

The Compass 2025



Il 2024 è stato un anno storico dal punto di vista elettorale, con oltre due miliardi di persone chiamati alle urne a livello globale. I risultati hanno spesso disatteso i pronostici, anche se i sistemi democratici hanno mostrato una notevole resilienza. Proiettandoci nel 2025, l'impatto complessivo delle tornate elettorali andrà via via delineandosi con maggiore chiarezza. Uno degli sviluppi più significativi sarà il ritorno di Donald Trump alla Casa Bianca – un punto di svolta cruciale che indubbiamente influenzerà l'economia globale.

The Compass 2025, redatto dal nuovo team di Group Investment Strategy, presenta una panoramica completa delle nostre previsioni economiche e delle loro principali implicazioni di mercato. La seconda amministrazione Trump sarà solo una delle molte storie del 2025 che andremo ad esplorare.

Per il prossimo anno prevediamo l'intensificarsi delle tensioni geopolitiche, un aumento del protezionismo e una crescente intrusività delle politiche industriali. Tale contesto, tuttavia, offrirà anche significative opportunità di cambiamento in positivo. L'Europa, ad esempio, potrebbe finalmente affrontare le proprie sfide esistenziali, visto che ha sempre cambiato marcia nei momenti di difficoltà. Le diverse forze che stanno ridefinendo l'economia globale porteranno a dinamiche di crescita e inflazione divergenti tra le due sponde dell'Atlantico. Pertanto, l'allentamento monetario procederà a ritmo diverso negli Stati Uniti e in Eurozona.

Le nostre previsioni per il 2025 sono quindi improntate a un cauto ottimismo. Il contesto macroeconomico, caratterizzato da tassi d'interesse in discesa e crescita economica positiva, sosterrà la propensione al rischio. Intanto, il ciclo di rialzo dei tassi ha reintegrato gli strumenti a disposizione delle banche centrali, creando spazio per misure coraggiose in caso di necessità.

Per i rendimenti azionari e obbligazionari del prossimo anno si tratta di una convergenza favorevole di diversi fattori. Nei prossimi trimestri è probabile che a mostrare il potenziale più elevato saranno le azioni statunitensi, nonostante l'elevata concentrazione del mercato e le valutazioni elevate, ma anche in altre aree si presenteranno opportunità. Le obbligazioni saranno in forte domanda alla luce del loro carry ancora interessante, in un contesto di mercato caratterizzato da tagli dei tassi già ampiamente prezzati nei titoli di Stato e in quelli corporate.

Speriamo che i nostri approfondimenti vi risultino utili e vi auguriamo un 2025 di successo.

Manuela

Manuela D'Onofrio
Head of Group Investment Strategy

Fabio

Fabio Petti
Deputy Head of Group Investment Strategy

QUALE MONDO? 2

Benvenuti nel Trump 2.0

STORIE MACRO 3

Trump 2.0 offuscherà le prospettive dell'economia globale

STORIE DI MERCATO 13

Rimanere costruttivi

E SE CI SBAGLIASSIMO? 23

- E se l'«asse dello sconvolgimento» si rafforzasse?
- E se la Fed alzasse i tassi?

TOP 2025 STORIES 26

- Debito pubblico: USA vs. Eurozona
- Veicoli elettrici in Europa
- Non c'è alcuna bolla dell'intelligenza artificiale

LE NOSTRE IDEE D'INVESTIMENTO 33

La view dei CIO

TABELLE PREVISIONALI 37



Quale Mondo?

Benvenuti nel Trump 2.0

Di Edoardo Campanella, Chief Editor, *The Compass 2025*

Ogni quattro anni, a ridosso delle elezioni presidenziali statunitensi, il National Intelligence Council (NIC) pubblica il rapporto *Global Trends*, un coraggioso lavoro di analisi prospettica per aiutare l'amministrazione entrante a immaginare come potrebbe presentarsi il mondo in un orizzonte di vent'anni. L'obiettivo del rapporto non è quello di fare previsioni come se si avesse la sfera di cristallo ma piuttosto di identificare le principali forze strutturali che plasmeranno il futuro.

Il presidente eletto Donald Trump riceverà la nuova edizione del rapporto prima del giorno del suo insediamento, il 20 gennaio. Il rapporto esaminerà il mondo nel 2045. Nel 2008, quando Barack Obama diventò presidente, il NIC pubblicò il *Global Trends 2025: Un mondo trasformato*. Mentre il 2024 volge al termine, riteniamo che valga la pena riflettere su ciò che il NIC aveva previsto due decenni fa per avere un'idea di cosa ci potrebbe riservare il 2025.

La previsione centrale era che «il sistema internazionale, così come strutturato dopo la seconda guerra mondiale, sarà pressoché irriconoscibile entro il 2025».

L'ordine unipolare guidato dagli Stati Uniti sarebbe stato sostituito da un mondo multipolare: caotico, instabile e incline al conflitto. Il NIC ha avuto ragione sotto diversi aspetti: la Pax Americana si sta sgretolando. Stanno emergendo nuovi centri di potere, i conflitti militari sono in aumento e il mondo si sta dividendo lungo linee geopolitiche. Sembra imminente una seconda guerra fredda.

Nel suo primo mandato Trump impresso un'accelerazione ad alcuni dei trend strutturali identificati dal NIC quasi un decennio prima. Voltò le spalle all'ordine liberale globale, abbracciando l'isolazionismo e il protezionismo. In definitiva, il **Trump 1.0** fu una presidenza di rottura e discontinuità. Il **Trump 2.0** influenzerà indubbiamente il 2025, ma questa volta si tratterà di una presidenza di continuità. Che piaccia o no, viviamo già in un mondo 'trumpiano', caratterizzato da dilagante protezionismo, politiche industriali ad ampio raggio e tensioni geopolitiche crescenti.

Durante il suo secondo mandato è probabile che Trump acceleri alcune di queste dinamiche mediante un esteso transazionalismo e unilateralismo. Tuttavia, rispetto al suo primo mandato, potrebbe anche essere un presidente moderato: questo, almeno, è il nostro auspicio. Il mondo di oggi è molto più pericoloso rispetto al 2016. Con due grandi conflitti in corso, in Ucraina e in Medio Oriente, e i rapporti sempre più tesi con la Cina, c'è meno spazio per errori di valutazione.

Il Trump 2.0 sarà probabilmente una presidenza meno inflazionistica di quanto paventato da molti. Bisogna prendere le sue promesse elettorali seriamente, ma non alla lettera. Trump guarda al

2026 (elezioni di metà mandato) piuttosto che al 2028 (elezioni presidenziali). Se adottasse politiche troppo inflazionistiche, probabilmente nel 2026 si troverebbe a pagare il conto, perdendo il Congresso. Dopo alcune decisioni simboliche relative a dazi mirati, immigrazione e tasse nei primi mesi della sua presidenza, per dare seguito alle promesse elettorali, è probabile che cerchi di spostare l'attenzione della nazione dalle promesse economiche alle questioni identitarie.

Alla luce delle incertezze e dei rischi associati all'agenda economica di Trump, è probabile che la Fed si mostri più cauta di quanto sarebbe stata in caso di vittoria di Kamala Harris. Probabilmente utilizzerà il primo semestre del prossimo anno per abbassare i tassi verso il 4%, quando non ci saranno ancora impatti visibili dalle politiche di Trump. Anche se la Banca Centrale Europea (BCE) e la Banca d'Inghilterra continueranno a muovere i tassi di interesse verso un territorio neutrale, una Fed meno accomodante potrebbe renderle più esitanti.

Al pari delle banche centrali, il resto del mondo dovrà adattarsi ai cambiamenti e agli shock innescati dal ritorno di Trump alla Casa Bianca. L'UE dovrà decidere del suo futuro nel 2025: se fare un passo avanti e diventare una vera superpotenza geopolitica, con una strategia coerente a livello industriale e della difesa, oppure proseguire nella sua deriva in un mondo di blocchi contrapposti e di disimpegno degli Stati Uniti. Nel 2008 il NIC aveva giudicato quest'ultimo scenario come più probabile. Inoltre, l'Europa dovrà decidere se portare avanti le sue ambizioni climatiche nonostante un probabile passo indietro da parte dell'amministrazione Trump.

Analogamente, la Cina dovrà decidere se rivedere il proprio modello di crescita, ridimensionando esportazioni e investimenti a favore dei

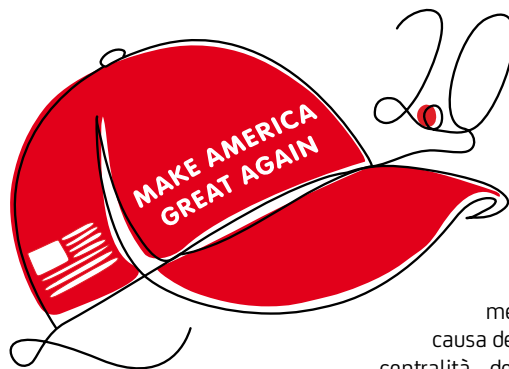
consumi privati. Con Trump alla Casa Bianca, il mondo sarà ancora meno disposto ad assorbire l'eccesso di capacità produttiva della Cina, in particolare per quanto riguarda veicoli elettrici, pannelli solari e batterie, e ciò potrebbe condurre a un'intensificazione delle attuali tensioni commerciali.

Il rapporto NIC del 2008 citava appena l'intelligenza artificiale. All'epoca si trattava ancora di una tecnologia nascente. Nel 2025 l'intelligenza artificiale continuerà a indirizzare i mercati azionari e potrebbe portare a stress di mercato a causa dell'elevata concentrazione dei titoli tecnologici. Data la centralità dei semiconduttori nello sviluppo dell'intelligenza artificiale, l'atteggiamento ambiguo di Trump riguardo alla difesa dello status di Taiwan potrebbe costituire un'altra fonte di volatilità per i titoli tecnologici.

Nel suo rapporto del 2008, il NIC ignorò la rivoluzione dello shale oil negli Stati Uniti, che avrebbe rimodellato il mercato petrolifero circa cinque anni dopo. Il rapporto affermava che, entro il 2025, il mondo sarebbe entrato in un'economia post-petroliera, poiché non si prevedeva che l'offerta tenesse il passo della domanda. In realtà, e nonostante l'aumento della domanda, il mercato petrolifero è in una fase di eccesso di offerta, che potrebbe essere acuita dal sostegno di Trump all'industria petrolifera statunitense. Tuttavia, lo spostamento globale verso l'elettificazione sta riducendo l'utilizzo del petrolio a favore dei metalli.

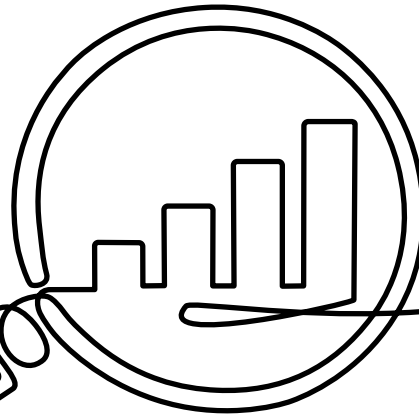
In caso di escalation delle tensioni commerciali tra gli Stati Uniti e la Cina (che controlla un'ampia offerta di alcuni metalli chiave), nel 2025 potremmo assistere a un nuovo tipo di shock energetico, incentrato però sui metalli anziché sul petrolio.

Ciò che il NIC non aveva previsto nel 2008 era la polarizzazione della politica americana. Si tratta di una tendenza che verosimilmente perdurerà oltre il 2025.



Il Trump 2.0 sarà una presidenza meno inflazionistica di quanto molti temano





EDITOR

Marco Valli

AUTORI

Tullia Bucco

Edoardo Campanella

Gokce Celik

Loredana Federico

Roberto Mialich

Andreas Rees

Chiara Silvestre

Marco Valli

Daniel Vernazza

Trump 2.0 offuscherà le prospettive dell'economia globale

La crescita globale rimane bloccata su **ritmi di crescita blandi**, con limitate prospettive di miglioramento nel breve termine, mentre l'esito delle elezioni presidenziali statunitensi accresce la già elevata incertezza geopolitica.

Anche se ipotizziamo che l'agenda del nuovo presidente degli Stati Uniti, Donald Trump, sarà attuata solo in parte, i nuovi dazi dovrebbero penalizzare il settore manifatturiero globale, in quanto frenano gli scambi, influiscono sulla fiducia e offuscano le prospettive per gli investimenti. Difficilmente la Cina resterà inerte di fronte all'imposizione dei dazi statunitensi e, in un contesto di crescenti tensioni commerciali, l'Eurozona dovrà affrontare venti contrari a causa del suo esteso settore manifatturiero. Dazi, crescenti tensioni tra Stati Uniti e Cina e aumento della frammentazione geo-economica potrebbero anche provocare una diversione degli scambi commerciali dagli Stati Uniti e creare problemi alle catene di approvvigionamento globali. È improbabile che il commercio globale, che quest'anno ha segnato una timida ripresa, registri ulteriori progressi nel 2025.

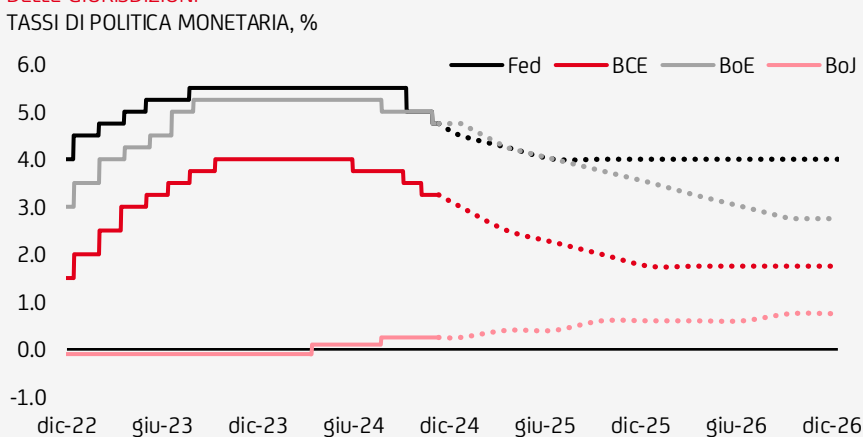
In tale contesto di maggiori barriere commerciali, una crescita leggermente superiore al potenziale negli Stati Uniti, alimentata da una politica fiscale ancora più espansiva, difficilmente apporterà benefici al resto del mondo. Per l'Eurozona la situazione sarà ulteriormente complicata dal processo di consolidamento fiscale in corso e dalla mancanza di una chiara strategia sul fronte industriale a livello di continente. In Cina le misure di stimolo dovrebbero dimostrarsi sufficienti a mantenere la stabilità finanziaria e mitigare il rischio di una vera e propria deflazione, ma è improbabile che riescano ad alimentare in modo significativo i consumi privati e allontanare il Paese dalla sua traiettoria di crescita strutturalmente più debole. Nel complesso, nonostante la debolezza del settore manifatturiero, i servizi dovrebbero aiutare la crescita del PIL globale a stabilizzarsi poco sopra il 3%.

La presidenza Trump potrebbe anche avere significative ripercussioni sulla guerra in Ucraina e sulle prospettive in Medio Oriente.

- Lo scenario più probabile prevede **perdite territoriali per l'Ucraina** e l'avvicinamento all'Europa di un'Ucraina ridotta nelle sue dimensioni, anche se è improbabile che si giunga a breve a un accordo per porre fine alla guerra. In Medio Oriente il rischio di escalation delle tensioni tra Israele e Iran è probabilmente aumentato.
- Agli attuali livelli di produzione, grazie alle trivellazioni statunitensi, è probabile che il mercato petrolifero registri un eccesso di offerta l'anno prossimo, il che contribuirà a limitare il premio per il rischio e probabilmente costringerà **l'OPEC+** a prolungare nuovamente i tagli alla produzione nel 2025. Prevediamo che il prezzo del Brent si muoverà nell'intervallo tra 75 e 80 USD al barile nell'orizzonte di previsione, a condizione che non si verifichino forti shock.

In assenza di uno shock energetico di rilievo, l'inflazione nei Paesi sviluppati continuerà probabilmente ad avvicinarsi agli obiettivi delle banche centrali e, in generale, ci aspettiamo ulteriori progressi man mano che l'inflazione dei prezzi dei servizi rallenterà in un contesto di minori pressioni salariali, a fronte di un'inflazione dei prezzi dei beni di base che rimarrà contenuta. Tuttavia, è probabile che gli Stati Uniti vadano in controtendenza. Ci aspettiamo ora che l'inflazione negli Stati Uniti risalga leggermente a causa delle politiche commerciali, fiscali e di immigrazione dell'amministrazione Trump, anche se tempi e portata dei cambiamenti politici restano molto incerti. Ciò porterà probabilmente le politiche monetarie di Stati Uniti ed Europa a divergere, con la Fed che dovrebbe sospendere i tagli dei tassi mentre i tassi di interesse sono in territorio restrittivo, e la BCE che sarà probabilmente costretta a portare i tassi leggermente al di sotto del livello neutrale. La Banca del Giappone (BoJ), al contrario, avrà più spazio per restringere gradualmente la sua politica monetaria.

GRAFICO 2.1: L'ALLENAMENTO MONETARIO PROSEGUIRÀ NELLA MAGGIOR PARTE DELLE GIURISDIZIONI



Fonte: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy
Periodo di osservazione: dicembre 2022 – dicembre 2026

La Fed rimarrà in territorio restrittivo; la BCE si muoverà sotto il tasso neutrale

Sulle nostre previsioni di crescita al momento prevalgono i rischi al ribasso, principalmente perché abbiamo ipotizzato un'introduzione parziale e scaglionata dei dazi statunitensi e nessuna escalation delle tensioni in Medio Oriente. Se ci sbagliassimo riguardo alla prima ipotesi, gli effetti che ne deriverebbero per commercio, fiducia, investimenti in conto capitale e mercati del lavoro sarebbero significativamente maggiori di quanto attualmente previsto. Qualora **le tensioni in Medio Oriente** aumentassero, i prezzi del petrolio aumenterebbero notevolmente, soprattutto in caso di sconvolgimenti nello Stretto di Hormuz. Uno shock di questo tipo colpirebbe l'Eurozona in misura decisamente maggiore rispetto agli Stati Uniti, provocando un'ulteriore divergenza tra le due economie.

1

POLITICA FISCALE PIÙ ACCOMODANTE NEGLI STATI UNITI PER MANTENERE LA CRESCITA AL DI SOPRA DEL TREND

2

CRESCITA ECONOMICA DEBOLE IN EUROZONA

3

LE DIFFICOLTÀ DELLA CINA SONO DESTINATE A CONTINUARE

4

LA CRESCITA ECONOMICA DEL REGNO UNITO ACCELERERÀ DI POCO

5

LA POLITICA MONETARIA DELLA BOJ CONTINUERÀ A DIVERGERE

6

PROSEGUE LA CRESCITA NEI PAESI CEE TRA CONSOLIDAMENTO FISCALE E SFIDE ESTERNE



1

POLITICA FISCALE PIÙ ACCOMODANTE NEGLI STATI UNITI PER MANTENERE LA CRESCITA AL DI SOPRA DEL TREND

Con Trump alla Casa Bianca e i repubblicani che controllano entrambe le Camere del Congresso, prevediamo che l'impatto netto delle riduzioni fiscali, della regolamentazione più flessibile, dei dazi più elevati e dell'immigrazione più restrittiva si tradurrà in una crescita leggermente superiore al trend nei prossimi due anni (2,1% nel 2025 e 2,3% nel 2026). Molto, tuttavia, dipenderà dai tempi, dalle dimensioni e dalla sostanza dei cambiamenti politici, che sono estremamente incerti.

Nel breve termine l'economia dovrebbe avere un **discreto slancio**. La crescita del PIL reale ha registrato un tasso annualizzato del 3% circa nel secondo e nel terzo trimestre del 2024. Tuttavia, la solidità dei consumi privati è in parte da ricondurre alla riduzione del tasso di risparmio, mentre il mercato del lavoro si è raffreddato. È probabile che quest'ultimo continui gradualmente a raffreddarsi a cavallo dell'anno e permane il rischio che la crescita dei consumi possa virare più bruscamente verso il basso, per via del rallentamento della crescita dei redditi.

Oltre al brevissimo termine, le prospettive degli Stati Uniti saranno determinate dalle politiche di Trump. Riteniamo che gli effetti al rialzo sulla crescita del PIL derivanti da una politica fiscale più accomodante (per un valore dell'1,5-2% circa del PIL, che consiste principalmente in tagli fiscali) e dalla minore regolamentazione compenserebbero gli effetti al ribasso di dazi più elevati e immigrazione più restrittiva (inclusa la prevista espulsione di immigrati non autorizzati). Ciò presuppone un'attuazione parziale degli impegni elettorali di Trump in materia di dazi ed espulsioni di massa, il che significa che i rischi per la crescita del PIL saranno orientati al ribasso, qualora Trump attuasse completamente la sua agenda. L'imposizione di dazi potrebbe iniziare nella primavera del 2025, con un pacchetto fiscale a seguire in autunno.

L'allentamento fiscale dell'1,5-2% del PIL da noi ipotizzato va ad aggiungersi a una proroga totale dei singoli tagli fiscali previsti nel Tax Cuts and Jobs Act (TCJA) del 2017, altrimenti in scadenza alla fine del 2025. Tale proroga non imprimerebbe una spinta diretta al PIL, in quanto agirebbe da pesante freno se non si concretizzasse. Se il nostro orizzonte di previsione fosse superiore ai due anni, ci aspetteremmo un rallentamento della crescita al di sotto del trend, man mano che la spinta temporanea derivante dalla politica fiscale più accomodante verrà meno, trasformandosi in elemento frenante, insieme agli effetti ritardati sull'economia della politica monetaria restrittiva per un periodo più lungo.

Dazi più elevati, politiche più restrittive in materia di immigrazione e una crescita leggermente superiore al trend (quando l'economia parte da un livello di capacità inutilizzata praticamente pari a zero) eserciteranno probabilmente una pressione al rialzo sui prezzi al

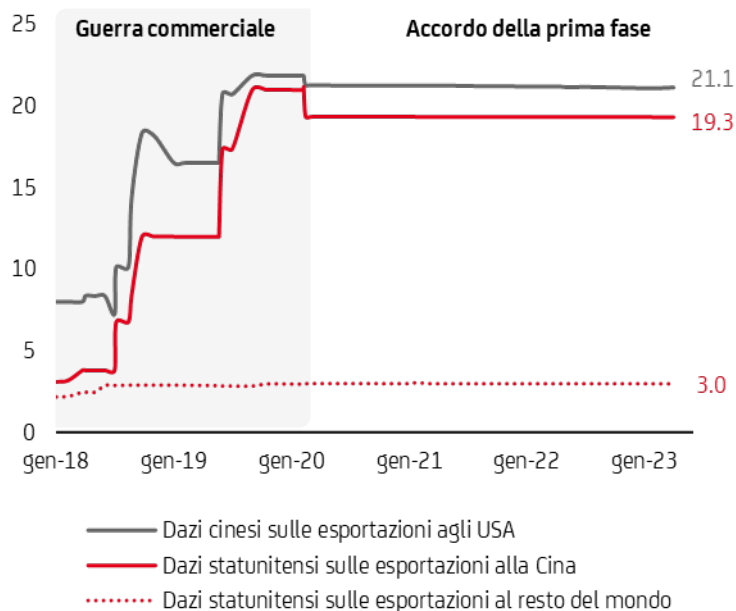
consumo, lasciando l'inflazione al di sopra dell'obiettivo, al 2,3% l'anno prossimo e al 2,5% nel 2026. La Fed dovrà prenderne atto dopo un taglio dei tassi di 25 punti base nella riunione di dicembre. Poiché ci vorranno mesi prima che le politiche di Trump siano annunciate e attuate e quindi producano effetti sull'economia, riteniamo che la Fed continuerà ad abbassare i tassi nel primo semestre 2025, ma probabilmente a un ritmo più lento di 25 punti base al trimestre. Dopo la metà del 2025 la Fed entrerà probabilmente in una fase attendista, poiché le prospettive di un'inflazione superiore all'obiettivo e di una crescita leggermente superiore al trend richiederebbero una traiettoria dei tassi più elevata rispetto a quanto sarebbe richiesto altrimenti (si veda la nostra Top Story per il 2025 sulle implicazioni della politica fiscale sul tasso neutrale reale).



Leggi la nostra
Top 2025 Story
Debito pubblico:
USA vs. Eurozona

GRAFICO 2.2: NUOVI DAZI IN CANTIERE

USA-CINA: ALIQUOTE SUI DAZI RECIPROCHE E VERSO IL RESTO DEL MONDO, %



Fonte: PIIE, UniCredit Group Investment Strategy
Periodo di osservazione: 2018-2023

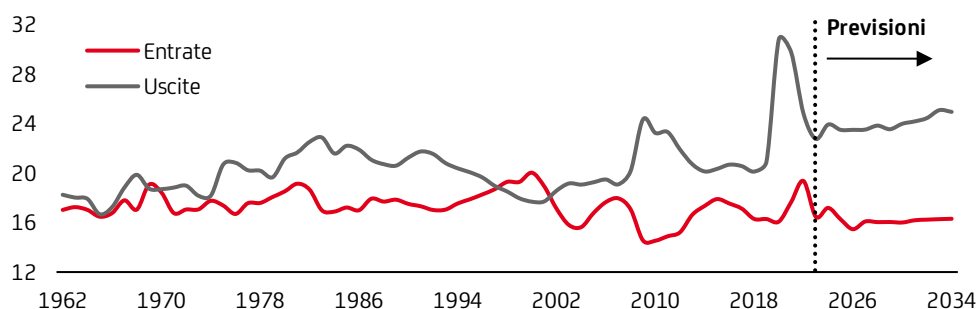


Nuovi dazi doganali potrebbero essere introdotti nella primavera 2025, mentre un pacchetto fiscale potrebbe essere annunciato in autunno. La deregolamentazione si muoverà più lentamente



Ciò lascerebbe l'intervallo obiettivo per il tasso dei Fed fund al **3,75-4,00%** fino al 2026, leggermente al di sopra del punto in cui prevediamo si atterrerà il tasso neutrale a lungo termine (vicino o leggermente superiore al 3%). Prevediamo che il quantitative tightening (QT) si arresterà nella primavera del 2025, ma la tempistica esatta dipenderà dall'andamento dei tassi del mercato monetario e dalle altre misure di liquidità (per valutare quando le riserve non saranno più abbondanti ma ampie).

GRAFICO 2.3: AUMENTO DEL DEFICIT DI BILANCIO DEGLI STATI UNITI
ENTRATE E USCITE DEL GOVERNO FEDERALE, % DEL PIL



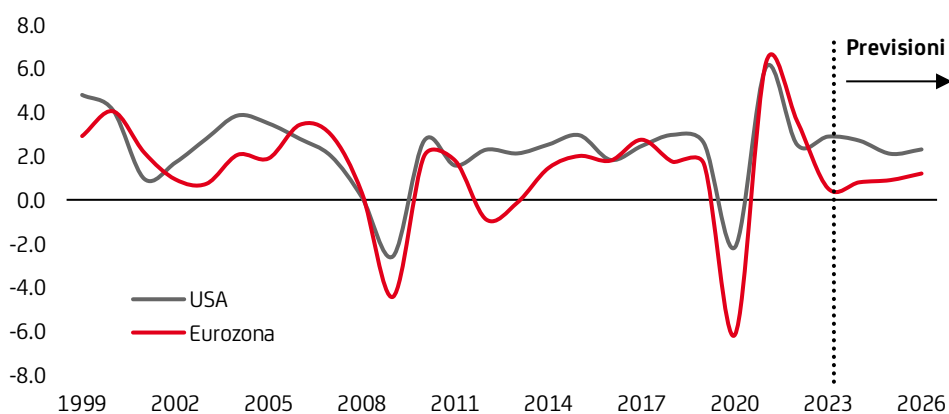
Nota: Le previsioni delle uscite sono state prese dai dati dell'Ufficio del Bilancio del Congresso (CBO). Le previsioni delle entrate sono previsioni di UniCredit basate sulle proiezioni del CBO + estensione completa del TCJA + ulteriori tagli fiscali che comportano costi del 1.5% of GDP.
Fonte: CBO, UniCredit Group Investment Strategy; periodo di osservazione: 1962-2034

2

CRESCITA ECONOMICA DEBOLE IN EUROZONA

È probabile che l'Eurozona resterà intrappolata in un **contesto di crescita bassa**, continuando a sottoperformare significativamente gli Stati Uniti in termini di attività economica, in parte per effetto delle politiche di Trump. Prevediamo che il PIL di Eurozona crescerà dello 0,9% nel 2025, solo marginalmente al di sopra della crescita dello 0,8% prevista per quest'anno, con Germania, Francia e Italia che dovrebbero crescere leggermente meno dell'intera Eurozona. Nel 2026 è probabile che la ripresa recuperi slancio, con l'attività, in Eurozona, destinata a crescere a un ritmo sostanzialmente in linea con il potenziale.

GRAFICO 2.4: AMPIO DIVARIO DI CRESCITA TRA STATI UNITI ED EUROZONA
CRESCITA ANNUALE DEL PIL, %



Fonte: Eurostat, UniCredit Group Investment Strategy; periodo di osservazione: 1999-2026

Due sono i fattori principali che sosterranno l'attività.

1. Una moderata **accelerazione dei consumi** privati con il ritorno dei salari reali ai livelli precedenti la pandemia. Tuttavia, è probabile che l'elevata incertezza economica e l'indebolimento del mercato del lavoro impediscano una diminuzione sostanziale del tasso di risparmio rispetto all'attuale livello elevato.
2. La **normalizzazione della politica monetaria** dovrebbe sostenere il settore edilizio e offrire sollievo agli investimenti in un momento di ridotta visibilità riguardo alle prospettive della domanda esterna.



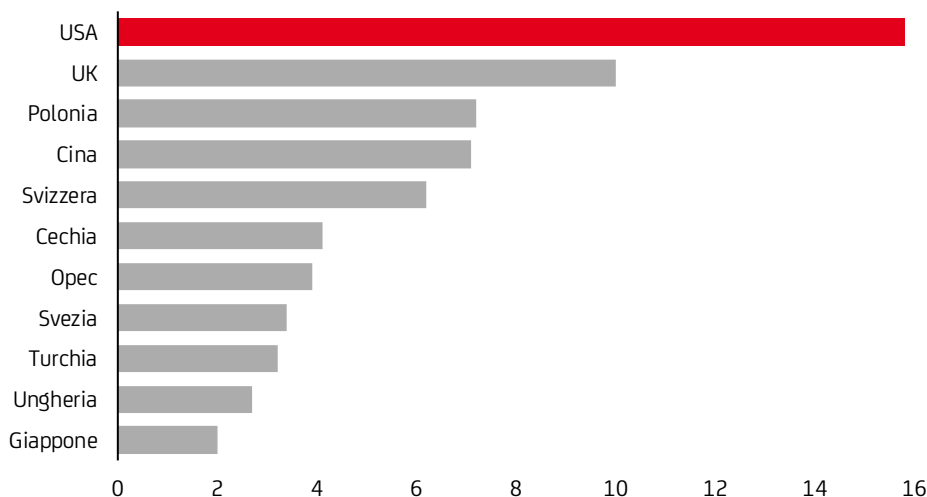
In Germania, dove i prezzi delle case sono diminuiti di oltre il 10% da quando la BCE ha iniziato ad alzare i tassi, una politica monetaria più accomodante, ma anche la forte domanda di spazi abitativi dovuta all'aumento della popolazione, depongono a favore di un'inversione di tendenza nel settore immobiliare. È probabile che l'Italia si muova in controtendenza sul fronte del miglioramento degli investimenti residenziali, dato che i generosi incentivi per la ristrutturazione degli edifici sono stati ridimensionati. Tempi e portata di tale effetto saranno, a nostro avviso, una delle incognite nelle prospettive di crescita dell'Italia. Il Paese rimane, tuttavia, ben posizionato per beneficiare dell'attuazione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR). Sebbene finora sia stato impiegato solo il 30% delle risorse del Next Generation EU (NGEU) assegnate all'Italia, restiamo fiduciosi che la spesa accelererà nei prossimi trimestri, poiché la maggior parte dei progetti di investimento è già iniziata. È, quindi, probabile che l'impulso alla crescita aumenti in misura significativa, soprattutto l'anno prossimo.



In Eurozona il commercio estero si trasformerà probabilmente da spinta alla crescita ad elemento frenante, in gran parte per effetto dell'aumento dei dazi attesi negli Stati Uniti, suo principale mercato di esportazione e che rappresenta quasi il 16% del commercio totale di merci al di fuori di Eurozona. Durante la seconda amministrazione Trump, e considerando uno scenario estremo basato sulle promesse elettorali di Trump, i dazi sulle importazioni statunitensi dall'UE potrebbero aumentare al 10% dal 3% della media attuale. Tra i maggiori Paesi di Eurozona, la più esposta ai rischi posti dall'aumento dei dazi è probabilmente la Germania, poiché la quantità di merci che esporta negli Stati Uniti è pari quasi al 4% del PIL nazionale, seguita da Italia (3,2%) e Francia (1,6%).

Il commercio estero nella zona euro passerà probabilmente dall'essere un motore della crescita a rappresentare un freno per l'economia

GRAFICO 2.5: GLI STATI UNITI SONO IL PRINCIPALE MERCATO DI ESPORTAZIONE DI EUROZONA
 ESPORTAZIONI DI EUROZONA AI PRINCIPALI PARTNER COMMERCIALI
 (% DELLE ESPORTAZIONI DI BENI EXTRA-EUROZONA)



Fonte: Eurostat, UniCredit Group Investment Strategy; periodo di osservazione: 2023



Leggi la nostra Top 2025 Story
 Veicoli elettrici in Europa

Il settore **automobilistico**, probabile bersaglio delle misure protezionistiche negli Stati Uniti, rimarrà probabilmente sotto pressione a causa dell'elevata incertezza, dell'agguerrita concorrenza cinese e dei problemi strutturali che affliggono le case automobilistiche tedesche.

La politica fiscale (escludendo l'impatto di NGEU) dovrebbe avere un impatto restrittivo nell'ordine dello 0,3-0,5% del PIL, e ciò sarà probabilmente determinato soprattutto dalla stretta fiscale in Francia. Un jolly è la possibilità di una politica fiscale più espansiva in Germania dopo le elezioni anticipate in programma a febbraio. La CDU/CSU, in deciso vantaggio nei sondaggi con una quota di consensi oltre il 30%, sembra ancora propensa a mantenere il freno al debito. Tuttavia, data la crescente probabilità che Trump faccia pressione sulla Germania per un

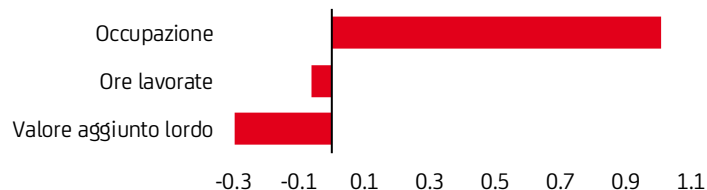
aumento delle spese militari, e la necessità di modernizzare le infrastrutture tedesche, un allentamento del freno al debito e/o l'introduzione di un bilancio ombra per finanziare la spesa per la difesa, la transizione energetica, ecc. potrebbe essere un compromesso dopo le elezioni. Questo comunque richiederebbe una maggioranza dei due terzi sia nel Bundestag che nel Bundesrat. Una politica fiscale più espansiva in Germania sarebbe una buona notizia per il Paese e per l'Europa, se aumentasse la probabilità di uno sforzo congiunto per aumentare gli investimenti in aree critiche, quali difesa e doppia transizione, in un momento in cui il panorama politico resta carico di incertezze. A questo proposito sotto i riflettori c'è la Francia. Uno dei principali rischi che



il Paese deve affrontare è lo scenario in cui il Parlamento francese sia nuovamente sciolto il prossimo giugno (ovvero, la prima data possibile), aumentando così l'instabilità politica e mettendo pressione sul presidente Emmanuel Macron affinché si dimetta. Nel timore di una vittoria della leader di estrema destra, Marine Le Pen, alle prossime elezioni presidenziali, i mercati potrebbero farsi sempre più nervosi e potrebbe accentuarsi la pressione al ribasso sul rating creditizio del Paese. In circostanze del genere, il rating della Francia potrebbe venire abbassato verso singola A.

A seguito del notevole incremento delle posizioni lavorative negli ultimi due anni, è probabile che le nuove assunzioni diminuiranno, poiché le aziende di Eurozona prevedono un rallentamento della crescita degli utili dopo il boom post-pandemia. Ciò aumenterà i rischi al ribasso per il mercato del lavoro, anche se è improbabile una fase di contrazione, in quanto le aziende sembrano più riluttanti a licenziare il personale rispetto ai cicli precedenti alla luce delle sfavorevoli tendenze demografiche.

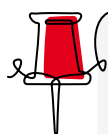
GRAFICO 2.6: SIGNIFICATIVO ACCUMULO DI MANODOPERA NELL'INDUSTRIA
INDUSTRIA (4Q19-2Q24, VARIAZIONE %)



Fonte: Eurostat, UniCredit Group Investment Strategy
Periodo di osservazione: 4 trimestre 2019 - 2 trimestre 2024

La disinflazione in Eurozona è sulla buona strada e l'inflazione dovrebbe assestarsi in linea con, o leggermente al di sotto dell'obiettivo del 2% della BCE nel corso del 2025. L'inflazione dei prezzi dei servizi è intorno al 4% da un anno, ma si profila un rallentamento. Nelle nostre previsioni i prezzi dei servizi guideranno l'ultima fase di riduzione dell'inflazione di fondo, mentre la crescita dei salari rallenterà in modo più deciso l'anno prossimo. In generale, le imprese dell'Eurozona hanno un minore potere di determinazione dei prezzi e sono obbligate ad assorbire una quota maggiore del costo del lavoro nei loro margini di profitto. Gli indicatori anticipatori suggeriscono che gli impulsi disinflazionistici provenienti dai prezzi dei beni e dei prodotti alimentari stanno venendo meno, anche se è probabile che le pressioni al rialzo restino deboli nel prossimo anno.

I crescenti rischi per le prospettive del mercato del lavoro e la rapida disinflazione rendono probabile che la BCE abbandoni a breve la sua politica monetaria restrittiva. Prevediamo tagli consecutivi di 25 punti base nelle prossime riunioni fino a marzo, quando è probabile che il tasso sui depositi raggiunga il **2,50%**, un livello che la maggioranza dei membri del Consiglio Direttivo sembra considerare sostanzialmente neutrale. Successivamente, il ritmo di allentamento della politica monetaria potrebbe rallentare, tornando ad un ritmo di un taglio per trimestre. Considerate le nostre aspettative che i dati statunitensi possano pesare sull'attività economica dell'Eurozona per tutto il prossimo anno e che l'inflazione oscilli attorno all'obiettivo del 2% della BCE, abbiamo aggiunto un ultimo taglio di 25 punti base alla nostra proiezione di allentamento, con il tasso sui depositi che ora dovrebbe raggiungere un livello terminale dell'**1,75%** nel dicembre del 2025. A nostro avviso, si tratterebbe di un livello leggermente al di sotto di quello neutrale per il tasso di riferimento ufficiale. In generale, nel far fronte alle conseguenze dell'esito delle elezioni statunitensi, la BCE dovrà calibrare la propria risposta di politica monetaria in base all'evoluzione delle condizioni finanziarie in Eurozona. A questo proposito, due fattori svolgeranno un ruolo particolarmente importante nell'influenzare le decisioni del Consiglio Direttivo: l'euro e la curva dei rendimenti a lungo termine in Eurozona. Se l'euro dovesse indebolirsi in misura significativa, la BCE avrebbe minore margine di manovra per tagliare i tassi al di sotto del livello neutrale, mentre la pressione al rialzo sui rendimenti a lungo termine indotta da un'eventuale sell-off dei titoli del tesoro statunitense giustificerebbe una riduzione dei tassi più rapida e intensa da parte della BCE. Prevediamo che i tassi di interesse resteranno invariati nel 2026, poiché l'inflazione oscillerà probabilmente attorno al 2%, a condizione che non si verifichi uno shock importante ai prezzi delle materie prime.



L'EUROPA E LA SUA CRISI ESISTENZIALE

Per quanto riguarda i temi più strutturali, nel suo recente rapporto sulla competitività europea l'ex primo ministro italiano **Mario Draghi** ha avvertito che, senza un cambio di passo, l'UE rischia una «lenta agonia». Una seconda amministrazione Trump potrebbe spingere l'Europa ad affrontare alcuni dei suoi persistenti problemi strutturali, dal divario nel livello di innovazione e dalla mancanza di infrastrutture transfrontaliere al mancato completamento del mercato unico e all'inadeguata struttura di governance. Tuttavia, il contesto politico non sembra molto favorevole a questo tipo di cambiamento, poiché le priorità strategiche differiscono tra gli Stati membri dell'UE e le forze euroscettiche stanno guadagnando terreno. Il Trump 2.0 potrebbe esacerbare queste dinamiche, dividendo ulteriormente l'UE e spingendo le democrazie illiberali in Europa orientale. Inoltre, se con Trump l'Europa non potrà più dare per scontato l'ombrello di sicurezza degli Stati Uniti, allora i governi nazionali dovranno affrontare un difficile compromesso nel decidere di destinare porzioni dei bilanci nazionali alla difesa o a politiche sociali. Dalla fine della Guerra Fredda la spesa pubblica per politiche sociali è drasticamente aumentata, mentre quella per la difesa è rimasta pressoché invariata. Invertire tale tendenza comporterà un costo politico.



3

LE DIFFICOLTÀ DELLA CINA SONO DESTINATE A CONTINUARE

Nel 2025, le tensioni commerciali tra Cina e Stati Uniti probabilmente si intensificheranno. Durante la campagna elettorale Trump ha ribadito l'intenzione di imporre dazi fino al 60% su tutte le importazioni statunitensi dalla Cina, ventilando addirittura la possibilità di raggiungere il 100% qualora Beijing tentasse di indebolire il ruolo internazionale del dollaro statunitense. Per contenere la pressione inflazionistica domestica in vista delle elezioni di metà mandato, Trump dovrebbe limitarsi a misure mirate in specifici settori, almeno nei primi mesi della sua presidenza. Ciò gli consentirà di salvaguardare il sostegno politico interno e di creare una leva per eventuali negoziati con la Cina in futuro. Per questo motivo, le conseguenze sulla crescita della Cina saranno probabilmente contenute. In generale, dalla prima presidenza Trump gli Stati Uniti sono gradualmente diventati meno rilevanti come destinazione delle esportazioni della Cina, con la quota delle esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti scesa dal 18% circa al 14% circa. Inoltre, è probabile che la banca centrale cinese (PBoC) sostenga le esportazioni cinesi lasciando deprezzare lo yuan, anche grazie alla contenuta pressione inflazionistica interna. Anche senza una intensificazione delle tensioni commerciali e per compensare la debole domanda interna, prevediamo che l'USD-CNY si muoverà verso 7,30-7,35 l'anno prossimo. Qualora gli Stati Uniti imponessero dazi del 60% e Pechino decidesse di svalutare drasticamente la propria valuta per compensare l'impatto di tali dazi, è probabile che l'USD-CNY registri un ulteriore rally, probabilmente anche ben oltre la soglia di 7,40, a seconda del numero di settori nel mirino dell'amministrazione Trump. Detto questo, è improbabile che la Cina non valuti una possibile reazione. Come fece durante la prima presidenza Trump, probabilmente adotterà misure di ritorsione e si tratterà probabilmente di misure mirate. Nel 2018 le contromisure cinesi furono accuratamente selezionate per colpire beni prodotti nelle contee in cui i repubblicani tradizionalmente godevano di un forte sostegno. Un chiaro esempio è costituito dai prodotti agricoli, come la soia, dove la Cina ha ridotto la sua esposizione verso gli Stati Uniti aumentando nel contempo la sua dipendenza dal Brasile.

Esportazioni cinesi verso gli USA in % delle esportazioni totali

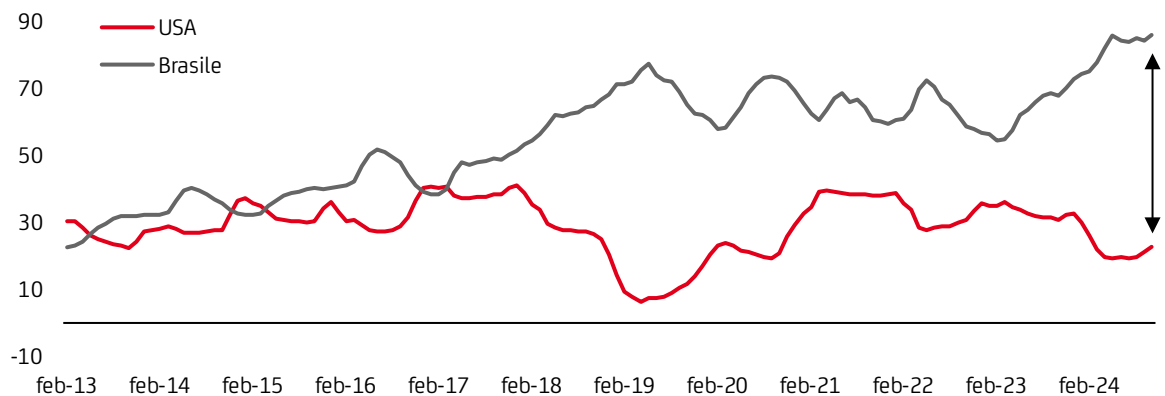
14,3%

2024

18,2%

2017

GRAFICO 2.7: I DAZI PORTANO ALLA DIVERSIONE DEGLI SCAMBI
IMPORTAZIONI CINESI DI SOIA (MN/TONNELLATE, 12M CUMULATI)

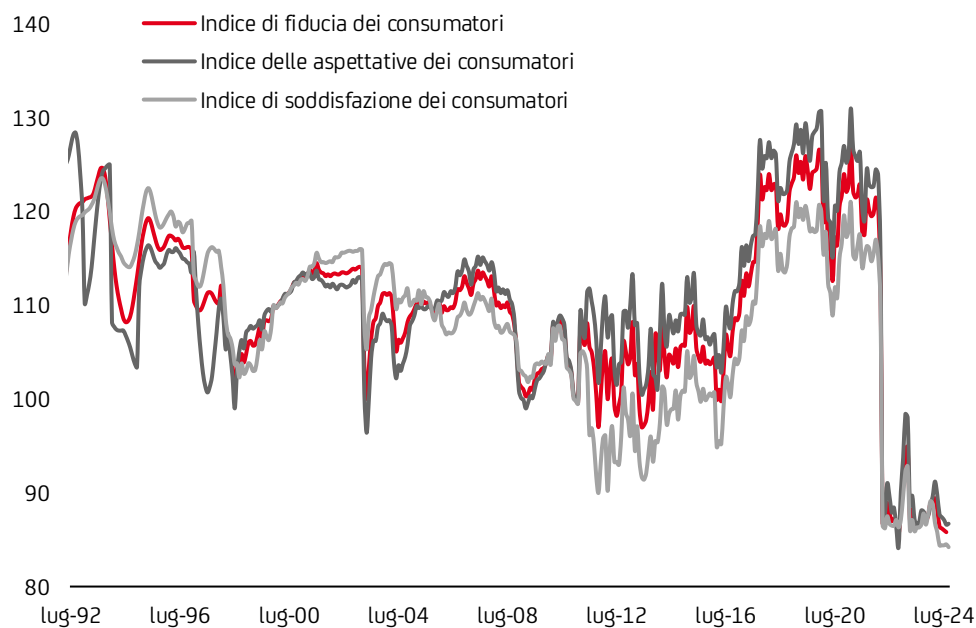


Fonte: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy; periodo di osservazione: febbraio 2013 - febbraio 2024

È probabile che le crescenti sfide alle esportazioni cinesi metteranno in luce la debolezza della domanda interna in un contesto di assenza di politiche appropriate per stimolare i consumi. Ciò rafforza la nostra aspettativa che la decelerazione strutturale della crescita economica cinese proseguirà, con un PIL destinato a crescere del 4,5% nel 2025 e del 4,2% nel 2026, dal 4,8% di quest'anno. Due fattori principali peseranno probabilmente sull'economia cinese. In primo luogo, è ancora in corso il **riequilibrio del modello di crescita** del Paese dal settore immobiliare e dall'industria pesante verso produzioni ad alto valore aggiunto e più strategiche (ad esempio, veicoli elettrici, alta tecnologia, batterie, ecc.). In secondo luogo, la **fiducia dei consumatori** rimane ai minimi storici, principalmente perché la ricchezza delle famiglie cinesi tende a essere legata al valore degli immobili, che è diminuito negli ultimi anni in un contesto di aumento della disoccupazione e di una non adeguata rete di protezione sociale.



GRAFICO 2.8: I CONSUMATORI CINESI SONO PESSIMISTI



Fonte: BLS, UniCredit Group Investment Strategy; periodo di osservazione: luglio 1992-luglio 2024

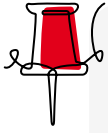
Dal momento che la ripresa dei consumi privati richiederebbe un rilancio del settore immobiliare, e ciò ritarderebbe la trasformazione strutturale dell'economia, ci aspettiamo che Pechino continui ad adottare misure volte a stimolare il lato dell'offerta dell'economia più che quello della domanda (attraverso, ad esempio, misure monetarie volte a fornire credito alle imprese e interventi contenuti per le famiglie a basso reddito). Questo perché il sistema finanziario cinese è orientato principalmente verso il lato dell'offerta dell'economia. Il credito è diretto – tramite imprese, gruppi statali, governi locali e governo centrale – a infrastrutture, proprietà e produzione. A sua volta, ciò conduce a una produzione elevata da parte di imprese che poi competono duramente sui prezzi. Misure coraggiose per stimolare i consumi richiederebbero riforme, quali l'introduzione di uno stato sociale in stile occidentale, per far fronte al persistere di bassi livelli di spesa delle famiglie, in percentuale sul PIL, e all'elevato tasso di risparmio. Riteniamo improbabile che ciò si verifichi in tempi brevi.

A loro volta, gli squilibri tra domanda e offerta rimarranno fonte di pressioni deflazionistiche a livello domestico, con l'inflazione dei prezzi al consumo che probabilmente rimarrà inferiore all'1,0% nel 2025. L'eccesso di capacità della Cina dovrà essere assorbito all'estero, con tutte le tensioni commerciali che ne conseguirebbero. Ci aspettiamo che la PBoC, per continuare a sostenere l'economia, annunci ulteriori riduzioni del tasso repo reverse a 14 giorni, del coefficiente di riserva obbligatorio e del tasso di riacquisto a sette giorni.



Gli squilibri tra domanda e offerta in Cina continueranno a essere una fonte di pressioni deflazionistiche sul mercato interno





AFFRONTARE IL SECONDO "CHINA SHOCK"

Il mondo si trova a far fronte a un nuovo boom di esportazioni dalla Cina. Durante il primo "China shock", tra il 2003 e il 2015, la quota dell'export globale di Beijing balzò da meno del 5% al 12% circa. Le esportazioni sono poi diminuite fino allo scoppio della pandemia e ora sono prossime al 15%, massimo storico. Ci sono differenze interessanti tra i due shock.

Il **primo "China shock"** riguardava l'esportazione di beni a basso prezzo, di scarsa qualità e con ridotto valore aggiunto. Ora, invece, la Cina esporta beni tecnologicamente avanzati, quali veicoli elettrici, batterie o pannelli solari di qualità superiore e più convenienti di quelli che le aziende occidentali sono in grado di produrre. L'altra differenza interessante tra i due shock è che il primo riguardava trasferimenti forzati di tecnologia dall'Occidente alla Cina. Ora, è l'Occidente che dovrebbe cercare di avere accesso al know-how cinese, in particolare nel campo delle tecnologie green.

Una soluzione pragmatica al problema sarebbe attirare aziende cinesi in Europa e negli Stati Uniti. In questo modo, le conseguenze negative della concorrenza cinese sull'occupazione sarebbero mitigate, in quanto le aziende cinesi dovrebbero ricorrere a manodopera locale e rispetterebbero le normative locali sul lavoro. Nel contempo sarebbe possibile imporre controlli tecnologici sui loro prodotti, ad esempio riguardo all'uso dei dati nei veicoli elettrici. Negli anni '80 le tensioni commerciali tra Giappone e Stati Uniti si attenuarono quando le aziende nipponiche trasferirono parte delle loro produzioni negli Stati Uniti.

Nell'attuale contesto geopolitico, tuttavia, è difficile che ciò possa accadere. A differenza della Cina, il Giappone non era considerato un concorrente egemonico. Allo stesso tempo, la fiducia tra Pechino e l'Occidente è ai minimi termini. È improbabile che l'amministrazione Trump entrante vari politiche volte a ripristinare la fiducia con Pechino e facilitare l'assorbimento della sua capacità in eccesso. Proprio la **questione della fiducia** impedirà una facile risoluzione del secondo "China shock". Un eccesso di capacità nelle tecnologie green dovrebbe essere accolto con favore a livello globale, in quanto potrebbe accelerare il processo di decarbonizzazione al costo più basso. Europa e Stati Uniti non avrebbero bisogno di riconquistare competitività nella produzione di pannelli solari, ad esempio, ma potrebbero specializzarsi nei loro effettivi vantaggi comparativi. Senza fiducia, tuttavia, i timori per la sicurezza nazionale legati all'eccessiva dipendenza da un unico fornitore avranno il sopravvento sulle argomentazioni relative all'efficienza economica e alla transizione verde.

4

LA CRESCITA ECONOMICA DEL REGNO UNITO ACCELERERÀ DI POCO

Nel Regno Unito prevediamo che il PIL reale crescerà dell'1,2% l'anno prossimo e dell'1,4% nel 2026, dopo un incremento dello 0,9% quest'anno. È probabile che la crescita a breve termine rimanga contenuta, ma l'attenuazione del consolidamento fiscale annunciato nel bilancio autunnale, insieme ad una politica monetaria meno restrittiva, contribuiranno a sostenere una moderata ripresa della crescita. L'inflazione rimarrà probabilmente prossima, anche se leggermente superiore, all'obiettivo del 2% l'anno prossimo, prima di scendere leggermente al di sotto dell'obiettivo nel 2026.

È probabile che la **Banca d'Inghilterra** (BoE) mantenga il tasso di riferimento stabile al 4,75% a dicembre, poiché, nella riunione di novembre, il comitato di politica monetaria (MPC) ha ribadito che la maggior parte dei membri è favorevole a un «approccio graduale» (che probabilmente significa un taglio di 25 punti base per trimestre). Per il prossimo anno prevediamo tagli per 125 punti base complessivi, che porteranno il tasso di riferimento al 3,50% entro la fine dell'anno. Si tratta di un allentamento inferiore a quanto avevamo previsto in precedenza, poiché il minore inasprimento della politica fiscale potrà accompagnarsi ad una riduzione più graduale delle restrizioni di politica monetaria. Nel 2026 è probabile che la BoE riporterà i tassi di interesse a un livello neutrale, che stimiamo intorno al 2,75%.

Bilancio autunnale del Regno Unito (GBP per anno)

ca. **40** mld
di incremento delle
imposte

ca. **70** mld
di maggiore spesa
pubblica



L'Office for Budget Responsibility ha dichiarato

“Uno degli allentamenti fiscali più ambiziosi degli ultimi decenni”



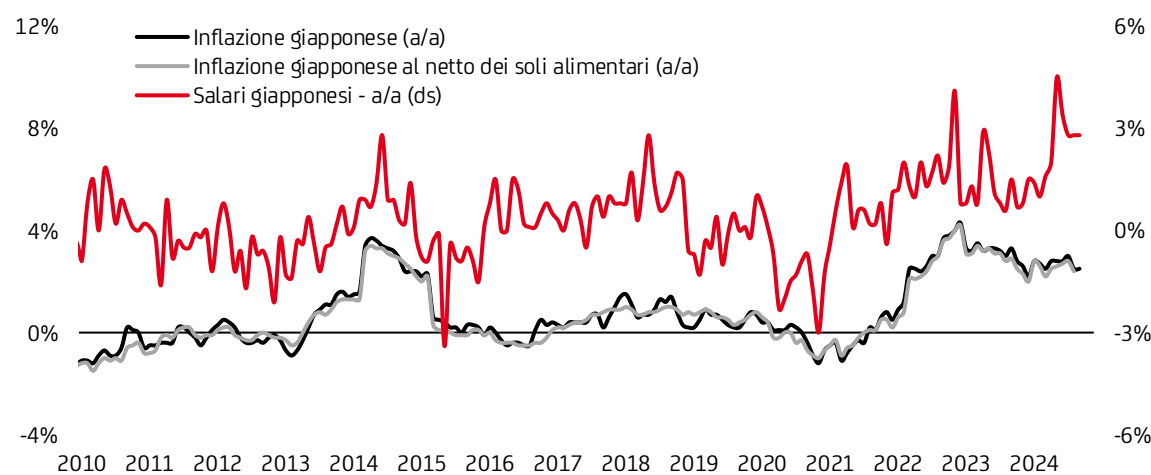
5

LA POLITICA MONETARIA DELLA BOJ CONTINUERÀ A DIVERGERE

L'economia giapponese dovrebbe riprendere slancio l'anno prossimo, con un'accelerazione della crescita del PIL all'1% circa dallo 0,1% nel 2024. Il rafforzamento della crescita dovrebbe derivare soprattutto dai consumi privati, data una accelerazione dei salari reali.

La Banca del Giappone (BoJ) continuerà probabilmente a seguire una traiettoria divergente rispetto alle altre banche centrali dei Paesi sviluppati e continuerà il processo di normalizzazione della politica monetaria alzando il costo del denaro. I salari in Giappone continuano a registrare una crescita solida, anche se al di sotto del picco del 4,5% su base annua toccato a giugno, mentre l'inflazione rimane al di sopra dell'obiettivo del 2% della banca centrale, il che, a fronte di tassi di politica monetaria saliti solo allo 0,25%, mantiene i tassi reali ancora ampiamente in territorio negativo. L'inasprimento della BoJ proseguirà probabilmente con gradualità nel 2025 e dipenderà in larga misura dalle prospettive di crescita economica, dall'eventuale ulteriore attenuazione delle pressioni salariali e inflazionistiche e dalla traiettoria futura dello yen. L'ulteriore debolezza dello yen, derivante dalla prolungata incertezza politica dopo le elezioni generali di ottobre, potrebbe sicuramente avere un impatto sulla politica della BoJ. Nel complesso, prevediamo che il tasso ufficiale della BoJ venga aumentato dall'attuale 0,25% allo 0,60% entro il 4 trimestre del 2025 e allo 0,75% entro il 4 trimestre del 2026.

GRAFICO 2.9: ATTESA UNA ULTERIORE NORMALIZZAZIONE DELLA POLITICA DELLA BOJ



Fonte: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy; periodo di osservazione: 2010-24

6

PROSEGUE LA CRESCITA NEI PAESI CEE TRA CONSOLIDAMENTO FISCALE E SFIDE ESTERNE

I venti contrari al commercio globale dovuti ai dazi doganali peseranno probabilmente sulle esportazioni dei Paesi dell'Europa centrale e orientale (CEE), data l'integrazione delle economie della CEE nelle catene di approvvigionamento della produzione manifatturiera di Eurozona. Di conseguenza, le esportazioni nette continueranno probabilmente a frenare la crescita nel 2025. Nel frattempo, i consumi privati dovrebbero continuare a trainare la crescita, ma il loro contributo potrebbe ridursi parallelamente al rallentamento della crescita dei salari reali ed al minore sostegno alle famiglie delle politiche di bilancio a causa dei piani di consolidamento fiscale. Proseguirà **l'allentamento della politica monetaria**, che sosterrà la domanda interna. I cicli elettorali comportano una certa divergenza tra Paesi. I Paesi con elezioni all'orizzonte (Polonia e Cechia nel 2025 e Ungheria nel 2026) saranno più propensi ad assumere rischi associati allo scostamento di bilancio, e ciò potrebbe anche ridurre le possibilità di taglio dei tassi da parte delle banche centrali. Tuttavia, altri, come Romania, Slovacchia e Turchia, potrebbero adottare un più consistente inasprimento di bilancio. Il contributo degli investimenti aumenterà, soprattutto se gli investimenti pubblici accelereranno sulla scia di maggiori esborsi relativi al dispositivo per la ripresa e la resilienza e dei fondi regolari dell'UE, quali parte integrante del bilancio UE per il periodo 2021-27. Di conseguenza, la crescita del PIL potrebbe accelerare al 2,7% nel 2025 (dal 2,0% di quest'anno) nei Paesi CEE membri dell'UE, mentre in Turchia potrebbe scendere dal 3% al 2,7% l'anno prossimo. Una debolezza più prolungata delle esportazioni potrebbe pesare sulla domanda interna nella CEE influenzando sulle condizioni del mercato del lavoro e sulla fiducia dei consumatori.

La disinflazione riprenderà nel 2025 dopo una fase di stallo nel quarto trimestre del 2024. Il rallentamento della crescita salariale e il favorevole andamento dell'inflazione importata sosterranno la tendenza al ribasso. Nel frattempo, le misure fiscali (eliminazione dei massimali tariffari, aumenti delle imposte) potranno esercitare una pressione al rialzo sui prezzi amministrati. L'aumento dei rendimenti statunitensi potrebbe portare ad una debolezza valutaria, con il rischio di ridurre le possibilità di allentamento monetario.





EDITORS

Francesco Maria Di Bella

Thomas Strobel

AUTORI

Edoardo Campanella

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Elia Lattuga

Stefan Kolek

Roberto Mialich

Michael Rottmann

Jonathan Schroer

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Rimanere costruttivi

Il contesto macroeconomico dovrebbe essere di supporto per la propensione al rischio nel 2025. Prevediamo una crescita economica globale moderata e un'inflazione contenuta che convergerà verso gli obiettivi delle banche centrali, consentendo una politica monetaria più accomodante. Il ciclo di rialzo tassi ha ridato spazio di manovra alle banche centrali, creando l'opportunità di azioni decise in caso di necessità. Prevediamo quindi condizioni favorevoli per una crescita solida degli utili e ci aspettiamo una buona domanda per bond con alto carry e, in generale, una ripresa delle valutazioni in quei segmenti di mercato che sono stati meno performanti di recente.

Il quadro dovrebbe essere positivo per i rendimenti azionari e obbligazionari nel 2025, anche se non implicherà necessariamente un via libera per tutti i mercati globali. La ripresa globale è matura e i rendimenti a due cifre di quest'anno in diversi comparti del mercato equity hanno fatto salire le valutazioni. Gli spread di credito si sono notevolmente ridotti e le curve risk-free stanno già prezzando riduzioni considerevoli dei tassi ufficiali. I mercati azionari prevedono stimoli favorevoli al mercato da parte del presidente eletto degli Stati Uniti Donald Trump. Al contrario, l'agenda della nuova amministrazione comporta qualche rischio per i Titoli del Tesoro statunitensi, punto di riferimento globale dei mercati obbligazionari, e questi potrebbero aggiungersi alle tensioni geopolitiche e commerciali, con ricadute potenzialmente ampie al di fuori degli Stati Uniti. La struttura del portafoglio deve, pertanto, essere adeguata a questi possibili rischi.

Sebbene le opportunità più ovvie siano già state sfruttate, gli investitori possono ancora beneficiare di rendimenti solidi, sia nell'azionario che nell'obbligazionario, con un approccio più selettivo. L'incertezza economica e politica porterà probabilmente a prospettive in termini di rischio/rendimento diverse tra le varie regioni. Le azioni statunitensi offriranno probabilmente il potenziale più elevato per i prossimi trimestri, ma si presenteranno opportunità anche in altre aree geografiche. Le obbligazioni dovrebbero beneficiare di buona domanda grazie al loro vantaggio in termini di diversificazione e al rendimento ancora interessante. L'incertezza macroeconomica e geopolitica continuerà a sostenere la domanda di metalli preziosi, mentre i metalli industriali attenderanno migliori prospettive di crescita economica.

Bonds

RENDIMENTI DI TREASURY E BUND STABILI POICHÉ I TAGLI DEI TASSI SONO GIÀ SCONTATI

L'allentamento monetario negli Stati Uniti e in Eurozona continuerà nel 2025. Il tema chiave per gli investitori è capire a che livello si stabilizzeranno i tassi ufficiali alla fine di questo ciclo di tagli e quanto tempo servirà alle banche centrali per arrivare in territorio neutrale. Riguardo al primo punto, come analizzato nelle nostre Top Stories del 2025, rimane da chiedersi se il tasso neutrale sia aumentato negli ultimi anni e in che modo sarà influenzato dalla seconda presidenza Trump. Il ritmo dei tagli dei tassi dipenderà in buona parte dalle dinamiche di crescita e inflazione, poiché le banche centrali sono pronte a ribadire il loro mantra di dipendenza dai dati. I tagli dei tassi ufficiali però non si traducono automaticamente in rendimenti più bassi delle obbligazioni, che a loro volta sono influenzati anche da altri fattori, quali le dinamiche dell'offerta. Inoltre, i rischi geopolitici possono avere un effetto ambivalente: stimolare la domanda di titoli di Stato, tradizionalmente considerati beni rifugio, oppure ridurla se dovessero portare ad una nuova accelerazione dell'inflazione e spingere le banche centrali verso posizioni meno accomodanti.

Ipotizzando che il ciclo di taglio dei tassi proceda secondo le previsioni sia in Eurozona che negli Stati Uniti, riteniamo che i rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato di Eurozona e dei Treasury abbiano un margine ridotto per scendere rispetto ai livelli attuali. I tagli dei tassi da parte della Fed e della BCE sono ampiamente scontati e l'offerta di obbligazioni è destinata a pesare sulla parte più lunga della curva. La riduzione del bilancio, tramite il disinvestimento titoli, in atto da parte della BCE aumenterà l'onere che grava sugli investitori di assorbire l'offerta di titoli di Stato in Eurozona,

mentre l'offerta di Treasury statunitensi è destinata a rimanere abbondante per finanziare l'ambiziosa agenda di Trump. Per il rendimento del Treasury a 10 anni abbiamo considerato un intervallo del **4,40-4,60%** per la fine del 2025, ovvero 40-60 punti base in più al di sopra del tasso terminale della Fed. Prevediamo che il rendimento del Bund decennale rimanga in un range compreso tra **2,20% e 2,40%** alla fine del 2025, 45-65 punti base al di sopra del tasso sui depositi da noi previsto entro la fine del prossimo anno. Lo spread Treasury-Bund a 10 anni è destinato ad ampliarsi ulteriormente. La ricerca di carry sarà il motore principale della performance di Treasury e Bund. Le curve dei rendimenti sono destinate a diventare più ripide negli Stati Uniti e in Eurozona, anche se probabilmente rimarranno più piatte rispetto ai livelli pre-pandemia a causa dei tassi ufficiali elevati (negli Stati Uniti ancora in territorio restrittivo).

I BTP DOVREBBERO CONTINUARE A BENEFICIARE DI UNA BUONA DOMANDA

Con i Bund che probabilmente registreranno una performance contenuta, gli investitori cercheranno di sfruttare opportunità più redditizie. Questo sarebbe in linea con la ripresa dell'attività di **carry trades** (acquisto di titoli con rendimento elevato) già osservata quest'anno. Il deciso interesse verso i titoli di Stato periferici ha ridotto i differenziali di rendimento rispetto ai Bund, grazie alla disinflazione in corso, alla minore volatilità, alle prospettive di bilancio favorevoli, ai tassi di crescita superiori alla media e alla stabilità del quadro politico, soprattutto in Italia. Fa eccezione invece la Francia, su cui pesano l'indebolimento dei fondamentali macroeconomici e l'incertezza politica.

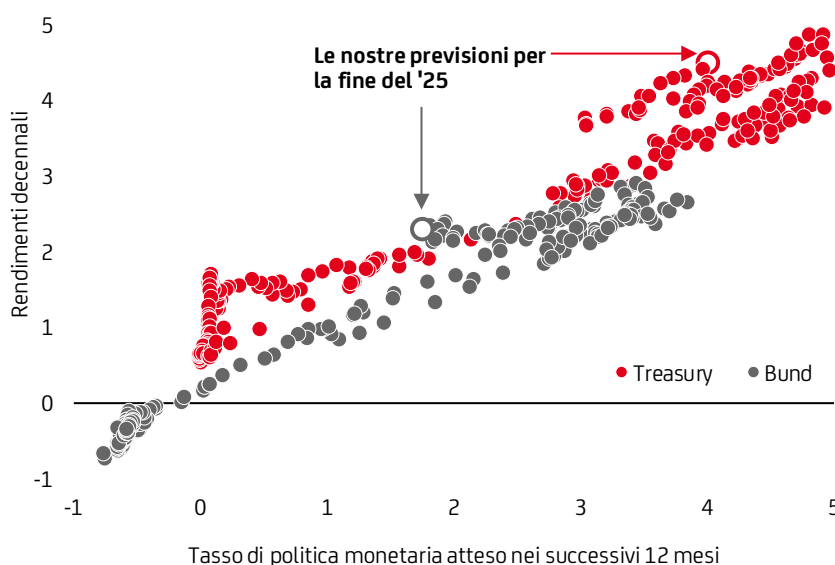


Leggi la nostra
Top 2025 Story
Debito pubblico:
USA vs. Eurozona

GRAFICO 3.1: TASSI UFFICIALI E LORO IMPATTO SUI RENDIMENTI A PIÙ LUNGO TERMINE

Ogni punto indica la relazione tra il tasso depo o fed fund atteso dal mercato nei successivi 12 mesi e il rendimento decennale Bund o UST.

La correlazione è positiva e significativa.



Fonte: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy;
Dati settimanali dal 15 novembre 2019 al 15 novembre 2024.



Prevediamo che la domanda di titoli di Stato italiani rimarrà sostenuta nel 2025, sostenuta da un contesto politico stabile e dal risanamento dei conti pubblici in corso. Stimiamo che il differenziale di rendimento a 10 anni tra le obbligazioni italiane e tedesche resti nell'intervallo tra **120 e 140 pb**, poiché i fattori positivi saranno in parte compensati da emissioni corpose, dovute principalmente alle obbligazioni in scadenza. D'altra parte, le prospettive per i titoli di Stato francesi non sono incoraggianti, principalmente a causa dell'instabilità politica e dei rischi di rating. Anche se potrebbero esserci acquisti tattici, le preoccupazioni degli investitori manterranno lo spread OAT-Bund a 10 anni intorno ai **70 pb**. Preferiamo i BTP agli OAT, poiché i primi offrono un livello di rendimento iniziale più interessante che dovrebbe anche rappresentare una buffer naturale nell'eventualità di un rialzo dei rendimenti. Inoltre, il fatto che il 50% dell'intero debito pubblico francese sia in mano a investitori esteri (rispetto al 25% dell'Italia) è un altro elemento importante dato che questi sono tendenzialmente molto sensibili ai cambiamenti dei fondamentali economici di un Paese.

GRAFICO 3.2: SOVRAPERFORMANCE BTP VS. OAT
DIFFERENZIALE TRA DECENNALE BTP E OAT

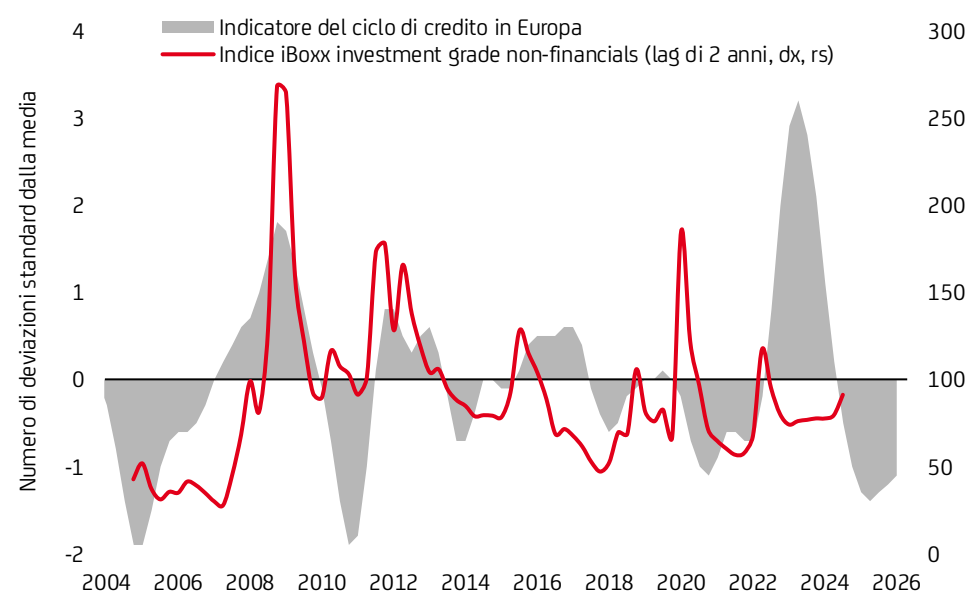


Fonte: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy; dati settimanali dal 20 novembre 2004 al 15 novembre 2024.

L'ATTIVITÀ DI CARRY TRADE ALIMENTERÀ I GUADAGNI DEL CREDITO EUROPEO NEL 2025

Il carry trade è destinato a essere un tema chiave per i mercati del credito. Ci aspettiamo una buona performance per il credito europeo non finanziario, soprattutto alla luce della crescita macroeconomica in Eurozona e da un ciclo creditizio in decisa fase di ripresa. Ciò è illustrato nel Grafico 3.3, che mostra le diverse fasi del ciclo creditizio in termini di deviazioni standard dalla media di lungo termine, rappresentata come 0. Siamo assistendo a segnali di moderata accelerazione della crescita del credito unitamente a strategie finanziarie prudenti da parte delle aziende, il tutto mentre la propensione al rischio rimane solida a causa dell'aumento delle valutazioni degli asset.

GRAFICO 3.3: CICLO DEL CREDITO IN RIPRESA PER SOSTENERE IL CREDITO DI EUROZONA



Fonte: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy; dati mensili da dicembre 2004 a settembre 2024.

I titoli obbligazionari dei settori ciclici sono destinati a trarre vantaggio dalla graduale ripresa della crescita economica e si prevede che la probabilità di eventi creditizi negativi, quali i default, diminuirà. Molte aziende dispongono di solide riserve di cassa, il che è di buon auspicio per il servizio del debito. Con la ripresa della crescita economica, prevediamo un moderato incremento della spesa in conto capitale, insieme a un aumento delle attività di M&A. Insieme alla crescita dei rimborsi obbligazionari nel 2025-26, questi fattori suggeriscono che il 2025 sarà un altro anno di solida offerta di obbligazioni corporate. Tenendo conto delle prospettive economiche complessivamente favorevoli, questi flussi in entrata, che si sommano all'assenza di reinvestimenti da parte della BCE, dovrebbero risultare neutrali per i premi al rischio di credito.



**Il 2025
sarà un altro
anno di forte
offerta di bond**

Gli investitori dovrebbero adottare un approccio molto cauto verso il **settore automobilistico**, dove le sfide strutturali legate ai veicoli elettrici e ai dazi creano un contesto sfidante, soprattutto per quanto riguarda le obbligazioni a più lunga scadenza. Anche il credito bancario è avviato a mantenersi in buone condizioni l'anno prossimo. Anche se è previsto un ridimensionamento del margine netto di interesse, è probabile che le banche europee godranno ancora di una solida redditività nel 2025. Le aspettative di consenso sono per un rendimento del capitale attorno all'11%. Il calo dei tassi di interesse sosterrà la qualità dell'attivo, in particolare nei finanziamenti per immobiliari commerciali. Prevediamo che nel 2025 il costo del credito per le banche rimarrà ragionevole.

Ci aspettiamo che per la fine del 2025 il livello di spread di credito dell'indice iBoxx Investment-Grade Non-Financials scenderà a 80 pb, quello per l'iBoxx Non-Financials Hybrid Index a 180 pb e quello per l'iBoxx High-Yield Non-Financials Index a 270 pb. In questo contesto un buon livello di extra-rendimento sarà un fattore cruciale per la performance, che prevediamo sarà compresa tra il 3% per l'iBoxx Investment-Grade Non-Financials Index e il 6% per l'iBoxx High-Yield Non-Financials Index, mantenendosi così in linea con quest'anno.

Il proseguimento del contesto di ridotta volatilità dei tassi potrebbe inoltre favorire le obbligazioni corporate a basso rating (principalmente BB). Inserire nel portafoglio con **approccio selettivo** titoli high-yield con fondamentali solidi può fornire valore, grazie ad un livello di rendimento allettante, anche se gli investitori dovrebbero rimanere consapevoli dei rischi idiosincratici associati. Alla luce della diminuzione dei timori degli investitori riguardo alle prospettive economiche e della probabile intenzione di allentamento della politica monetaria da parte della BCE nel 2025, allungare la scadenza per beneficiare di spread creditizi più elevati può essere una strategia efficace per migliorare la performance.

NAVIGARE IL MERCATO OBBLIGAZIONARIO ESG NEL 2025

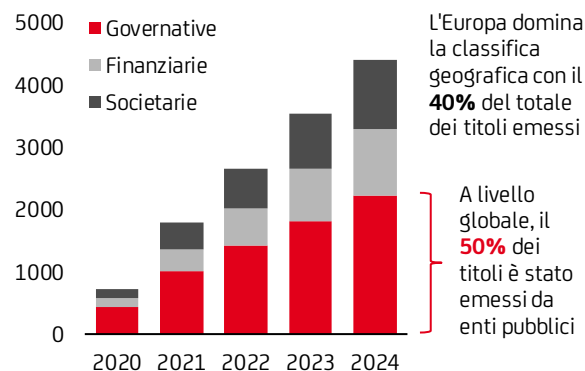
Nel 2025 prevediamo che gli investitori in obbligazioni ESG continueranno a trarre vantaggio dal contesto favorevole a questa asset class iniziato verso la fine del 2023. I nostri studi indicano che i «greenium», i premi di prezzo associati ad obbligazioni green e altre classi di obbligazioni ESG rispetto alle obbligazioni standard, sono quasi scomparsi a partire dal terzo trimestre 2023. Questo cambiamento consente agli investitori di implementare strategie di investimento etiche e ambientali senza i costi più elevati che hanno caratterizzato il boom dei volumi di obbligazioni ESG iniziato nel 2019.

Diversi fattori hanno contribuito a questo ridimensionamento dei prezzi delle obbligazioni ESG. In primo luogo, **l'incertezza sulla regolamentazione UE** in merito ai green assets, in particolare per quanto riguarda la classificazione dei fondi nel Regolamento sull'informativa della finanza sostenibile. In secondo luogo, in scia agli aumenti dei prezzi delle materie prime collegati al conflitto in Ucraina, c'è stato un notevole aumento d'interesse verso gli asset energetici «brown». Infine, il mercato obbligazionario nel suo complesso ha registrato una **domanda elevata**, poiché gli investitori si indirizzano verso obbligazioni a lunga scadenza in previsione del calo dei tassi di interesse.

Inoltre, la continua e robusta offerta di obbligazioni ESG ha un ruolo significativo nella dinamica dei prezzi. Anche se il premio di emissione è calato, per tutto il 2024 abbiamo assistito a una crescita costante delle emissioni di obbligazioni ESG. Nuove obbligazioni di emittenti ESG esordienti stanno ampliando la gamma di settori ed emittenti in cui si può investire. Le motivazioni che spingono aziende e governi a emettere obbligazioni ESG vanno oltre la semplice ricerca di costi più vantaggiosi. Gli emittenti sono sempre più concentrati sul conseguimento degli obiettivi di sostenibilità, sul predisporre a normative ambientali più severe e sull'impegno di «virtue signaling» agli stakeholder. In un contesto di ulteriore crescita del mercato ESG è probabile che l'allentamento monetario previsto nel 2025 stimoli ancora di più gli investimenti green, facendo in modo che il mercato delle obbligazioni ESG rimanga vivace e attraente per investitori in cerca sia di buoni rendimenti finanziari che di un impatto ambientale positivo.

GRAFICO 3.4: OBBLIGAZIONI ESG IN CIRCOLAZIONE A LIVELLO MONDIALE

OBBLIGAZIONI ESG NEL MONDO (USD BN)



Fonte: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy; Dati annuali dal 2020 al 2024.




Azioni

SI PROSPETTA UN ALTRO ANNO DI SOLIDE PERFORMANCE PER LE AZIONI

Le prospettive del mercato azionario per il 2025 rimangono positive e indicano opportunità interessanti, con l'attenzione centrata sui fondamentali e sulle dinamiche settoriali che ne guidano la crescita. Dopo uno straordinario 2024, durante il quale il mercato azionario statunitense è salito molto (S&P 500 +25% a metà novembre, STOXX Europe 600 +7%, Nikkei +15%, MSCI EM +10%), prevediamo un altro robusto incremento medio attorno al **10% l'anno prossimo**. Sebbene nel breve periodo i notiziari siano spesso forieri di motivi di preoccupazione, dalle tensioni geopolitiche agli utili deludenti nel settore tecnologico, è essenziale mantenere una prospettiva di lungo periodo focalizzata sui fondamentali.

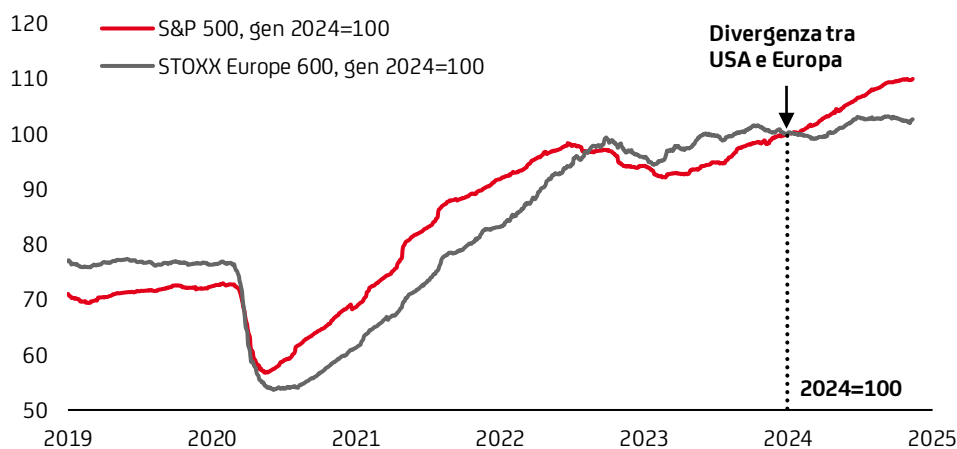
Dopo un rallentamento all'inizio dell'anno prossimo, le prospettive economiche globali sono destinate a migliorare verso la fine del 2025 e ciò dovrebbe avere un impatto positivo sia sugli utili societari che sui mercati azionari. Il **settore tecnologico**, soprattutto per effetto dell'ascesa dell'intelligenza artificiale, è destinato a diventare un motore di crescita significativo. Al di là di possibili episodi di volatilità sui mercati azionari, prevediamo una graduale normalizzazione delle valutazioni, sostenute principalmente dal trend al ribasso dei tassi delle banche centrali.

Riteniamo che il mercato azionario statunitense inizierà il 2025 con fondamentali solidi. Prevediamo che l'economia statunitense effettuerà un soft landing, con un'accelerazione della crescita nel 2026, mentre l'economia dell'Eurozona inizierà a riprendersi solo gradualmente. È probabile che il contesto economico in Cina si deteriori ulteriormente, mentre il PIL in Giappone accelererà solo in misura contenuta. Di conseguenza, prevediamo che i margini di profitto rimarranno più elevati negli Stati Uniti, anche se leggermente inferiori rispetto a quest'anno, e riteniamo che la divergenza nella crescita degli utili societari tra Stati Uniti ed Europa, che abbiamo rilevato quest'anno, proseguirà nel 2025. È probabile che ulteriori misure di stimolo fiscale e di deregolamentazione, facilitate dalla maggioranza repubblicana al Congresso, sostengano la crescita degli utili statunitensi.



Il settore tecnologico è pronto per un'ulteriore forte performance; l'eccezionalismo del mercato azionario statunitense continuerà

GRAFICO 3.5: NEGLI STATI UNITI PROSEGUIRÀ UNA SOLIDA CRESCITA DEGLI UTILI
STIMA A 12 MESI DEGLI EPS



Fonte: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy; dati giornalieri dal 1° gennaio 2019 al 15 novembre 2024.

Sulla base di queste previsioni, ci aspettiamo una performance annua per il 2025 compresa tra **+8% per l'Europa** e **+15% per gli Stati Uniti**. Per le aziende giapponesi e cinesi stimiamo un potenziale di crescita analogo a quello europeo, in entrambi i casi pari a +8%. Prevediamo, quindi, che il potenziale rendimento sarà più elevato negli Stati Uniti, seguiti da Europa e Giappone. Anche se i mercati cinesi potrebbero mostrare un certo potenziale di recupero tattico, esso sarà limitato dalla vittoria di Trump e dalla conseguente incertezza in materia di dazi.

Alla luce di una probabile accelerazione della crescita economica nel 2025, **i settori ciclici** dovrebbero aumentare di attrattività, e le società a bassa e media capitalizzazione dovrebbero essere preferibili rispetto a quelle a grande capitalizzazione. In termini relativi, ciò potrebbe moderare lo slancio dei titoli tecnologici, la cui robusta crescita degli utili si riflette già in valutazioni elevate.



VALUTAZIONI E CONCENTRAZIONE DEL MERCATO STATUNITENSE SONO RAGIONEVOLI

La concentrazione del mercato rimarrà una preoccupazione fondamentale, soprattutto per quanto riguarda i «Magnifici sette», che costituiscono il 30% circa dell'indice S&P 500. Storicamente è risultato difficile sostenere un'elevata crescita delle vendite e della redditività per lunghi periodi. Tuttavia, se le nostre previsioni sull'economia statunitense e sulla Fed si confermeranno, potremmo assistere a uno spostamento delle preferenze nel mercato azionario, che consentirebbe una crescita più omogenea dell'S&P 500. Le società di settori quali quello finanziario, dei beni di consumo discrezionali e industriali (il cui peso complessivo nello S&P 500 è pari a quello del settore IT) potrebbero diventare leader di mercato.

Sebbene il livello delle valutazioni statunitensi, con un rapporto prezzo/utili (P/E) medio di 22, sia superiore alla media storica, ciò è in gran parte legato a aspettative di forte crescita degli utili prevista dai Magnifici sette, pari a quasi il 40% per il 2025. È comunque una situazione diversa dalla bolla delle dot-com nel 2000, quando le principali società dell'epoca avevano un rapporto P/E medio di 52. Tuttavia, poiché la concentrazione del mercato è aumentata, può essere importante diversificare e ridurre i rischi legati al settore IT. L'indice S&P 500 equipesato potrebbe fornire una migliore rappresentazione di valutazioni ragionevoli in tutto il mercato. Considerato il trend al ribasso previsto per i tassi di interesse e l'atteso miglioramento dello slancio economico, riteniamo che l'indice S&P 500 Equal Weight potrebbe sovraperformare. Nello specifico, società che non rientrano nel segmento (in parte costoso) dei titoli a elevata capitalizzazione e sono fortemente focalizzate sull'economia interna statunitense dovrebbero trarre beneficio dalle misure programmate dalla nuova amministrazione Trump.

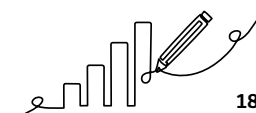


**Leggi la nostra
Top 2025 Story**
Non c'è alcuna
bolla
dell'intelligenza
artificiale

GRAFICO 3.6: LE VALUTAZIONI STATUNITENSI SONO ELEVATE MA NON ECCESSIVE
RAPPORTO P/E



Fonte: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy; dati giornalieri dal 1° gennaio 2018 al 15 novembre 2024.



Materie prime

MATERIE PRIME ENERGETICHE: I PREZZI DEL BRENT E DEL GAS SI STABILIZZERANNO

L'OPEC+ sta attraversando una congiuntura difficile, destreggiandosi con i propri attuali limiti produttivi mentre alcuni membri puntano a normalizzare la produzione cappata dal congelamento di 2,2 milioni di barili al giorno. Volgendo lo sguardo al 2025, alla luce della robusta offerta di petrolio dal Nord America (che potrebbe beneficiare del sostegno all'industria promesso dalla nuova amministrazione Trump) e considerata la previsione di una domanda globale fiacca, l'OPEC+ potrebbe trovarsi costretto a prorogare gli attuali tagli alla produzione per tutto l'anno. Ma anche il mantenimento degli attuali livelli di produzione potrebbe portare a un leggero surplus nel mercato petrolifero globale.

Se le tensioni geopolitiche in Medio Oriente non si trasformeranno in un conflitto regionale più ampio, ci aspettiamo che l'OPEC+ cercherà di stabilizzare il prezzo del Brent attorno a **75 USD al barile**. Entro il 2026, quando la domanda inizierà a migliorare, l'OPEC+ tornerà probabilmente ad incrementare l'offerta di petrolio sul mercato, con il prezzo del Brent che dovrebbe muovere verso gli 80 USD al barile. D'altra parte, se nella riunione annuale di dicembre l'OPEC+ decidesse di aumentare l'offerta di 180,000 barili al mese, il prezzo del Brent potrebbe scendere, nel corso del 2025, a circa 60 USD al barile o anche più in basso.

Per contro, un allargamento del conflitto in Medio Oriente potrebbe spingere il prezzo del Brent oltre i 100 USD al barile. Se venissero presi di mira giacimenti petroliferi o impianti di raffinazione in Iran o in Arabia Saudita, o nel caso di un blocco temporaneo dello Stretto di Hormuz, attraverso il quale transita circa il 20% dell'offerta mondiale di petrolio, il prezzo del Brent potrebbe superare i 130 dollari al barile. Tale picco probabilmente rimarrebbe fino all'arrivo di chiari segnali di completo ripristino dell'offerta mondiale di petrolio.

Grazie ad un inverno 2023-2024 mite, già a metà dello scorso agosto lo stoccaggio di gas in Europa aveva raggiunto il 90% della capacità. La domanda si sta comunque stabilizzando su livelli bassi, probabilmente per effetto dei cambiamenti strutturali determinati dagli incrementi dell'efficienza energetica, dalla diversificazione a favore di combustibili diversi dal gas e da stringenti vincoli relativi ad obiettivi climatici. Nei settori industriali, parte di questa debolezza deriva da perdite permanenti di produzione in settori ad alta intensità energetica, che stentano a competere a livello globale a causa dei prezzi del gas naturale che rimangono al di sopra dei livelli precedenti la guerra in Ucraina. Il possibile aumento della domanda di riscaldamento dovuto alla diminuzione delle temperature potrebbe spiegare la recente volatilità dei prezzi e probabilmente manterrà i prezzi del TTF nell'intervallo **40-45 EUR/MWh** per tutto l'inverno.

L'Europa ha di fatto ridotto la propria dipendenza dal gas russo attraverso la diversificazione delle forniture. Attualmente la produzione interna costituisce il 45% circa dell'offerta europea, seguita dalle importazioni di GNL (35%) e gas trasportato attraverso gasdotti (20%). Un incremento del 20% della domanda di riscaldamento potrebbe comportare una carenza di circa 20 miliardi di metri cubi, che renderebbe necessario aumentare le importazioni di GNL. Interruzioni temporanee potrebbero rompere gli equilibri nelle forniture di gas, soprattutto se l'inverno sarà più rigido della media. Nonostante gli sforzi di diversificazione, l'Europa dipende ancora dal gas e dal GNL russi per il 12,5% circa dei suoi consumi complessivi. Un'escalation del conflitto Russia-Ucraina probabilmente spingerebbe i prezzi del TTF verso i 100 EUR/MWh.


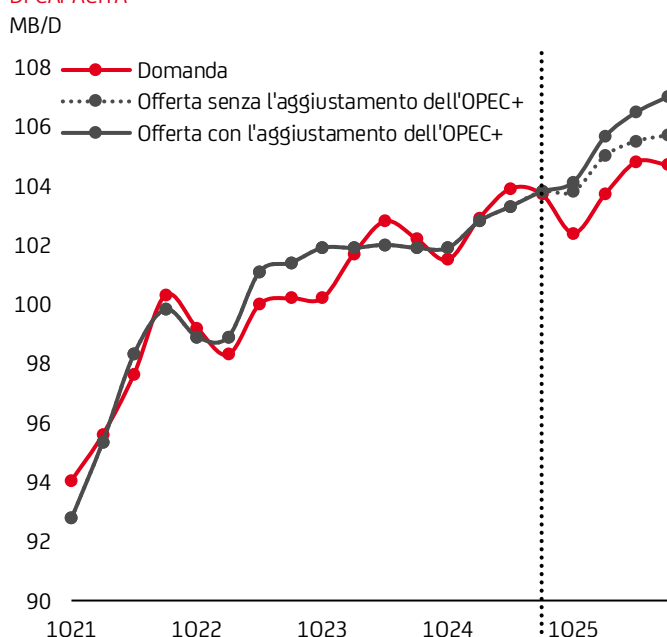
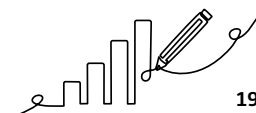

L'OPEC+ faticcherà ad aumentare la produzione, dato il persistente eccesso di offerta

GRAFICO 3.7: MERCATO PETROLIFERO IN SITUAZIONE DI ECESSO DI CAPACITÀ



Fonte: Agenzia Internazionale dell'Energia, UniCredit Group Investment Strategy
Dati trimestrali dal 1 trimestre 2021 al 4 trimestre 2025.



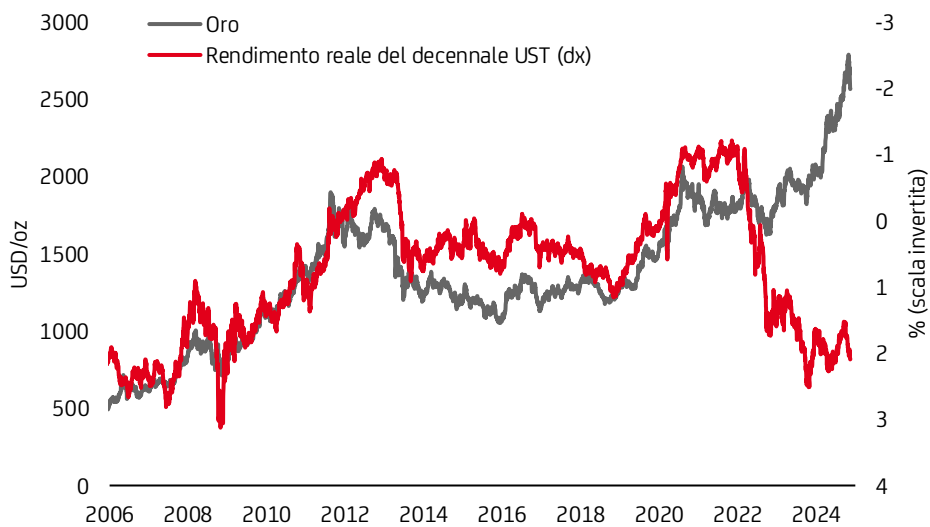
I METALLI INDUSTRIALI HANNO MARGINI DI RIPRESA, MENTRE LA CORSA ALL'ORO VOLGE PROBABILMENTE AL TERMINE

L'attività manifatturiera globale si è deteriorata negli ultimi trimestri, con un impatto negativo sulla domanda di metalli industriali nell'anno in corso. Anche se tale debolezza potrebbe persistere fino all'inizio del 2025, i tagli dei tassi delle banche centrali dovrebbero sostenere la **ripresa industriale** e promuovere la spesa in conto capitale, portando così a una maggiore domanda di metalli industriali. Tuttavia, buona parte della performance dei metalli industriali nel corso del prossimo anno dipenderà da come andrà l'attività economica in Europa e Cina, e più in generale a livello globale, alla luce della minaccia di dazi sulle importazioni in USA e di eventuali ritorsioni da parte di altri Paesi.

La Cina svolgerà un ruolo particolarmente importante, poiché **alluminio e rame** dovrebbero beneficiare dei programmi di ammodernamento industriale e degli investimenti nelle reti elettriche del Paese, mentre i prezzi dei minerali ferrosi potrebbero essere messi sotto pressione dal fatto che la Cina si concentra sempre più sulla riduzione della sovraccapacità nel settore immobiliare. A lungo termine è probabile che la domanda di metalli industriali trarrà beneficio dalla transizione globale verso emissioni climatiche nette pari a zero, mentre l'offerta sarà limitata da fattori che rendono le società minerarie vulnerabili ai rischi ESG.

In un anno caratterizzato dall'impennata dei mercati azionari, l'oro spicca con una performance eccezionale; il suo prezzo ha raggiunto massimi impressionanti di circa **2.750 USD l'oncia**. Questo significativo incremento ha colto di sorpresa molti analisti, in particolare quelli che si erano basati sugli andamenti storici per prevedere i prezzi del metallo giallo. Trattandosi di un bene non fruttifero, l'oro tende a diventare più attraente quando i tassi di interesse, in particolare quelli reali, diminuiscono. Svolge inoltre la funzione di affidabile bene rifugio nei periodi di forte inflazione ed elevata volatilità del mercato. Negli ultimi anni, tuttavia, il prezzo dell'oro ha superato ogni aspettativa, mantenendosi saldo malgrado l'aumento dei tassi reali, l'allentamento dei rischi di inflazione e un solido mercato azionario.

GRAFICO 3.8: LA BRILLANTE PERFORMANCE DELL'ORO QUEST'ANNO



Fonte: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy; dati giornalieri dal 4 gennaio 2006 al 15 novembre 2024.

Cosa c'è dietro questo inatteso disallineamento? I fattori determinanti sono l'incertezza geopolitica e le crescenti preoccupazioni sulla posizione di bilancio degli Stati Uniti. Il potenziale di nuove tensioni geopolitiche, con accenni addirittura di una seconda guerra fredda, ha portato gli investitori, incluse banche centrali e investitori privati, a cercare alternative al dollaro statunitense, la valuta di riserva dominante a livello mondiale, e questo ha aumentato gli acquisti di oro. Sebbene la performance stellare dell'oro possa invitare a prendere profitto ora che l'anno si avvia al termine, la continua domanda di copertura, sommata al calo dei rendimenti obbligazionari e all'indebolimento del dollaro, dovrebbe contribuire ad attenuare eventuali ribassi. Tuttavia, salvo un'escalation delle tensioni geopolitiche o improvvisi picchi di inflazione, l'oro potrebbe segnare un rialzo limitato nel prossimo futuro.

IL TRUMP 2.0 FA BEN SPERARE PER IL DOLLARO

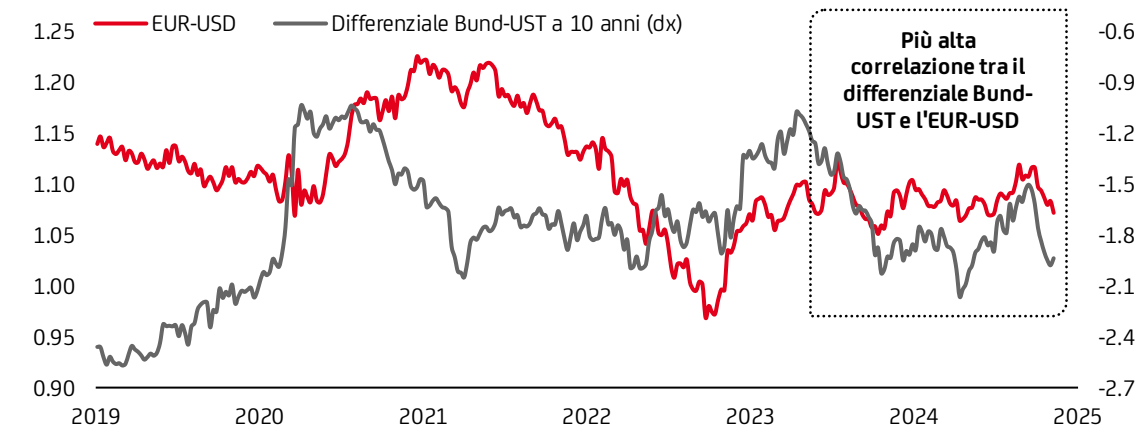
Prevediamo che il dollaro statunitense brillerà nel 2025. È probabile che la presidenza Trump porti un rialzo dell'inflazione, una posizione più cauta da parte della Fed, maggiori tensioni commerciali con Cina ed Europa e una politica estera statunitense più isolazionista, tutti fattori che preludono a una forte domanda di dollaro. In questo contesto, è difficile che le speranze di Trump di avere una valuta più debole si concretizzino. A sostegno del dollaro giocherebbero anche il mercato azionario, i rendimenti sui Treasury più elevati rispetto alle curve di altri Paesi e il ruolo del biglietto verde come valuta rifugio in caso di aumento dell'avversione al rischio globale. Il livello di attuazione delle promesse elettorali di Trump e le relative tempistiche determineranno l'intensità dell'apprezzamento della divisa statunitense.

Il cambio EUR/USD probabilmente scenderà ulteriormente, ma il calo dovrebbe essere limitato al di sopra della parità, dato che le aspettative di mercato riguardo alle traiettorie di riduzione dei tassi della Fed e della BCE non si discostano molto dalle nostre. Il dollaro ha già registrato un rally poiché gli investitori hanno cavalcato parte del cosiddetto «Trump trade», come evidenziato dal tono generalmente positivo con cui i mercati hanno accolto la vittoria di Trump, nelle settimane immediatamente successive alle elezioni statunitensi. Timori di indisciplina di bilancio negli Stati Uniti limiteranno probabilmente anche il ribasso del cambio EUR/USD e potrebbero pesare sulla valuta statunitense nei prossimi anni. Per una flessione più marcata (l'EUR-USD ha toccato un minimo a 0,9536 a fine settembre 2022) servirebbe probabilmente uno spostamento dei differenziali dei tassi di interesse molto più a favore del dollaro, mentre il ritorno molto al di sopra dei massimi del 2024, in prossimità di 1,12, richiederebbe un netto miglioramento delle prospettive economiche di Eurozona rispetto agli Stati Uniti, scenario ancora meno probabile l'anno prossimo. Prevediamo quindi che lo US Dollar Index (DXY), che indica il valore ponderato del dollaro statunitense, risalirà attorno a 108/109. Questo indice rappresenta una media ponderata dei sei principali tassi di cambio (EUR, JPY, GBP, CHF, SEK e CAD) rispetto al dollaro statunitense.



Il tasso di cambio euro-dollaro resterà sopra la parità

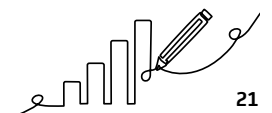
GRAFICO 3.9: UN AMPIO SPREAD TREASURY-BUND DOVREBBE TENERE SOTTO CONTROLLO IL CAMBIO EUR-USD

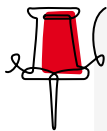


Fonte: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy; dati giornalieri dal 4 gennaio 2006 al 15 novembre 2024.

Le recenti elezioni generali in Giappone hanno lasciato il panorama politico del Paese in una situazione di stallo, che potrebbe pesare sullo yen nel breve termine. Tuttavia, ci aspettiamo che la BoJ prosegua le sue misure restrittive, che potrebbero ridurre gli spread di rendimento tra Stati Uniti e Giappone, ma non in misura sufficiente a spingere il cambio USD-JPY molto al di sotto di quota 150 nel 2025. Il cambio **EUR-JPY** scivolerà probabilmente al di sotto di **155**, dato l'indebolimento dell'euro.

Nel Regno Unito è probabile che la sterlina si trovi a fronteggiare venti contrari, principalmente rispetto al dollaro americano, a causa di ulteriori misure di allentamento monetario che continuiamo a prevedere verranno adottate dalla BoE nel 2025. A novembre il governatore della BoE, Andrew Bailey, ha avvertito che la banca non potrà tagliare i tassi troppo rapidamente o in misura eccessiva. Prevediamo che i tassi scenderanno dall'attuale 4,75% al 3,50% l'anno prossimo e, successivamente, al 2,75% entro il 2026 in risposta al deterioramento dell'economia del Regno Unito. È probabile che ciò sarà ulteriormente complicato dalle rigorose politiche fiscali delineate nel bilancio 2025. Il cambio **EUR-GBP** si manterrà attorno a **0,82**.



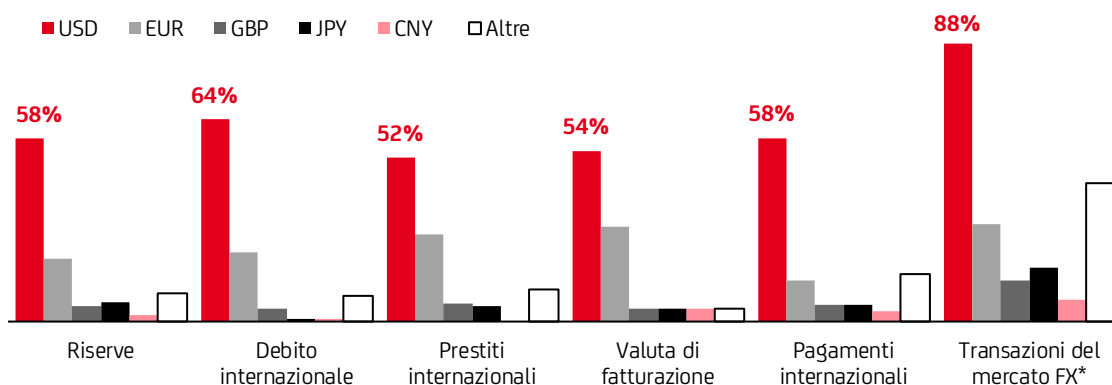


LA LEADERSHIP DEL DOLLARO NON È A RISCHIO

La recente corsa all'oro è stata in parte alimentata dalle banche centrali delle economie emergenti, che hanno cercato di ridurre la loro esposizione verso il dollaro statunitense. Il gruppo allargato **BRICS+**, che include Egitto, Etiopia, Iran ed Emirati Arabi Uniti, si sta muovendo attivamente per ridurre il ruolo del dollaro nel sistema finanziario internazionale, promuovendo al contempo un uso più esteso del CNY. Nonostante la presenza di interessi eterogenei all'interno del gruppo, i vari Paesi sono uniti dall'obiettivo condiviso di sfidare la valuta statunitense.

Nel breve termine è improbabile che lo status internazionale del dollaro sia minacciato in modo significativo. La storia dimostra che le valute delle riserve globali mostrano una certa inerzia; il loro rafforzamento è spesso in linea con l'ascesa dei loro emittenti, ma il loro declino non ne segue necessariamente la scia. Anche se la Pax Americana verrà meno, gli Stati Uniti continueranno a essere la principale potenza globale, e la loro valuta manterrà la supremazia nel sistema monetario internazionale. Il dollaro statunitense rimane di gran lunga la valuta più utilizzata per quanto riguarda riserve valutarie, pagamenti internazionali, debito mondiale e fatture del commercio estero. L'euro costituisce il 20% circa delle riserve globali, mentre il CNY segue con un modesto 2% (i dati SWIFT mostrano che solo il 2,2% dei pagamenti globali sono effettuati in renminbi).

GRAFICO 3.10: IL DOLLARO USA NON HA RIVALI AL MOMENTO



*La somma dei cambi è del 200%.

Fonte: Bloomberg, Banca dei Regolamenti Internazionali, FMI, SWIFT e UniCredit Group Investment Strategy; periodo di osservazione: 2023-2024

Il fatto che Pechino mantenga rigorosi controlli di capitale sul CNY, che non è pienamente convertibile, indebolisce le aspirazioni internazionali di questa valuta. Un recente rapporto del Carnegie Endowment for International Peace indica che, sebbene la Cina punti a internazionalizzare il CNY, non aspira a portarlo a sostituire il dollaro statunitense. Ciò richiederebbe, infatti, una trasformazione radicale del suo modello economico, compresi profondità del mercato finanziario, liberalizzazione del conto capitale, tasso di cambio variabile e una riduzione dell'intervento statale. Inoltre, la Cina dovrebbe registrare consistenti disavanzi delle partite correnti e ridurre i risparmi privati per proporre la propria valuta a livello globale. Sebbene la leadership cinese punti a passare da un modello basato sugli investimenti a uno incentrato sui consumi privati, tale transizione richiederà tempo.

In un orizzonte relativamente di lungo periodo, l'eventuale rafforzamento del CNY porterebbe probabilmente alla costituzione di un sistema monetario internazionale multipolare, piuttosto che all'egemonia globale. In tale contesto EUR e CNY potrebbero fungere da punti di riferimento regionali in Europa e Asia, come strumento di diversificazione rispetto al dollaro statunitense.

A parte i fattori geopolitici, altri elementi potrebbero minare la posizione dominante del dollaro. Le **innovazioni nella tecnologia dei pagamenti** potrebbero ridurre l'utilizzo della valuta statunitense come terza «valuta veicolo». Anche le valute digitali delle banche centrali potrebbero limitare il ruolo del dollaro come «terza controparte», riducendo i tempi di regolamento e integrando messaggistica e pagamenti. Inoltre, una politica di bilancio più accomodante negli Stati Uniti potrebbe costringere le agenzie di rating a declassare il credito del Paese, erodendo la fiducia degli investitori nel biglietto verde.





E Se Ci Sbagliassimo



AUTORI

Edoardo Campanella
Gokce Celic
Eszter Gárgyán
Mauro Giorgio Marrano
Michael Rottmann

Fare previsioni è un esercizio probabilistico. Pertanto, molti fattori possono compromettere il nostro scenario di base. Di seguito, ci concentreremo sui due fattori di rischio che ci preoccupano maggiormente: un forte deterioramento del contesto geopolitico e una Fed più aggressiva. Esamineremo sia le loro implicazioni macroeconomiche che quelle per il mercato.

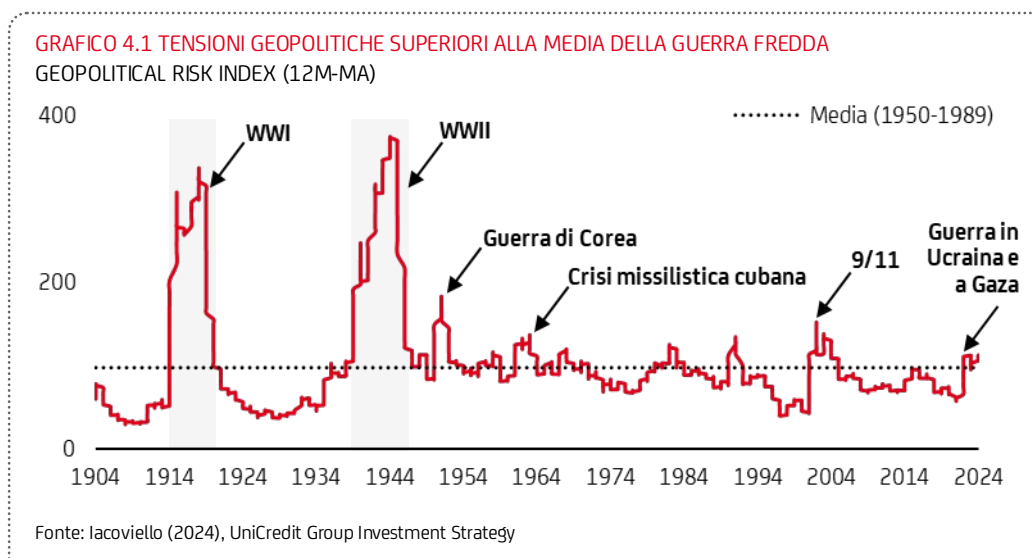
E se l'«asse dello sconvolgimento» si rafforzasse?

Il rischio geopolitico è stato il fattore più destabilizzante per l'economia globale dopo la pandemia di Covid. Nel nostro scenario di base ipotizziamo un'escalation delle tensioni tra Occidente e Cina e una parziale risoluzione dei conflitti in Ucraina e nel Medio Oriente tramite l'intervento dell'amministrazione Trump, con potenziali conseguenze amare sia per gli ucraini che per i palestinesi. Ma il nostro più grande elemento di preoccupazione è rappresentato da come il cosiddetto «asse dello sconvolgimento» potrebbe evolversi in futuro. Questo asse include quattro Stati — **Iran, Corea del Nord, Russia e Cina** — che stanno convergendo verso l'obiettivo condiviso di ribaltare i principi, le regole e le istituzioni che sono alla base dell'ordine liberale occidentale. Sebbene non costituiscano un blocco formale, questi Stati hanno coordinato sempre più i loro sforzi economici, militari e diplomatici per ridurre al minimo l'impatto degli strumenti di politica estera occidentali.

Subito prima dello scoppio della guerra in Ucraina nel 2022, Cina e Russia hanno annunciato una partnership «senza limiti» e da allora Pechino ha fornito sostegno economico a Mosca, acquistando petrolio oggetto di sanzioni e fornendo sempre più componenti a doppio uso coperti dai controlli occidentali sulle esportazioni. L'Iran sostiene la guerra della Russia in Ucraina fornendo tecnologie per i droni, mentre la Corea del Nord ha inviato a Mosca missili balistici e soldati per combattere in Ucraina. Per quanto riguarda altre interazioni bilaterali, la Cina è anche un rilevante importatore di petrolio iraniano sanzionato e Mosca è ora la principale fonte di investimenti esteri dell'Iran. Cina, Iran e Russia hanno, inoltre, svolto esercitazioni navali congiunte negli ultimi tre anni. L'elenco delle interazioni continua.

Cosa potrebbe succedere l'anno prossimo? Esiste il rischio che l'interazione tra questi quattro attori si intensifichi in termini di intensità e portata. Finora, la collaborazione tra questi Paesi è stata perlopiù bilaterale. **L'azione trilaterale e quadrilaterale** potrebbe aumentare la loro capacità di distruzione. Le conseguenze più visibili di un asse rafforzato di questo tipo potrebbero diventare evidenti nei conflitti esistenti. La guerra in Ucraina potrebbe trascinarsi e la Russia potrebbe conquistare ulteriori territori. L'Iran potrebbe reagire in modo più aggressivo ai probabili attacchi di Israele e la guerra in Medio Oriente potrebbe diventare più regionale, potenzialmente interrompendo parte delle forniture di petrolio e GNL. Non ci aspettiamo che la Cina venga coinvolta direttamente in alcuno di questi conflitti, ma pensiamo che potrebbe orchestrarli da dietro le quinte, soprattutto se le tensioni con l'Occidente aumenteranno in seguito alla rielezione di Trump. Da ultimo, l'esito di questi conflitti potrebbe avere conseguenze serie anche per il futuro status di Taiwan.

Ciò non implica che ci sarà un conflitto su larga scala tra l'Occidente e questo asse. Il rischio maggiore è che quanto più queste potenze revisioniste sfideranno l'ordine liberale occidentale, tanto più si creeranno **fratture nel sistema internazionale**, rendendo più probabile una seconda guerra fredda, con l'emergere di blocchi economici e ideologici distinti. Il grafico 4.1 mostra che le tensioni geopolitiche sono già a livelli superiori alla media della Guerra Fredda. Il FMI stima che il commercio tra economie in blocchi politicamente distanti sia diminuito più del commercio tra quelle all'interno dei blocchi. Anche gli investimenti esteri diretti si stanno frammentando lungo linee geopolitiche e le catene di approvvigionamento si stanno allungando.




Un «asse dello sconvolgimento» rafforzato amplierebbe tali fratture, minando i guadagni di efficienza e le economie di scala che sono derivate dalla specializzazione derivante dal commercio internazionale e facendo salire i prezzi per i consumatori. Il FMI stima che, in una situazione con **due blocchi geopolitici esclusivi**, uno incentrato su Stati Uniti ed Europa e l'altro su Cina e Russia, ci sarebbe una riduzione del PIL reale del 2,5% circa a lungo termine e una riduzione del 5% circa a breve termine a livello globale. È di certo improbabile che si verifichi un deterioramento delle relazioni diplomatiche così rapidamente da innescare le perdite suddette nel 2025, ma si potrebbe assistere a un'accelerazione nel processo di frammentazione.

Le implicazioni per i mercati finanziari sarebbero **maggiore volatilità**, probabilmente con tassi di interesse più elevati, poiché gli shock a livello di offerta potrebbero far salire l'inflazione nonostante le prospettive di crescita più deboli a causa di una specializzazione commerciale meno efficiente, catene del valore più lunghe e compressione dell'offerta. **Beni rifugio tradizionali**, quali oro e dollaro statunitense, probabilmente segnerebbero buone performance in un contesto simile, mentre gli asset dei mercati emergenti potrebbero essere esposti a maggiore volatilità e vulnerabilità a improvvisi cambiamenti nella bilancia dei rischi. Oltre all'impatto negativo della deglobalizzazione sulle prospettive di crescita globale, il rialzo dell'inflazione e l'aumento delle valutazioni del rischio geopolitico potrebbero anche pesare sulla fiducia dei consumatori a lungo termine, specialmente in economie sviluppate con una popolazione in invecchiamento. Se si considera che un contesto economico difficile favorisce in genere il passaggio dai principali partiti di centro a politiche più radicali anche nel mondo occidentale con le sue democrazie mature, un ulteriore disallineamento strategico all'interno dell'UE e delle alleanze occidentali può provocare episodi di avversione al rischio nei mercati globali dei capitali.

E se la Fed alzasse i tassi?

Nel nostro scenario di base prevediamo che la Fed riduca il range obiettivo dei Fed fund di ulteriori 50 punti base nel primo semestre 2025 al 3,75-4,00% e lo mantenga a tale livello fino al 2026. Nel nostro scenario di rischio al rialzo, ipotizziamo che i tassi di interesse saliranno nuovamente a partire dal secondo semestre 2025. Tale andamento potrebbe essere determinato da un **maggiore stimolo fiscale** fornito dalla nuova amministrazione Trump, probabilmente pari al 5% circa del PIL rispetto al 2% del nostro scenario di base, che sarà annunciato all'inizio del secondo semestre del 2025 e con l'approvazione formale del Congresso in autunno. Le misure potrebbero includere sgravi fiscali maggiori di quelli attualmente ipotizzati, ad esempio una riduzione più ampia dell'imposta sulle imprese, una minore imposta sulle plusvalenze e l'aumento dei tetti di deducibilità fiscale. Tale stimolo aggiuntivo potrebbe far crescere il livello del PIL reale dell'1,5% circa a livello cumulativo nell'arco di due anni e aumentare l'inflazione di 0,3-0,4 punti percentuali circa ogni anno. Poiché aumenterebbero sia la crescita che l'inflazione e la crescita sarebbe superiore al trend è improbabile che la Fed possa ignorarlo. Dato che questo stimolo sarà annunciato solo nel secondo semestre 2025, ci atteniamo alla nostra stima di una riduzione di 50 punti base dell'intervallo obiettivo dei Fed fund al 3,75-4,00% nel primo semestre 2025. Successivamente, considerato che questo livello non è molto restrittivo, la Fed si troverebbe a dover aumentare i tassi, probabilmente di 100-150 punti base. In un contesto di dazi più elevati, una maggiore crescita negli Stati Uniti probabilmente non avrebbe grosse ripercussioni per l'Eurozona. Pertanto, restiamo dell'idea che la BCE continuerà a ridurre i tassi di interesse, ma probabilmente in misura leggermente inferiore, al 2,00%, per tenere conto del probabile deprezzamento dell'euro.

Quali implicazioni avrebbe uno scenario di questo genere per l'azionario americano? Con un'inflazione costantemente superiore all'obiettivo, anche una crescita superiore a quella prevista nel nostro scenario di base e una probabile stretta da parte della Fed, potremmo assistere a un significativo cambiamento nel panorama dei tassi. Ciò spingerebbe i rendimenti a lungo termine a nuovi massimi pluriennali. In una situazione di questo tipo diventerebbe altamente plausibile un rendimento **UST a 10 anni** oltre la soglia del **5%**, il picco registrato nel 2023. Le previsioni per i tassi di riferimento a lungo termine (linea rossa nel grafico 4.2), attualmente intorno al 4,15%, potrebbero facilmente salire verso il 4,5% e i persistenti disavanzi di bilancio, che alimenterebbero timori per la sostenibilità del debito degli Stati Uniti, farebbero probabilmente aumentare anche il term premium (il rendimento aggiuntivo richiesto dagli investitori rispetto al tasso risk-free per il mantenimento di scadenze più lunghe). Secondo un modello elaborato da economisti della Fed di New York, il term premium sulla scadenza a 10 anni è attualmente pari allo 0,30% (linea grigia nel grafico 4.2). Pur essendo lontani dai giorni degli anni '70 e dei primi anni '80, quando i vigilantes obbligazionari spinsero il term premium fino al 5,3% a causa dell'inflazione elevata e dell'aumento dei disavanzi, non è eccessivo immaginare che il term premium aumenti almeno all'1%. Ciò porterebbe il rendimento statunitense a 10 anni verso il 5,5%, con il rischio orientato verso un term premium ancora più elevato. Un rendimento del 6% per gli UST decennali non sembra più irrealistico. Il protrarsi di tassi elevati potrebbe inoltre pesare sulle azioni, rendendo il premio per il rischio azionario molto meno allettante. L'oro potrebbe mettere a segno una performance relativamente

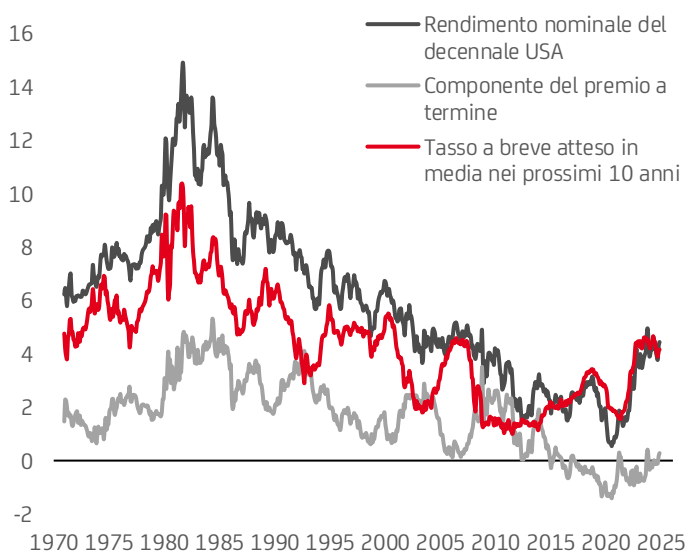


Quali misure fiscali aggiuntive potrebbero essere implementate?

buona, sostenuta dall'inflazione elevata e, soprattutto, dai persistenti timori di una potenziale monetizzazione del debito. Nel frattempo, il dollaro statunitense potrebbe rafforzarsi, sostenuto dall'aumento del differenziale di rendimento tra Stati Uniti e altre economie. Tuttavia, se nascessero timori per la sostenibilità del debito, il dollaro statunitense potrebbe perdere parte del suo appeal. Inoltre, all'avvicinarsi del livello simbolico della parità del tasso di cambio EUR-USD, è probabile che le aziende americane reagiscano e Trump potrebbe tentare di far scendere il dollaro.

In sintesi, ci sono numerosi fattori, che rendono potenzialmente le prospettive dei mercati finanziari per il 2025 molto meno rosee rispetto agli ultimi due anni. In uno scenario estremo come quello del 2022, questa configurazione del rischio suggerisce che non ci sono asset dove rifugiarsi a parte gli strumenti del mercato monetario, i titoli a tasso variabile e l'oro, che chiusero il 2022 sostanzialmente invariati, mentre la maggior parte dei principali mercati obbligazionari e azionari registrarono perdite a due cifre.

GRAFICO 4.2 IL RISCHIO È ORIENTATO VERSO UN PREMIO A TERMINE PIÙ ELEVATO

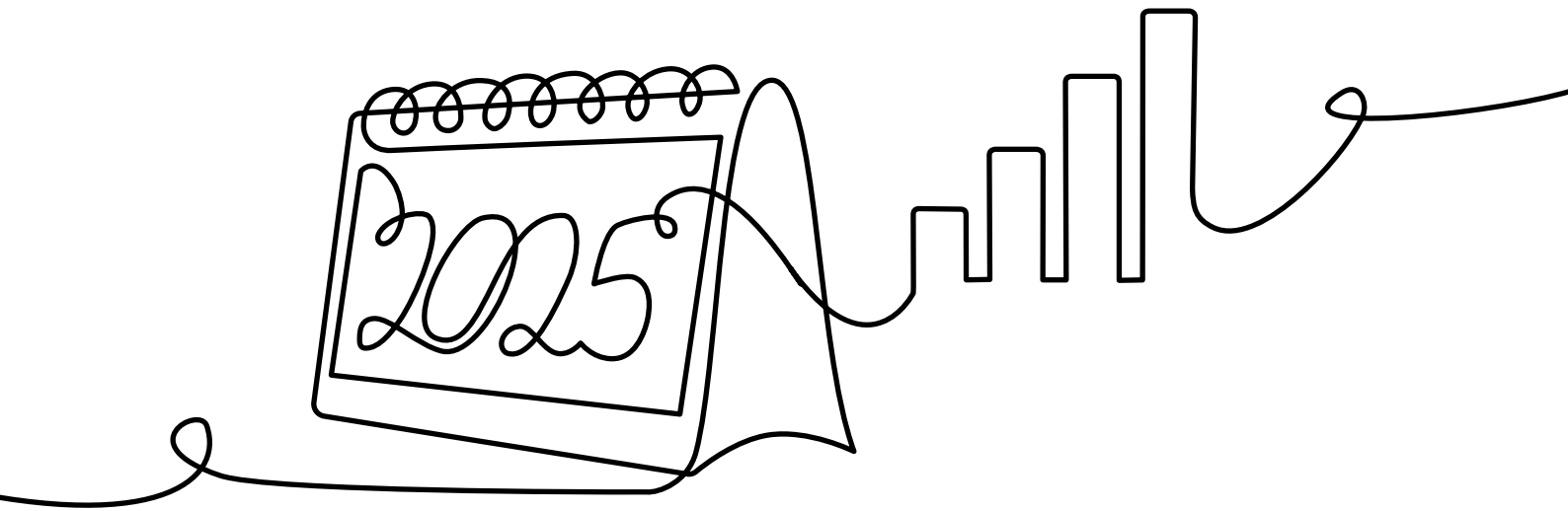


Nota: Serie temporali secondo un modello di struttura a termine senza arbitraggio degli Economisti della Fed di New York: Tobias Adrian, Richard Crump ed Emanuel Moench
Fonte: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy,
Data di riferimento: 15 novembre 2024





Top 2025 Stories



EDITORS

Tullia Bucco
Andreas Rees
Christian Stocker

AUTORI

Tullia Bucco
Luca Cazzulani
Loredana Federico
Eszter Gárgyán
Andreas Rees
Jonathan Schroer
Christian Stocker
Michael Teig

- 1** Politica di bilancio molto più espansiva negli Stati Uniti rispetto all'Eurozona: perché conta per i mercati
- 2** Il settore automobilistico europeo è sotto pressione dalla Cina, ma la corsa è appena iniziata
- 3** Non c'è alcuna bolla dell'intelligenza artificiale

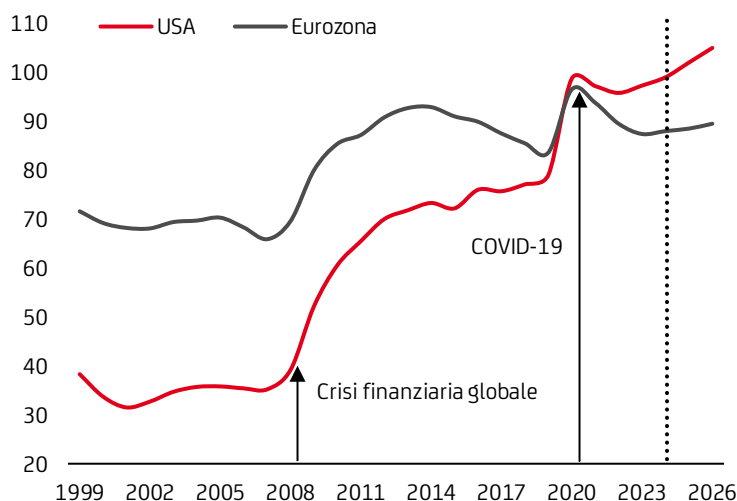
1 Politica di bilancio molto più espansiva negli Stati Uniti rispetto all'Eurozona: perché conta per i mercati

È probabile che la politica di bilancio accentui sempre più la divergenza post-pandemia tra Stati Uniti ed Eurozona. Negli Stati Uniti il rapporto debito pubblico/PIL è salito a livelli record, mentre in Eurozona è leggermente diminuito, pur rimanendo attorno al suo livello medio dopo la crisi finanziaria globale.

Negli Stati Uniti gli impegni di bilancio di Trump dovrebbero costare oltre **9.000 miliardi di dollari** nei prossimi dieci anni (esclusi gli effetti delle maggiori entrate dai dazi), secondo il Comitato per un bilancio federale responsabile (CRFB). Tale stima include la proroga degli sgravi fiscali varati nel Tax Cuts and Jobs Act del 2017 (per un valore di circa 4-5.000 miliardi di dollari) che scadranno alla fine del 2025. Dato che tale proroga rientrava già nel nostro scenario di base precedente, gli stimoli fiscali aggiuntivi ammonterebbero, quindi, attorno a 4-5.000 miliardi di dollari, pari all'1,5-2,0% circa del PIL statunitense all'anno, con una conseguente crescita decisa e protratta della politica di bilancio nel prossimo decennio.

È probabile che l'Eurozona attraversi un cambio di paradigma nella politica di bilancio a partire dall'anno prossimo, poiché il 2025 sarà il primo anno in cui entrerà in vigore il **nuovo quadro europeo di governance economica**. Ciò significa che per i Paesi con un debito elevato le nuove regole di bilancio richiederanno aggiustamenti fiscali prolungati per portare il rapporto debito/PIL su un trend al ribasso sostenibile. Ad esempio, in Italia e Francia, tra i grandi Paesi di Eurozona con il debito più elevato, nel periodo 2025-31 il consolidamento fiscale dovrebbe essere mediamente pari a 0,5 e 0,7 punti percentuali del PIL rispettivamente. Per l'intera Eurozona, dove circa la metà dei Paesi ha ancora un rapporto debito pubblico/PIL inferiore al 60%, la variazione del saldo primario strutturale dovrebbe ammontare in media a circa 0,3-0,4 punti percentuali del PIL.

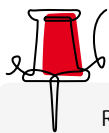
GRAFICO 5.1: DEBITO PUBBLICO DEGLI STATI UNITI A LIVELLI RECORD
DEBITO PUBBLICO (% OF PIL)



Nota: I dati sul debito pubblico del CBO si riferiscono al solo debito federale lordo detenuto dal pubblico, escluso il debito detenuto da fondi fiduciari federali e altri conti governativi.
Fonte: Ufficio di Bilancio del Congresso (CBO), Eurostat, UniCredit Group Investment Strategy, periodo di osservazione: 1999-2026

Questa divergenza nella politica fiscale tra Stati Uniti e UE si riflette nelle traiettorie future previste per il debito pubblico. Nel caso di politiche invariate, il debito pubblico dovrebbe aumentare, entro la fine del prossimo decennio, di circa 20 punti percentuali del PIL negli Stati Uniti e di meno di 10 punti percentuali in Eurozona. Secondo i piani di bilancio annunciati, è probabile che tale divario cresca in misura significativa. Il CRFB prevede che il rapporto debito/PIL degli Stati Uniti potrebbe aumentare fino a superare il 140% entro il 2035 (da 99% nel 2024), mentre l'aggiustamento fiscale probabilmente comporterà un lieve calo del rapporto debito/PIL di Eurozona. Ne consegue che gli obiettivi delle politiche di bilancio e monetaria saranno allineati in Eurozona, in quanto si tradurranno in posizioni di reciproco sostegno. Per contro, è probabile che la politica di bilancio degli Stati Uniti vada in direzione opposta rispetto all'intenzione della Fed di spingere i tassi di interesse verso livelli più neutrali.





R-star si riferisce al tasso di interesse reale che uguaglia la domanda di investimenti con la domanda di risparmio e non ha effetti né espansivi né restrittivi quando un'economia viaggia a piena occupazione. Pertanto, r-star oscilla nel tempo e il suo valore può differire nel breve periodo (in risposta agli shock e al ciclo economico) rispetto al livello di lungo periodo.

QUALI IMPLICAZIONI AVREBBERO TALI TREND DELLA POLITICA DI BILANCIO SUL TASSO DI INTERESSE NEUTRALE REALE, O R-STAR, SULLE DUE SPONDE DELL'ATLANTICO?

È opinione condivisa, anche tra i banchieri centrali, che il tasso **r-star globale** possa essere salito (o probabilmente salirà) in qualche misura a seguito della pandemia e del conflitto Russia-Ucraina, a causa dei forti stimoli fiscali, delle esigenze di investimento per la transizione green e per la difesa e della crescente frammentazione economica globale. Le politiche di Trump per stimoli fiscali aggiuntivi (a sostegno degli investimenti attraverso una domanda aggregata più forte e un parallelo aumento delle emissioni), sommate all'incertezza geopolitica e sui dazi (che potrebbero ridurre gli squilibri globali delle partite correnti e l'"eccesso di risparmio globale", di domanda estera di titoli governativi, in particolare dalla Cina, coniato dall'ex presidente della Fed Ben Bernanke), e alla deregulation bancaria (che potrebbe ridurre la domanda di asset liquidi e sicuri), tenderebbero a far salire leggermente il tasso r-star.

In Eurozona, la prospettiva di una politica di bilancio moderatamente restrittiva per un periodo prolungato potrebbe esercitare pressione al ribasso su r-star, limitando la domanda aggregata, con effetti negativi sugli investimenti. Tuttavia, ci aspettiamo che tale pressione sia ampiamente compensata dalle crescenti pressioni sugli Stati membri, in particolare dopo la vittoria di Trump alle elezioni presidenziali, affinché aumentino la spesa pubblica per far fronte in modo efficace alle conseguenze economiche e sociali dei conflitti persistenti, degli ultimi cambiamenti geopolitici e della perdita di competitività del settore industriale dell'Eurozona a livello globale. Mantenere lo status quo potrebbe mettere a repentaglio la capacità dell'Eurozona di preservare il suo modello economico e socio-economico a lungo termine, come recentemente dichiarato dall'ex presidente della BCE, Mario Draghi. La sfida principale sarà creare un consenso sugli strumenti appropriati per finanziare questi obiettivi strategici.

Se ci concentriamo sul nostro orizzonte di previsione, le implicazioni di un tasso r-star più alto supportano la nostra aspettativa che la Fed smetta di tagliare i tassi prima di quanto previsto in precedenza e che un tasso Fed fund del 4% sarà probabilmente ancora restrittivo, ma non molto restrittivo (in particolare, se le aspettative di inflazione aumentassero, il che abbasserebbe il tasso Fed Fund reale). Per contro, ci aspettiamo che la BCE si attenga al piano di abbandonare la sua posizione restrittiva relativamente presto per poi adottare gradualmente una posizione moderatamente accomodante.

La divergenza nel breve termine di r-star negli Stati Uniti e in Eurozona potrebbe essere messa in discussione con il passar del tempo, perché mercati finanziari altamente integrati significano che il tasso r-star a lungo termine potrebbe essere più un concetto globale che regionale.

Per i mercati gli elevati disavanzi negli Stati Uniti creerebbero il rischio di un **repricing dei premi a lungo termine**, portando di conseguenza a una curva più ripida. Il FMI stima che un aumento di 1 punto percentuale del deficit primario degli Stati Uniti porterà a un rialzo di 11 punti base del term premium e si tratta probabilmente di un limite inferiore, dato che gli investitori sono probabilmente più preoccupati per la sostenibilità del debito statunitense rispetto al campione su cui ha basato le sue stime il FMI e la quota di investitori non sensibili ai prezzi negli UST, compresi i gestori delle riserve estere e la Fed, è scesa solo al 35%.

Un elemento che potrebbe (in parte) compensare la differenza nelle stime di bilancio degli Stati Uniti e dell'Eurozona è il fatto che la Fed dovrebbe cessare la riduzione del proprio bilancio all'inizio del prossimo anno, mentre la BCE dovrebbe intensificare tale attività smettendo di reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza del portafoglio del programma di acquisti per l'emergenza pandemica (PEPP). Nel complesso, tuttavia, i diversi orientamenti di bilancio e le loro implicazioni per il tasso r-star indicano ampi differenziali di rendimento, probabilmente anche sulla parte lunga della curva. Inoltre, prevediamo il rischio di episodi di volatilità negli Stati Uniti rispetto all'Eurozona, poiché il meccanismo di contenimento del debito statunitense si è dimostrato inefficace nel frenare la crescita del debito, e questo lascerà che sia il mercato a imporre disciplina di bilancio al governo.

Un'altra domanda è se emissioni massicce incideranno solo sui Treasuries oppure se comporteranno anche un deprezzamento del dollaro statunitense per fornire agli investitori una parziale compensazione del rischio. Riteniamo improbabile un calo significativo del valore del dollaro statunitense, perché

1. il biglietto verde continua a svolgere un ruolo importante nel commercio internazionale;
2. il dollaro rappresenta oltre il 50% dell'allocazione di riserve valutarie a livello mondiale;
3. il ruolo degli investitori esteri nell'assorbire il debito denominato in dollari è diminuito nel tempo ed essi sono stati sostituiti da investitori nazionali.



Mantenere lo status quo potrebbe compromettere la capacità della zona euro di preservare il proprio modello economico e socioeconomico



2

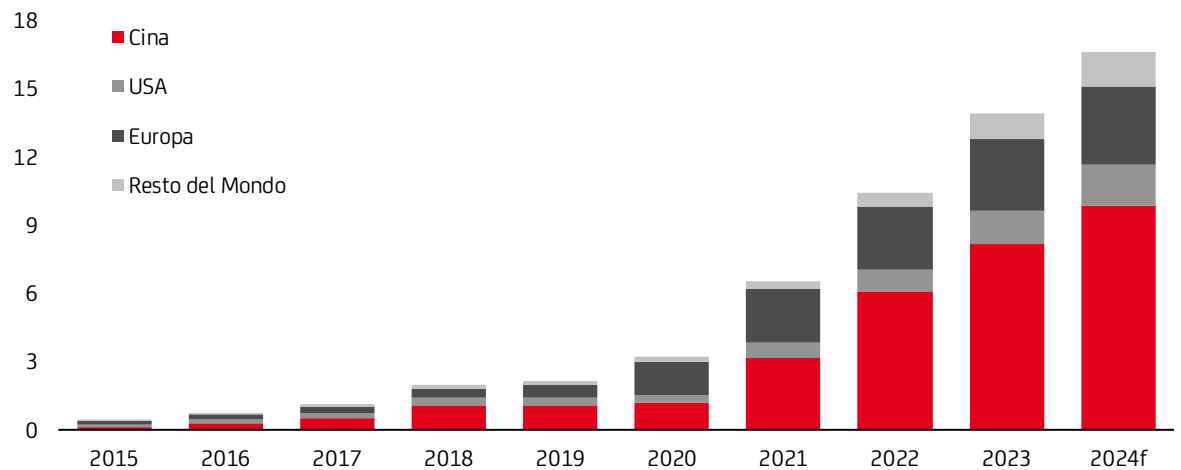
Il settore automobilistico europeo è sotto pressione dalla Cina, ma la corsa è appena iniziata

Sotto la spinta di enormi cambiamenti tecnologici, quali il passaggio a tecnologie green e la crescente importanza della connettività, l'industria automobilistica globale sta attualmente vivendo la sua trasformazione più profonda di sempre. È probabile che nel 2024 le vendite globali di veicoli elettrici (EV) superino i 16 milioni di unità, un nuovo record. Le case automobilistiche cinesi sono in prima posizione, con vendite stimate in quasi 10 milioni di veicoli elettrici, il che equivarrebbe a una quota di mercato globale attorno al 60%. Per contro, le case automobilistiche tradizionali in Europa stanno perdendo terreno e si prevede che quest'anno venderanno solo circa 3,5 milioni di veicoli elettrici, con una quota di mercato globale del 20% circa.

Prevediamo che l'industria automobilistica europea vivrà **alti e bassi nel 2025-26**, considerato che deve affrontare sfide strutturali sostanziali. Questo vale, in particolare, per la Germania. Tra le sfide figurano: la necessità di ridurre i costi di produzione, dato che i produttori cinesi godono di minori costi della manodopera, economie di scala e sussidi governativi; il passaggio, almeno in parte, dal costoso segmento premium all'offerta di modelli EV più convenienti; la necessità di recuperare il ritardo riguardo a software e connettività; e il dover fare i conti con il dominio globale dei produttori cinesi di batterie. È probabile, inoltre, che lo spostamento globale verso l'adozione dei veicoli elettrici metta sotto pressione i fornitori di auto in Germania e nella CEE, dove le case automobilistiche si sono specializzate nella produzione di motori a combustione interna (ICE). Facciamo presente che i motori EV richiedono solo circa 20 componenti rispetto agli oltre 2.000 che compongono gli ICE. Da ultimo, l'aumento dei dazi statunitensi, in particolare sulle automobili, considerata l'attenzione del presidente eletto Trump per le auto tedesche, dovrebbe smorzare l'impatto positivo derivante dalla riduzione dei tassi di inflazione e dagli ulteriori tagli dei tassi d'interesse da parte delle banche centrali (vedi la sezione Storie Macro).

GRAFICO 5.2: PRODUTTORI CINESI DI AUTO IN CORSIA DI SORPASSO

VENDITE GLOBALI DI ELETTROVEICOLI (IN MN), PER MERCATO/REGIONE DELLA SEDE DELLE CASE AUTOMOBILISTICHE



Fonte: BNEF, Bundesbank, UniCredit Group Investment Strategy

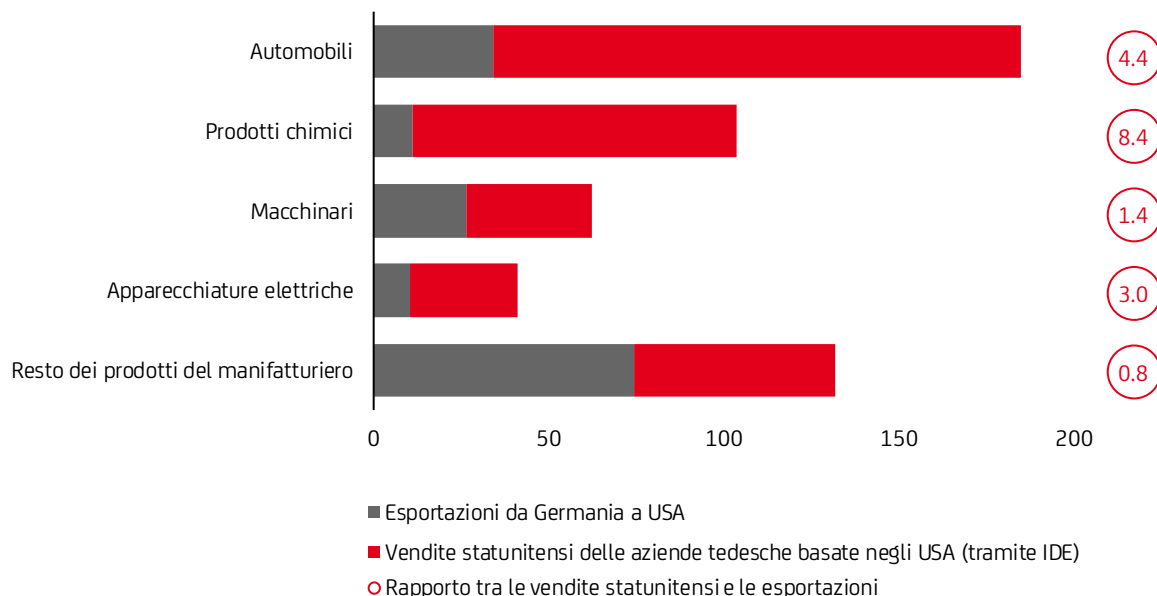
La flessibilità del sistema industriale tedesco non dovrebbe essere sottovalutata



Riteniamo, tuttavia, che ci saranno anche barlumi di speranza per l'industria automobilistica europea nel 2025-26. Innanzitutto, l'impatto negativo dell'aumento dei dazi statunitensi sarà attenuato dal fatto che molte case automobilistiche tedesche hanno sede negli Stati Uniti e possono produrre e vendere i loro prodotti direttamente lì (grafico 5.3). Le consociate di aziende tedesche negli Stati Uniti acquistano auto e ricambi auto per un valore di circa 150 miliardi di euro all'anno rispetto a soli 34 miliardi di euro di esportazioni dalla Germania verso gli Stati Uniti. Inoltre, non va sottovalutata **la flessibilità del sistema economico tedesco**, con la sua partnership sociale tra i sindacati e le associazioni dei datori di lavoro. Negli ultimi decenni i periodi di crisi, quale quello successivo alla riunificazione tedesca negli anni '90 e la crisi finanziaria globale nel 2008-09, sono stati superati grazie a compromessi. Ad esempio, tagli del costo del lavoro in cambio di garanzie occupazionali e la riduzione dell'orario di lavoro. Un'altra nota positiva è che le case automobilistiche tedesche hanno recuperato rapidamente terreno nel campo della tecnologia della propulsione elettrica/ibrida e, nel frattempo, hanno addirittura depositato più brevetti rispetto ai loro concorrenti. Inoltre, è probabile che i dazi UE introdotti di recente sui marchi cinesi riducano il divario di prezzo tra i veicoli elettrici cinesi e i loro concorrenti europei, sebbene esista il rischio che i responsabili politici cinesi possano adottare misure di ritorsione e ostacolare le vendite di auto UE in Cina. Anche se non prevediamo un'escalation dei dazi tra UE e Cina, è probabile che i marchi cinesi aumenteranno la produzione locale nella UE per i mercati europei in modo da evitare dazi sulle importazioni. Misure commerciali protezionistiche dell'UE potranno anche sostenere il **nearshoring** della produzione automobilistica, che potrebbe essere particolarmente rilevante per le economie dell'Europa centrale e orientale, che puntano ad attrarre investimenti diretti esteri offrendo costo del lavoro più basso e minore tassazione sulle imprese.

Guardando oltre il 2025-26, le nostre previsioni a lungo termine per le case automobilistiche europee sono positive. Sebbene i marchi cinesi abbiano attualmente un deciso vantaggio competitivo, devono anch'essi far fronte ad alcuni problemi, quali la notevole sovraccapacità degli impianti di produzione. Anche politiche coordinate a livello UE a sostegno dell'automazione del lavoro e dello sviluppo delle infrastrutture di ricarica potranno contribuire ad allentare i vincoli della domanda e dell'offerta. Da ultimo, la corsa tecnologica nel mercato automobilistico globale è lungi dall'essere terminata, ma è appena iniziata. Deve ancora arrivare un nuovo radicale cambiamento tecnologico che deciderà vincitori e vinti. Esempi in tal senso sono la rapida evoluzione della tecnologia delle batterie e il miglioramento dell'autonomia; progressi a livello di connettività, IoT (Internet of Things) e l'intelligenza artificiale; la crescita dei veicoli autonomi; e un crescente impegno alla sostenibilità tramite l'aumento della durata dei ricambi auto.

GRAFICO 5.3: LE VENDITE DI AUTO NEGLI STATI UNITI SUPERANO LE ESPORTAZIONI DALLA GERMANIA
IN MLD DI EUR (2022; ULTIMO DATO DISPONIBILE)



Fonte: BNEF, Bundesbank, UniCredit Group Investment Strategy



3

Non c'è alcuna bolla dell'intelligenza artificiale

La comparsa di ChatGPT nel novembre 2022 è stato un chiaro segnale dell'immenso potenziale dell'intelligenza artificiale (IA). Gli ultimi anni hanno visto un rapido sviluppo di nuove applicazioni dell'intelligenza artificiale (in aree molto diverse, quali marketing, farmaceutica, assistenza sanitaria, gestione del rischio e sviluppo di prodotti e servizi) e massicci investimenti privati nell'IA, pari mediamente a 110 miliardi di dollari all'anno nel periodo dal 2021 al 2023, inclusa, in particolare, nel campo dell'IA generativa.

Le grandi innovazioni tecnologiche che portano alla nascita di metodi di produzione così rilevanti da avere un impatto aggregato protratto sono chiamate **tecnologie general-purpose**. In passato l'affermarsi di nuove tecnologie general-purpose, quali l'introduzione dell'elettricità negli anni '20 o della tecnologia dell'informazione negli anni '90, ha portato dapprima a un aumento degli investimenti nell'ordine del 3-4% del PIL, con un incremento della produttività del lavoro cinque o sei anni dopo.

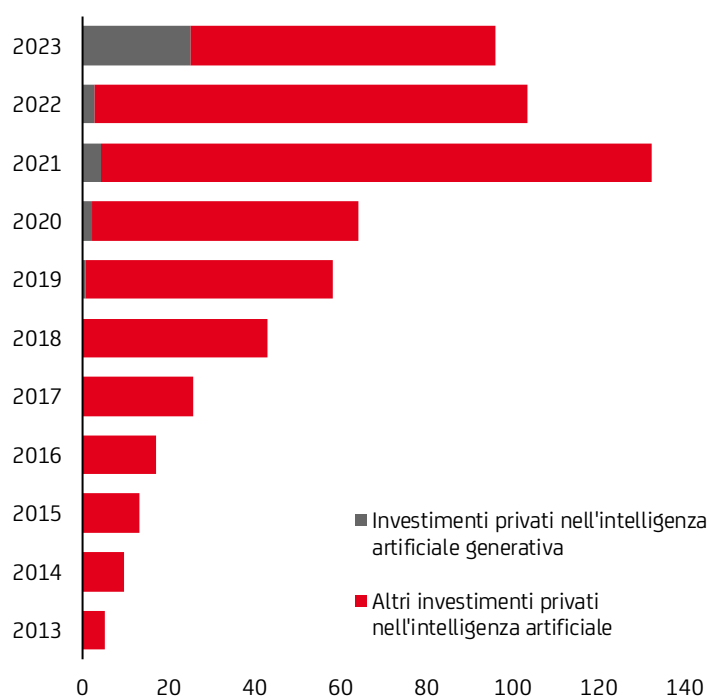
La storia mostra anche che le nuove tecnologie, man mano che si evolvono, migliorano e diventano meno costose. Nel caso dell'IA, ad esempio, l'attuale elevato fabbisogno energetico potrebbe essere ridotto dai progressi tecnologici.

Negli ultimi mesi è cresciuto il timore che la spesa per investimenti nell'IA superi la loro redditività sia per gli sviluppatori di modelli di intelligenza artificiale che per gli utilizzatori, limitando così il potenziale futuro dei titoli del settore dell'intelligenza artificiale. Riteniamo che tali preoccupazioni non abbiano grande fondamento, poiché la crescente domanda di prodotti di IA generativa resta molto ampia e grandi gruppi statunitensi, quali Amazon, Microsoft, Alphabet, Meta Platforms e Nvidia, saranno tra i maggiori beneficiari man mano che le aziende sposteranno più attività sul cloud.

Per visualizzare meglio gli enormi sviluppi nelle grandi società di intelligenza artificiale, abbiamo creato un indice AI ad elevata capitalizzazione, che comprende le società sopra citate, ponderate in base alla loro capitalizzazione di mercato. L'andamento dell'indice mostra che l'evoluzione degli utili sottostanti delle

grandi società di intelligenza artificiale resta intatta. Dal 2018 l'indice ha guadagnato il 375% e gli utili basati sull'EPS forward a 12 mesi sono aumentati del 350% (rispetto all'80% soltanto dello S&P 500), e le stime prevedono un ulteriore aumento del 45% nei prossimi 12 mesi. Le cinque società hanno conseguito un utile netto aggregato di circa 100 miliardi di dollari nel 3 trimestre 2024. Questi numeri giustificano sicuramente l'attuale rapporto P/E di 27 per il nostro indice AI ed evidenziano l'enorme differenza rispetto alle bolle precedenti, come la bolla dotcom dei primi anni 2000, quando i maggiori leader tecnologici dell'epoca erano quotati quasi il doppio con un rapporto P/E di 52, oppure la bolla finanziaria giapponese del 1989, quando il rapporto P/E medio raggiunse il picco di 67. Vale anche la pena ricordare che alcune delle aziende attualmente dominanti nell'era dell'IA sono molto particolari e figuravano anche tra le migliori aziende dell'ultima ondata tecnologica, la bolla delle dotcom. Le loro dimensioni ed elevata redditività le hanno messe in una posizione unica per sviluppare tecnologie nuove e ad alta intensità di investimenti correlate all'IA. Tuttavia, sebbene

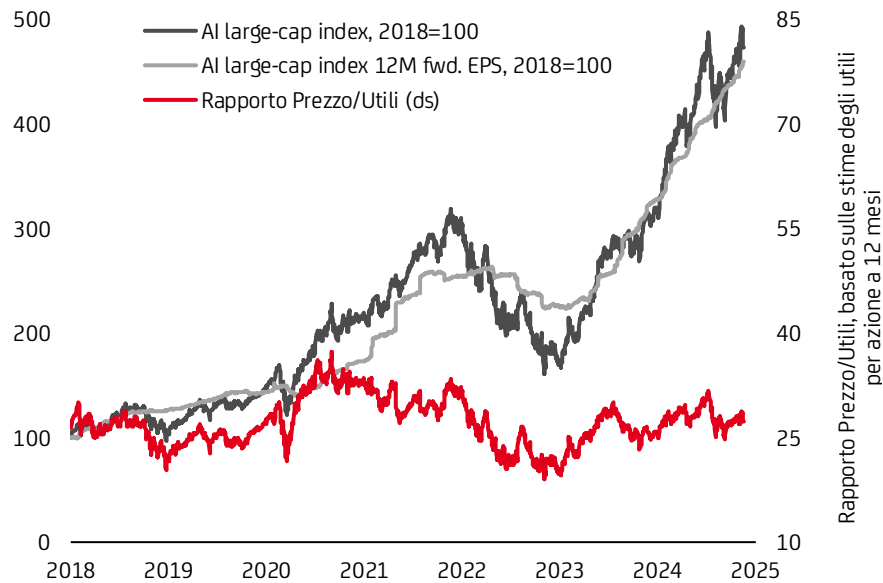
GRAFICO 5.4: INVESTIMENTI PRIVATI NELL'IA IN MILIARDI DI DOLLARI



Fonte: Rapporto sull'indice AI 2024 della Stanford University



GRAFICO 5.5: L'INDICE AI LARGE CAP È BEN SUPPORTATO DALLA CRESCITA DEGLI UTILI SOTTOSTANTI



Fonte: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy,
Periodo di osservazione: 1° gennaio 2019-15 novembre 2024

attualmente non siano eccessive, le loro valutazioni hanno il potenziale di aumentare la volatilità, il che si ripercuote anche sul mercato generale a causa dell'elevata concentrazione del mercato in questo segmento.

Un ostacolo alla crescita degli utili correlati all'IA sarà sempre più la sua domanda di risorse già scarse. Il principale vincolo deriva dal **fabbisogno energetico**. Le utilities statunitensi sono già in difficoltà a soddisfare l'incremento di domanda di energia necessaria per gestire programmi di intelligenza artificiale e data center, che secondo l'Agenzia Internazionale dell'Energia rappresenteranno il 5-6% della produzione totale di energia negli Stati Uniti e in Europa entro il 2026, rispetto a quasi il 4% nel 2022. In alcune regioni, lo sviluppo dell'intelligenza artificiale sta mettendo sotto pressione le forniture idriche necessarie per le apparecchiature di raffreddamento e porterà ad un aumento dei rifiuti elettronici. Ciò sta provocando un deterioramento dei profili ESG dei pionieri di questo settore, che potrebbe avere ripercussioni negative da parte delle autorità normative e degli investitori in

futuro. Anche preoccupazioni di tipo sociale e relative al clima potrebbero finire per indurre gli utenti a ridurre l'uso delle applicazioni di intelligenza artificiale e, di conseguenza, mettere in dubbio stime di crescita più ottimistiche.

Data la rilevanza centrale dei semiconduttori nello sviluppo dell'intelligenza artificiale, l'atteggiamento ambiguo del presidente eletto Trump riguardo alla difesa dello status politico di Taiwan potrebbe essere fonte di volatilità per i titoli tecnologici, come avvenuto la scorsa estate, quando Trump minimizzò l'importanza strategica dell'isola dicendo: «Taiwan è a 9.500 miglia di distanza (dagli Stati Uniti). Ed è a 68 miglia dalla Cina».

Un altro ostacolo alla crescita della tecnologia dell'intelligenza artificiale potrebbe derivare dalla sua accettazione a livello generale da parte della società, in particolare in quanto potenziale minaccia per l'occupazione. I politici osserveranno da vicino lo sviluppo e l'impatto dell'IA e valuteranno sia le opportunità che le minacce nel considerarne la futura regolamentazione. Poiché i progressi tecnologici nell'IA generativa e nel suo utilizzo sono molto recenti, i risultati delle ricerche a livello micro o settoriale risentono soprattutto dell'impatto sui primi utenti e su coloro che lavorano su attività specialistiche e probabilmente indicano gli effetti a breve termine. L'impatto a lungo termine dell'IA sulla crescita della produttività a livello macro dipenderà dalla portata del suo utilizzo e dalla sua integrazione nei processi aziendali. Non riteniamo che un'adozione ampia e significativa dell'IA da parte delle aziende non tecnologiche sia possibile a breve termine, ma piuttosto tra cinque o dieci anni. Diversi economisti dubitano dell'impatto positivo a lungo termine sulla produttività, poiché sono scettici su quanto sarà possibile automatizzare il fattore lavoro in modo conveniente.

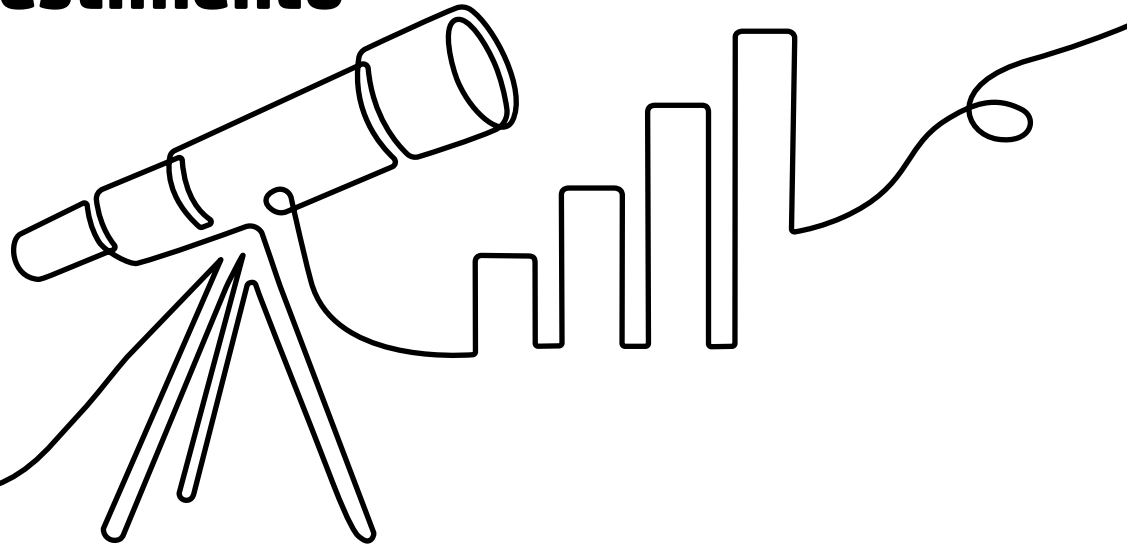

**Abbiamo
una visione più
ottimista sull'IA**

Noi abbiamo una visione più ottimistica e pensiamo che l'IA sia una tecnologia trasformativa con applicazioni ad ampio raggio e la capacità di accelerare in misura crescente flussi di ricavi per le aziende attive nel settore. Essa aumenterà in primo luogo l'efficienza di processi di lavoro esistenti, automatizzando attività o rendendo più produttivo l'operato di chi le svolge. Ciò ha il potenziale per rendere le aziende più efficienti e redditizie, portando a un ulteriore slancio degli utili per il mercato azionario in generale nel prossimo decennio. A nostro avviso, questo megatrend tecnologico giustifica le attuali valutazioni delle società di intelligenza artificiale. Tuttavia, con l'evolversi della tecnologia, cambieranno anche vincitori e vinti del settore e i leader di oggi (in particolare nell'hardware dei semiconduttori) potrebbero non essere i leader del futuro.





Le Nostre Idee D'Investimento



EDITORS

Tobias Keller

Elia Lattuga

AUTORI

Alessandro Caviglia
(CIO, Italy)

Philip Gisdakis
(CIO, Germany)

Oliver Prinz
(CIO, Austria)

Tobias Keller

Elia Lattuga

La view dei CIO

Ogni ciclo economico ha le sue peculiarità, ma alcuni schemi tendono a ripetersi nel tempo. Con estese parti dell'economia che presentano ancora caratteristiche di fine ciclo, quali politica monetaria restrittiva e mercato del lavoro saturo, la teoria del ciclo economico tradizionale indicherebbe l'arrivo di una recessione. Tuttavia, il quadro economico più generale avvalorata la nostra opinione secondo cui l'economia globale crescerà moderatamente nel 2025 e inizierà ad accelerare a partire dal 2026, con un aumento degli utili aziendali, un incremento della domanda di credito e uno spostamento verso la neutralità della politica monetaria.

In passato un simile contesto di crescita moderata, diminuzione dell'inflazione e calo dei tassi ufficiali, soprattutto se accompagnato da una intensa innovazione tecnologica, ha solitamente portato a performance positive del mercato azionario e a condizioni generalmente favorevoli per quello obbligazionario. Le nostre previsioni per il 2025 sono quindi improntate a un cauto ottimismo. Una buona dose di cautela sembra però giustificata, poiché vari elementi, tra cui le trasformazioni strutturali dell'economia e i persistenti fattori esterni, rendono le prospettive di mercato più incerte.

Anche se il rendimento dei depositi dovrebbe diminuire alla luce del calo dei tassi di interesse, il ciclo economico ci incoraggia a rimanere selettivi e prudenti nella nostra allocazione, con il ricorso a strategie che possano aumentare la resilienza del portafoglio, favorendo, per tutte le classi di investimento, gli asset di qualità e liquidità superiori. Tuttavia, siamo anche pronti a sfruttare le opportunità che potrebbero presentarsi, se la volatilità del mercato condurrà a valutazioni in disaccordo con i fondamentali.

Asset allocation

IL NOSTRO POSIZIONAMENTO PER LE PRINCIPALI CLASSI DI INVESTIMENTO

	SOTTOPESO	NEUTRALE	SOVRAPPESO
AZIONI GLOBALI		●	
AZIONI USA		●	
AZIONI EUROPA	●		
AZIONI PACIFICO (MERCATI SVILUPPATI ¹)			●
AZIONI PAESI EMERGENTI		●	
OBBLIGAZIONI GLOBALI			●
TITOLI DI STATO IN EURO		●	
TITOLI DI STATO NON IN EURO		●	
OBBLIGAZIONI CORPORATE INVESTMENT GRADE IN EURO			●
OBBLIGAZIONI CORPORATE HIGH YIELD	●		
OBBLIGAZIONI MERCATI EMERGENTI (VALUTA FORTE)			●
OBBLIGAZIONI MERCATI EMERGENTI (VALUTA LOCALE)			●
MERCATI MONETARI	●		
ALTERNATIVI		●	
MATERIE PRIME		●	
PETROLIO		●	
ORO		●	

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



Le nostre considerazioni di dettaglio sulle principali tipologie di asset



AZIONI GLOBALI

Nei prossimi trimestri il contesto macroeconomico dovrebbe rimanere positivo per gli asset rischiosi. La diminuzione dell'inflazione sta consentendo alle principali banche centrali di allentare la politica monetaria in un contesto di moderata crescita economica globale. Allo stesso tempo il miglioramento della crescita degli utili sta aprendo la strada a promettenti prospettive di rendimento per le azioni globali. La sensibilità regionale e settoriale ai potenziali sviluppi politici e geopolitici potrebbe aumentare la volatilità, rendendo necessaria una maggiore differenziazione delle strategie di investimento all'interno dell'asset class. Tuttavia, ci aspettiamo che il mercato subisca pressioni durature e ribadiamo la nostra valutazione costruttiva sulle azioni globali.



AZIONI USA

Nel 2024 l'economia statunitense si è dimostrata più resiliente del previsto e lo slancio positivo si protrarrà fino al 2025, anche se i principali motori dei consumi inizieranno a indebolirsi. Non prevediamo un hard landing, ma una crescita del PIL abbastanza soddisfacente nel 2025 e una nuova accelerazione nel 2026. Le azioni statunitensi godranno probabilmente di politiche più favorevoli al mercato e di un migliore equilibrio rischio/rendimento rispetto ad altre regioni, relativamente più esposte alle tensioni geopolitiche e al rischio di dazi. Le valutazioni azionarie sono cresciute e probabilmente potranno avere nel breve termine al più un rialzo limitato. Il rischio di concentrazione negli indici statunitensi a elevata capitalizzazione richiede, ad ogni modo, un attento monitoraggio.



AZIONI EUROPA

Il contesto azionario globale offrirà probabilmente un certo sostegno, mentre difficilmente giungeranno notizie positive a livello nazionale. La crescita del PIL dovrebbe rimanere al di sotto del potenziale nei prossimi due anni, con il rischio di un rallentamento più marcato a causa delle tensioni commerciali e dell'incertezza geopolitica. D'altra parte, le favorevoli prospettive di minor inflazione consentiranno alla BCE di muovere verso una politica monetaria neutrale. Valutazioni azionarie compresse e aspettative di crescita degli utili deboli potrebbero offrire interessanti punti di ingresso, ma la selezione di singole società e settori è sempre più importante.



AZIONI PACIFICO (MERCATI SVILUPPATI¹)

Il Giappone continua a sperimentare cambiamenti strutturali. Prevediamo che la crescita del PIL giapponese acquisterà slancio l'anno prossimo, mentre la BoJ dovrebbe continuare a normalizzare la sua politica monetaria con un graduale rialzo dei tassi. L'andamento dei differenziali di tasso sembra avviato a sostenere una ripresa moderata dello yen rispetto al dollaro e all'euro, il che potrebbe rappresentare un freno per i proventi derivanti dalle esportazioni, ma, col tempo, anche favorire la fiducia di consumatori e imprese. Il posizionamento sullo yen è più equilibrato rispetto al passato e ciò dovrebbe limitarne la volatilità. Le azioni del Pacifico presentano valutazioni convenienti e offrono vantaggi di diversificazione all'interno di un portafoglio azionario globale.



AZIONI PAESI EMERGENTI

Una crescita globale moderata e il rischio di maggiori barriere commerciali giustificano una certa cautela riguardo alle azioni dei mercati emergenti. Il rallentamento strutturale della crescita del PIL cinese è destinato a continuare, accompagnato da un ridimensionamento delle aspettative di accelerazione della crescita, indotte dai provvedimenti fiscali. Le misure di politica fiscale e monetaria potrebbero però attenuare i rischi finanziari e contribuire ad alimentare una ripresa, data la significativa sottoperformance degli ultimi anni e le basse valutazioni. Ribadiamo l'importanza di adottare un approccio selettivo ai mercati emergenti, sia a livello di Paese che di settore.

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



SOTTO PESO



NEUTRALE



SOVRAPPESO





OBBLIGAZIONI GLOBALI

I rendimenti obbligazionari globali continuano ad essere scambiati a livelli interessanti. I ridotti rischi inflazionistici e la prospettiva di ulteriori tagli dei tassi da parte delle principali banche centrali occidentali dovrebbero essere fattori di sostegno. Inoltre, se si guarda oltre lo shock inflazionistico, ci sono segnali che il reddito fisso di qualità superiore abbia riacquisito il suo vantaggio di diversificazione rispetto all'esposizione azionaria. Inoltre, le correlazioni tra obbligazioni e azioni potrebbero diminuire ulteriormente, man mano che l'attenzione del mercato si sposterà dall'inflazione alla crescita economica. Le curve forward prevedono già una significativa rivalutazione dei tassi a breve termine e potrebbero limitare i rendimenti obbligazionari, che riteniamo siano principalmente guidati dal carry. L'andamento dei mercati obbligazionari statunitensi potrebbe rappresentare un ostacolo per l'asset class.



TITOLI DI STATO IN EURO

In Eurozona sono stati compiuti progressi significativi nel contenimento dell'inflazione e la crescita del PIL negli ultimi trimestri è stata piuttosto modesta. È probabile che la ripresa rimanga debole e ciò dovrebbe consentire alla BCE di allentare ulteriormente la propria politica monetaria. Questo dovrebbe favorire un contesto positivo per i titoli di Stato europei e portare ad una curva dei rendimenti moderatamente più ripida.



TITOLI DI STATO NON IN EURO

La crescita economica negli Stati Uniti ha sorpreso al rialzo quest'anno ed è destinata a rimanere resiliente, anche se in rallentamento. Allo stesso tempo i rischi di inflazione sono stati contenuti. Attualmente i mercati prevedono una certa normalizzazione dei livelli ufficiali dei tassi nei prossimi trimestri, con la creazione di un contesto positivo per i titoli di stato, che potrebbe portare ad una curva dei rendimenti moderatamente più ripida. I livelli di rendimento interessanti e il comportamento difensivo dei Treasury statunitensi in caso di rallentamento economico più marcato del previsto o di crescenti tensioni di mercato dovrebbero alimentare la domanda. Tuttavia, se i rischi di rifinanziamento e/o inflazione dovessero aumentare, le obbligazioni a lunga scadenza ne risentirebbero.



OBBLIGAZIONI CORPORATE INVESTMENT GRADE IN EURO

I fondamentali del credito delle società europee investment grade sono sostenuti da bilanci sani. La leva finanziaria è inferiore alla media a lungo termine; gli utili sono superiori alle attese e i saldi di cassa rimangono ampi. Il ciclo del credito sta entrando nella sua fase di ripresa, durante la quale le aziende tendono a continuare a concentrarsi su politiche finanziarie volte a preservare la liquidità, il che potrebbe essere un vantaggio aggiuntivo. Tuttavia, i premi per il rischio di credito hanno un modesto margine per un ulteriore restringimento nei prossimi mesi e il carry sarà probabilmente la principale fonte del rendimento complessivo.



OBBLIGAZIONI CORPORATE HIGH YIELD

Una graduale ripresa della crescita economica nel 2025 dovrebbe sostenere le obbligazioni corporate ad alto rendimento (HY). Tuttavia, i loro spread sono vicini al minimo storico e gli emittenti dovranno rifinanziare gran parte del loro debito nei prossimi due anni. Inoltre, la scarsa liquidità delle obbligazioni HY le rende meno interessanti nell'attuale fase del ciclo economico.



OBBLIGAZIONI MERCATI EMERGENTI (VALUTA FORTE)

Gli interessanti livelli di rendimento obbligazionari e i rendimenti attesi basati sul carry possono rendere le obbligazioni in valuta forte dei mercati emergenti un'importante integrazione in un portafoglio diversificato. È probabile che impulsi monetari globali forniscano un certo sostegno, mentre il supporto fondamentale derivante dall'indebolimento del dollaro dovrebbe esaurirsi nei prossimi trimestri.



OBBLIGAZIONI MERCATI EMERGENTI (VALUTA LOCALE)

Il calo globale dell'inflazione ha spianato la strada alle banche centrali di tutto il mondo per adeguare la loro politica monetaria, contribuendo a creare un contesto positivo per gli investimenti a reddito fisso. Sebbene le tensioni geopolitiche e i dazi potrebbero fare in una certa misura da freno, le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta locale offrono ancora rendimenti interessanti, anche se in calo.

– SOTTO PESO

= NEUTRALE

+ SOVRAPPESO





MERCATI MONETARI

Le principali banche centrali occidentali hanno dato il via ai loro cicli di allentamento monetario e dovrebbero progressivamente portare i tassi ufficiali in un territorio neutrale. Sebbene un'esposizione a breve termine e di qualità superiore rimanga una potenziale valvola di sicurezza, le prospettive di rendimento si sono deteriorate negli ultimi mesi e i rischi di reinvestimento sono aumentati. Riteniamo perciò che altri segmenti del reddito fisso rappresentino un'alternativa più interessante.



ALTERNATIVI

Il potenziale di diversificazione di questa asset class rimane la sua caratteristica principale. Nonostante i rischi di inflazione si siano attenuati, gli asset reali rappresentano una copertura contro una rinnovata accelerazione della pressione sui prezzi (non il nostro scenario di base).



MATERIE PRIME

PETROLIO

Considerata l'abbondante offerta di petrolio nel Nord America e le prospettive piuttosto deboli della domanda, che potrebbero costringere l'OPEC+ a mantenere i limiti alla produzione, è probabile che il prezzo del Brent oscilli attorno ai livelli attuali fino alla fine del 2025. Un allargamento del conflitto in Medio Oriente spingerebbe probabilmente i prezzi al rialzo, mentre una significativa riduzione dell'escalation e un marcato indebolimento dell'economia globale (non il nostro scenario di base) potrebbero esercitare pressioni al ribasso sui prezzi del greggio.

ORO

Dopo il rally di quest'anno, sostenuto dalla domanda delle banche centrali e degli investitori privati, il rischio di prese di profitto è aumentato. La persistente incertezza geopolitica continuerà probabilmente a sostenere la domanda di oro. Inoltre, rendimenti obbligazionari più bassi e un dollaro leggermente più debole dovrebbero limitare il potenziale di ribasso del prezzo. Tuttavia, salvo una significativa escalation delle tensioni, un picco d'inflazione o una brusca correzione dei prezzi azionari globali, l'oro dovrebbe avere limitato potenziale di rialzo rispetto al suo livello attuale.

VALUTE

DOLLARO

È probabile che l'euro si indebolisca ulteriormente contro il dollaro, ma non scenda al di sotto della parità. Le preoccupazioni per la mancanza di disciplina fiscale negli Stati Uniti dovrebbero limitarne la tendenza al ribasso, mentre le deboli prospettive economiche di Eurozona ne limitano il potenziale di apprezzamento.

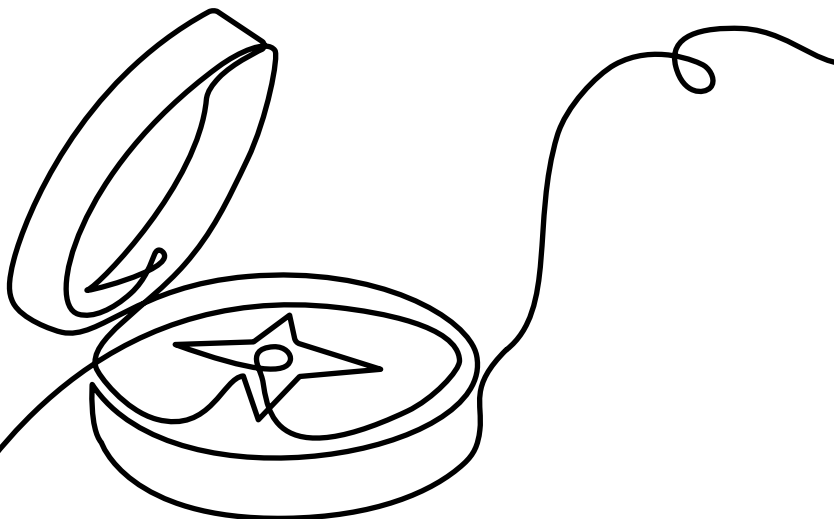
 SOTTO PESO

 NEUTRALE

 SOVRAPPESO



Tabelle Previsionali



PREVISIONI DI UNICREDIT

STIME DI PIL, INFLAZIONE E SALDO DI BILANCIO GOVERNATIVO

	PIL reale (% Y/Y)			Prezzi al consumo (% Y/Y)			Saldo di bilancio governativo (% of PIL)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Globale	3,2	3,2	3,3						
Stati Uniti	2,7	2,1	2,3	2,9	2,3	2,5	-7,6	-8,0	-8,6
Eurozona	0,8	0,9	1,2	2,4	1,9	1,9	-3,6	-3,2	-2,8
Germania	-0,2*	0,7*	1,2*	2,2	1,5	1,7	-2,0	-2,0	-2,0
Francia	1,1	0,7	1,2	2,0	1,0	1,2	-6,1	-5,4	-4,2
Italia	0,5	0,8	1,0	1,0	1,5	1,6	-4,0	-3,6	-3,0
Spagna	3,0	1,8	1,9	3,0	1,8	2,0	-3,9	-3,0	-2,5
Regno Unito	0,9	1,2	1,4	2,5	1,9	2,0	-4,3	-4,0	-3,8
Cina	4,8	4,5	4,2	0,6	0,9	1,8	-7,4	-7,6	-7,7
Giappone	0,1	1,0	0,9	2,4	1,8	1,9	-6,9	-3,1	2,0
India	7,0	6,5	6,5	4,4	4,1	4,1	-2,4	-2,1	-2,2

*Dati non destagionalizzati. Dati destagionalizzati: -0.1% (2024), 0.8% (2025) and 1.0% (2026).

Fonte: UniCredit Group Investment Strategy

BANCHE CENTRALI

	4T24	1T25	2T25	3T25	4T25	1T26	2T26	3T26	4T26
Federal Reserve	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Banca Centrale Europea	3,00	2,50	2,25	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Banca d'Inghilterra	4,75	4,25	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75	2,75
Banca del Giappone	0,25	0,35	0,45	0,55	0,65	0,75	0,75	0,75	0,75
Banca Centrale di Svezia	2,50	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Banca Centrale di Norvegia	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50	3,25	3,25	3,25	3,25

Nota: I dati sono di fine periodo.

Fonte: UniCredit Group Investment Strategy

TASSI D'INTERESSE

	15.11.24	1T25	2T25	3T25	4T25
Eurozona					
Depo rate	3,25	2,50	2,25	2,00	1,75
3M Euribor	3,00	2,43	2,20	1,95	1,75
2Y Schatz	2,12	2,10	2,00	1,90	1,80
10Y Bund	2,36	2,30	2,30	2,30	2,30
2Y EUR swap	2,22	2,20	2,10	2,05	1,95
10Y EUR swap	2,30	2,30	2,30	2,35	2,35
10Y Bund-swap spread	-6	0	0	5	5
2Y BTP	2,58	2,55	2,45	2,40	2,30
10Y BTP	3,55	3,60	3,60	3,60	3,60
10Y BTP-Bund spread	120	130	130	130	130
Stati Uniti					
Fed fund rate	4,75	4,25	4,00	4,00	4,00
3M OIS SOFR	4,49	4,14	3,90	3,90	3,90
2Y UST	4,30	4,25	4,20	4,10	4,00
10Y UST	4,44	4,50	4,50	4,50	4,50
10Y UST-Bund spread	208	220	220	220	220

TASSI DI CAMBIO

	15.11.24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
EUR-USD	1,06	1,05	1,04	1,03	1,02
USD-JPY	155	154	152	150	149
EUR-JPY	164	162	158	155	152
GBP-USD	1,26	1,27	1,26	1,25	1,24
EUR-GBP	0,84	0,83	0,83	0,82	0,82
USD-CNY	7,24	7,30	7,33	7,30	7,28
EUR-CNY	7,65	7,67	7,62	7,52	7,43

Fonte: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

ATTIVITÀ RISCHIOSE

	15.11.24	2T25	4T25
Petrolio			
Brent USD/barile	71	75	78
Azionario			
Euro STOXX 50	4.795	5.075	5.200
STOXX Europe 600	503	530	545
DAX	19.211	20.000	21.000
MSCI Italy	89	93	97
S&P 500	5.871	6.400	6.800
Nasdaq 100	20.394	22.000	23.500
Obbligazionario corporate spread			
iBoxx Non-Financials Senior	96	85	80
iBoxx Banks Senior	93	90	85
iBoxx High Yield NFI	302	280	270

Fonte: Bloomberg, S&P Global, UniCredit Group Investment Strategy



ANDAMENTO DEI PRINCIPALI INDICATORI FINANZIARI

Da	15.11.23	15.11.19	13.11.20	15.11.21	15.11.22	15.11.23	15.11.19	01.01.24
a	15.11.24	15.11.20	15.11.21	15.11.22	15.11.23	15.11.24	15.11.24	15.11.24
Indici azionari (ritorni, in %)								
MSCI Globale (in USD)	27,2	14,1	29,9	-15,3	13,5	27,2	79,8	19,1
MSCI Mercati Emergenti (in USD)	13,7	16,9	10,9	-22,9	5,6	13,7	19,1	8,8
MSCI USA (in USD)	32,5	19,8	33,0	-15,2	14,8	32,5	104,0	24,6
MSCI Europa (in EUR)	14,8	-3,5	30,2	-6,9	8,2	14,8	43,8	8,1
MSCI AC Asia Pacifico (in USD)	16,4	16,1	11,0	-20,7	7,0	16,4	26,4	10,2
STOXX Europe 600 (in EUR)	15,2	-2,2	30,2	-8,3	8,1	15,2	43,9	8,3
DAX 40 (Germania, in EUR)	21,7	-0,8	23,5	-11,0	9,5	21,7	45,1	14,7
MSCI Italia (in EUR)	24,7	-12,3	34,7	-5,9	25,2	24,7	71,8	19,1
ATX (Austria, in EUR)	14,9	-22,6	65,3	-13,1	6,8	14,9	35,2	8,8
SMI (Svizzera, in CHF)	12,8	6,0	22,9	-9,4	0,2	12,8	31,6	7,8
S&P 500 (USA, in USD)	32,0	18,0	32,5	-13,4	14,7	32,0	103,7	24,6
Nikkei (Giappone, in JPY)	17,7	11,9	19,3	-3,9	22,3	17,7	82,7	17,4
CSI 300 (Cina, in Yuan)	14,5	27,0	2,3	-19,1	-4,3	14,5	14,9	19,1
Indici Obbligazionari (ritorni, in %)								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	4,1	11,9	-3,9	-15,8	-2,4	4,1	-7,1	-1,1
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA , in USD)	5,0	7,8	-2,9	-12,7	-0,4	5,0	-3,8	0,7
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	9,2	8,8	0,6	-16,2	3,4	9,2	4,3	3,1
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	4,4	2,2	-2,4	-18,2	-1,5	4,4	-15,6	-0,3
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	6,3	3,8	-2,0	-16,8	-1,1	6,3	-10,7	1,6
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	7,9	2,0	0,0	-14,3	3,8	7,9	-1,8	4,2
Rendimenti Obbligazionari (espressi in punti base = 0.01%)								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	-2	-95	73	221	75	-2	260	58
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA , in USD)	-27	-115	58	293	62	-27	261	29
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	-64	-98	32	327	41	-64	227	10
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	-20	-20	30	234	50	-20	269	35
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-40	-37	28	247	60	-40	252	17
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-88	-20	16	350	12	-88	266	-19
Spread sulle Obbligazioni governative (credit spread, espresso in punti base)								
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA US Corporate Master)	-41	8	-30	57	-26	-41	-32	-24
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA US High Yield)	-130	55	-153	154	-75	-130	-134	-62
Obbligazioni Governative area Euro (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-39	-3	2	73	-30	-39	5	-31
Obbligazioni Governative area Euro (ICE BofA Euro High Yield)	-129	45	-78	180	-69	-129	-45	-77
Tassi di interesse del mercato monetario (espressi in punti base)								
Libor (USD, 3 mesi)	-77	-168	-6	449	98	-77	295	-74
Euribor (EUR, 3 mesi)	-100	-12	-5	236	220	-100	340	-91
Tasso di Cambio con Euro (in %)								
Dollaro USA (EUR-USD)	-2,5	7,4	-3,1	-9,1	4,5	-2,5	-4,1	-4,2
Sterlina Inglese (EUR-GBP)	-4,6	4,7	-5,0	2,7	-0,3	-4,6	-2,6	-4,0
Franco Svizzero (EUR-SFR)	-2,7	-0,6	-2,5	-7,1	-1,5	-2,7	-14,1	1,4
Yen Giapponese (EUR-JPY)	0,2	3,7	5,2	11,1	12,8	0,2	37,0	5,1
Materie Prime (in %)								
Commodity Index (GSCI, in USD)	28,4	24,6	-2,0	-5,2	10,0	28,4	65,8	23,7
Metalli Industriali (GSCI, in USD)	10,5	12,8	34,7	-5,3	-10,1	10,5	41,3	6,4
Oro (in USD per fine ounce)	29,8	28,7	-1,7	-4,9	10,6	29,8	75,4	24,6
Petrolio (Brent, in USD per barrel)	-11,7	-31,5	91,7	14,4	-13,6	-11,7	13,9	-7,1

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.





UniCredit S.p.A.
Client Solutions
Group Investment Strategy



Address
Piazza Gae Aulenti, 3
20124 Milano



Email
uiinvstrategy@unicredit.eu

Online
unicreditgroup.eu/clientsolutions
unicreditgroup.eu/ourinvestmentinsights

IDEA GENERATORS

Manuela D'Onofrio
Head of GIS

Fabio Petti
Deputy Head of GIS

Alessandro Caviglia
CIO, Italy

Philip Gisdakis
CIO, Germany

Oliver Prinz
CIO, Austria

Marco Valli
Head of Macroeconomic Analysis

.....

Tullia Bucco

Luca Cazzulani

Gokce Celik

Francesco Maria Di Bella

Loredana Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Tobias Keller

Stefan Kolek

Elia Lattuga

Roberto Mialich

Emilio Orecchia

Michael Rottmann

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Leonardo Segato

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Daniel Vernazza

Carolina Wiskemann

CHIEF EDITOR

Edoardo Campanella

MANAGING EDITOR

Chiara Silvestre

MARKETING

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Laura Cabrera Gálvez

Maik Dornheim

Ivana Milojevic

Kim Steinsberger

DESIGN

Isla Morgan



Inquadra il QR code per
un riassunto digitale del
The Compass 2025

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 15 novembre 2024.