai nostri portafogli. Siamo in una fase di rallentamento ciclico, quindi non vogliamo incrementare le nostre posizioni su quei settori e quelle società che sono maggiormente dipendenti dai consumi domestici discrezionali. Ma ci sono settori che invece coniugano caratteristiche di ritorno potenziale e difesa e su questi stiamo lavorando in ottica di accumulo graduale. Ci riferiamo intanto al settore della sanità (e delle aziende farmaceutiche), un settore che è sostenuto dalle dinamiche demografiche e dagli stili di vita del mondo occidentale ma che al tempo stesso ha un elevato tasso di innovazione competitiva naturale. Altro settore interessante è quello finanziario. È vero che futuri livelli di tassi più bassi agiscono negativamente sul livello generale dei margini, ma curve dei tassi di interesse inclinate positivamente compenseranno questo effetto così come la trasformazione dei modelli di business sempre più orientati alla generazione di commissioni da servizi. Infine il settore dei servizi di pubblica utilità. Le aziende di tale settore sono snodi nevralgici per le trasformazioni che le nostre economie e le nostre società hanno scelto di affrontare: la rivoluzione tecnologica, che richiede quantità di energia mai immaginate prima e infrastrutture capaci di trasportarla e immagazzinarla, e la transizione energetica, che impone la ricerca e la messa in opera di molteplici opzioni concorrenti alla produzione di energia dai combustibili fossili. E in questi settori anche il mercato europeo presenta società interessanti e campioni di livello globale.

In sintesi, più che chiedersi quale sia il giusto peso della parte azionaria, pensiamo che sia essenziale l'attività di selezione dei settori, dei temi e delle aziende. Costruire un'allocazione settoriale, che combini la potenza propulsiva del comparto tecnologico con gli effetti stabilizzanti di alcuni settori difensivi, è dal nostro punto di vista la soluzione ideale per navigare nel contesto attuale dei mercati azionari.

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

## Risposte dall'Austria

### INCREMENTO TATTICO DELLE OBBLIGAZIONI DEI MERCATI EMERGENTI IN VALUTA LOCALE

La Fed ha abbassato il tasso di interesse di riferimento di mezzo punto percentuale a metà settembre. Questa svolta a livello dei tassi di interesse negli Stati Uniti inizia con una mossa di rilievo, intesa a rilanciare il mercato del lavoro e mantenere l'economia su un percorso di crescita. Si è trattato del primo allentamento in oltre quattro anni e non dovrebbe sostenere solo gli Stati Uniti, ma anche i mercati emergenti. In particolare, i rendimenti più bassi dei titoli di Stato statunitensi stanno rendendo nuovamente attraenti i rendimenti dei mercati emergenti. Anche i futuri aumenti previsti in termini di afflusso di capitali nei mercati emergenti dovrebbero avere un impatto positivo sull'andamento delle valute. Storicamente, le valute dei mercati emergenti hanno registrato una buona performance media a sei mesi dall'avvio del ciclo di allentamento della Fed. Stimiamo che anche le valute potrebbero avere buone possibilità di apprezzarsi nell'attuale ciclo di allentamento.

Altri possibili elementi a favore di questa asset class sono la politica finanziaria conservativa e la minore inflazione in molti paesi emergenti. I loro governi continuano a perseguire una politica fiscale conservativa e a tenere sotto controllo i loro bilanci con l'estero. Il numero di paesi con elevati disavanzi di bilancio e delle partite correnti continua a ridursi nel 2024 e la maggior parte delle economie emergenti registra un'inflazione complessiva tornata all'interno dell'intervallo obiettivo delle rispettive banche centrali. Nonostante il significativo calo dell'inflazione, le banche centrali dei mercati emergenti si sono mantenute prudenti nella velocità di allentamento, data l'incertezza riguardante l'andamento dei tassi di interesse della Fed e la persistente volatilità dei rendimenti statunitensi. La crescita del PIL reale dei paesi emergenti dovrebbe superare la crescita dei mercati sviluppati nei prossimi anni e ciò dovrebbe sostenere l'apprezzamento delle valute.

A nostro avviso, le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta locale offrono un vantaggio di rendimento interessante e potrebbero beneficiare dei probabili tagli dei tassi di interesse. Inoltre, le valute locali appaiono sottovalutate ed è probabile che riguadagneranno terreno se la Fed proseguirà nel processo di allentamento monetario. Un approccio attendista da parte della Fed e un dollaro più forte peserebbero per contro sull'asset class (ma non è il nostro scenario di base). Va inoltre osservato che possibili rischi di credito e fluttuazioni valutarie, spesso più elevati nei mercati emergenti, possono avere un impatto negativo sui rendimenti potenziali. Date le opportunità interessanti offerte dalle obbligazioni dei mercati emergenti in valuta locale, che riteniamo superiori ai rischi, stiamo aumentando la nostra posizione di sovrappeso in questa asset class.

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



## Risposte dalla Germania

### **COSA PENSA DEL RAPPORTO DRAGHI SULLA COMPETITIVITÀ DELL'UE?**

Dopo che circa un anno fa la Commissione europea aveva chiesto all'ex presidente della BCE ed ex capo del governo italiano, Mario Draghi, di analizzare come l'UE possa rimanere competitiva, a inizio settembre Draghi ha presentato il relativo rapporto strategico. Draghi ritiene che l'aumento della produttività dell'UE sia una "sfida esistenziale" per evitare di rimanere indietro nella competizione con Stati Uniti e Cina nel lungo periodo e chiede massicci investimenti aggiuntivi di 750-800 miliardi di euro all'anno per la digitalizzazione, la decarbonizzazione e il miglioramento della capacità di difesa dell'UE. Ciò corrisponde al 4,4-4,7% del prodotto interno lordo europeo del 2023, un livello di spesa visto per l'ultima volta negli anni '70. Tra le sue proposte più importanti figurano l'allentamento delle norme sulla concorrenza, l'integrazione dei mercati dei capitali, un maggiore ricorso a procedure di appalto congiunto nel settore della difesa e una nuova agenda commerciale per rafforzare l'indipendenza economica dell'UE. Secondo Draghi, storicamente circa quattro quinti degli investimenti produttivi in Europa sono stati effettuati dal settore privato, mentre il restante quinto è arrivato dal settore pubblico. Di conseguenza, Draghi invoca un debito comune dell'UE, cioè l'emissione di obbligazioni comuni, come già fatto dalla UE nell'ambito del fondo creato per combattere le conseguenze della pandemia di Covid (NGEU – Next Generation EU).

I timori di Draghi, secondo cui l'UE ha "perlopiù mancato la rivoluzione digitale guidata da Internet e gli aumenti di produttività [ad essa associati]" e sta perdendo terreno rispetto a Stati Uniti e Cina nel campo delle nuove tecnologie, difficilmente possono essere negati. Solo quattro delle 50 maggiori aziende tecnologiche del mondo sono infatti europee. Sembrano giustificate anche le sue critiche alla frammentazione del mercato unico dell'UE, che a 30 anni dalla sua nascita rimane incompiuto, e alla mancanza di un'autentica unione dei mercati dei capitali, che finora ha impedito un maggiore flusso di capitali di rischio verso le start-up. È indiscutibile che ricerca e sviluppo (R&S) e le innovazioni associate siano di fondamentale importanza per la competitività delle economie nazionali. Già nel 2000, con la cosiddetta "strategia di Lisbona", l'UE si è posta l'obiettivo di aumentare in modo sostenibile la competitività dell'economia europea. Per raggiungere questo obiettivo, la spesa totale per la R&S doveva salire al 3% del PIL entro 10 anni. Con una spesa di circa il 2,2% del PIL (dati Eurostat per il 2022; per un confronto, negli Stati Uniti è il 3,4% del PIL), questo obiettivo è stato finora ampiamente mancato.

A prescindere dalla questione del finanziamento – anche la presidente della Commissione europea Ursula von der Leyen ha definito importanti gli strumenti di finanziamento congiunto, pur ritenendo possibili anche le cosiddette risorse proprie – il rapporto dovrebbe fare da contraltare ai fautori di regole fiscali rigide nelle discussioni generali sul bilancio dell'UE e sostenere incentivi fiscali. In linea di principio, crediamo anche che "più Europa" sia il modo giusto per far progredire nuovamente l'UE in termini di competitività. Oltre a governare la trasformazione digitale, in questo contesto sono di importanza centrale i progressi nella decarbonizzazione sostenibile dell'economia dell'UE verso un'economia circolare pulita e competitiva.

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

# La tabella

## ANDAMENTO DEI PRINCIPALI INDICATORI FINANZIARI

Da	20.09.23	20.09.19	20.09.20	20.09.21	20.09.22	20.09.23	20.09.19	01.01.24
A	20.09.24	20.09.20	20.09.21	20.09.22	20.09.23	20.09.24	20.09.24	20.09.24
<b>Indici azionari (ritorni, in %)</b>								
MSCI Globale (in USD)	29,9	9,8	31,1	-14,4	17,5	29,9	85,3	17,7
MSCI Mercati Emergenti (in USD)	19,1	11,9	16,1	-22,3	5,8	19,1	24,8	10,7
MSCI USA (in USD)	33,7	14,2	34,1	-12,1	15,9	33,7	106,3	20,4
MSCI Europa (in EUR)	16,3	-4,9	26,1	-6,6	18,2	16,3	51,6	10,2
MSCI AC Asia Pacifico (in USD)	20,1	12,4	18,4	-23,0	10,5	20,1	33,5	12,3
STOXX Europe 600 (in EUR)	16,8	-3,3	26,4	-8,3	18,0	16,8	52,0	10,5
DAX 40 (Germania, in EUR)	20,2	5,3	15,4	-16,3	24,6	20,2	50,1	11,8
MSCI Italia (in EUR)	26,1	-13,3	28,8	-7,4	41,6	26,1	81,0	18,3
ATX (Austria, in EUR)	20,5	-27,5	66,0	-14,7	17,3	20,5	42,9	10,6
SMI (Svizzera, in CHF)	11,2	8,2	14,9	-8,5	10,0	11,2	38,4	10,6
S&P 500 (USA, in USD)	33,6	12,5	33,3	-10,2	16,1	33,6	106,6	20,8
Nikkei (Giappone, in JPY)	18,0	8,2	32,7	-7,4	22,0	18,0	88,4	13,8
CSI 300 (Cina, in Yuan)	-10,3	23,2	4,3	-17,3	-3,4	-10,3	-8,9	-4,2
<b>Indici Obbligazionari (ritorni, in %)</b>								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	10,4	13,7	-3,1	-16,6	-3,0	10,4	-2,7	4,0
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA, in USD)	9,8	8,9	-2,1	-13,2	-1,4	9,8	-0,6	4,3
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	13,8	9,1	3,0	-17,0	2,6	13,8	7,9	6,0
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	7,2	0,0	-1,2	-17,9	-3,6	7,2	-16,5	0,5
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	7,7	1,0	-0,5	-16,7	-2,7	7,7	-12,4	1,2
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	8,7	0,7	1,8	-14,6	2,2	8,7	-2,9	3,2
<b>Rendimenti Obbligazionari (espressi in punti base = 0,01%)</b>								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	-76	-108	62	226	80	-76	197	-14
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA, in USD)	-113	-132	37	297	92	-113	191	-39
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	-127	-106	0	326	65	-127	169	-44
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	-57	2	17	225	74	-57	267	15
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-60	-8	11	239	81	-60	268	15
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-101	4	-17	347	45	-101	282	-9
<b>Spread sulle Obbligazioni governative (credit spread, espresso in punti base)</b>								
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA US Corporate Master)	-27	16	-44	56	-27	-27	-26	-11
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA US High Yield)	-74	139	-193	165	-111	-74	-66	-19
Obbligazioni Governative area Euro (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-24	-3	-15	91	-41	-24	9	-18
Obbligazioni Governative area Euro (ICE BofA Euro High Yield)	-76	94	-146	251	-131	-76	-1	-53
<b>Tassi di interesse del mercato monetario (espressi in punti base)</b>								
Libor (USD, 3 mesi)	-71	-193	-10	348	206	-71	282	-64
Euribor (EUR, 3 mesi)	-52	-11	-4	165	283	-52	383	-47
<b>Tasso di Cambio con Euro (variazione in %)</b>								
Dollaro USA (EUR-USD)	5,0	6,9	-1,0	-14,7	7,2	5,0	1,2	1,0
Sterlina Inglese (EUR-GBP)	-3,2	2,9	-6,1	2,0	-1,0	-3,2	-4,9	-3,4
Franco Svizzero (EUR-SFR)	-1,5	-1,8	1,0	-11,4	-0,4	-1,5	-13,3	2,4
Yen Giapponese (EUR-JPY)	2,4	3,4	3,8	11,8	10,4	2,4	35,2	3,0
<b>Materie Prime (variazione in %)</b>								
Commodity Index (GSCI, in USD)	35,6	27,0	-11,0	-6,2	16,9	35,6	64,8	26,4
Metalli Industriali (GSCI, in USD)	10,4	5,5	38,7	-11,9	-0,5	10,4	38,8	6,8
Oro (in USD per oncia fine)	36,2	30,3	-9,7	-5,6	16,7	36,2	73,8	26,6
Petrolio (Brent, in USD al barile)	-19,9	-33,0	72,0	22,1	3,2	-19,9	15,1	-3,8

Nota: i valori passati e le previsioni non sono un indicatore affidabile delle performance future. Gli indici non possono essere acquistati e quindi i rendimenti non includono i costi degli strumenti. Quando si investe in titoli, vengono sostenuti costi che riducono la performance. Il rendimento degli investimenti in valute estere può anche aumentare o diminuire a causa delle fluttuazioni valutarie. Fonte: Refinitiv Datastream. Dati al 20.09.2024.

# 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 20 settembre 2024.



**UniCredit SpA**  
Client Solutions



**Indirizzo**  
Piazza Gae Aulenti, 3  
20124 Milano



**Online**  
[unicreditgroup.eu/clientsolutions](https://unicreditgroup.eu/clientsolutions)