

APRILE | 2021

# onemarkets

VEDI CHIARO, INVESTI MEGLIO.

 **UniCredit**  
Corporate & Investment Banking



## Ripresa economica: un quadro globale eterogeneo

Di pari passo con il progresso della campagna vaccinale, la crescita dovrebbe riprendere nel secondo trimestre e accelerare notevolmente nei mesi estivi. Ma occorrerà del tempo per tornare ai livelli di attività pre-crisi.

### **Economia**

Pil Italiano in crescita  
del 3,4% nel 2021  
e del 4,4% nel 2022

### **Focus**

Lo scenario valutario:  
dollaro sostenuto dal rialzo  
dei rendimenti a lungo

### **Interviste**

Marco Valli  
Renato Miraglia  
Alessandro Caviglia



# Numero 19

## Aprile 2021



### ECONOMIA E MERCATI

Un quadro globale eterogeneo .....	04
Lo scenario valutario: dollaro sostenuto dal rialzo dei rendimenti a lungo in America.....	07
Pil Italiano in crescita del 3,4% nel 2021 e del 4,4% nel 2022.....	09
Diffidare delle previsioni di un super-ciclo del petrolio ...	11
Timori di inflazione e fiducia nella ripresa hanno pesato sui Treasury americani... e la correzione potrebbe non essere finita.....	14



### OSSERVATORIO INTERNAZIONALE

La fragile egemonia del dollaro .....	17
---------------------------------------	----



### SOTTO LALENTE

Diversificazione e cedole per cavalcare i mercati con fascino .....	19
---	----



### EDUCATION

Come sfruttare la volatilità dei listini azionari tramite lo strumento del Bonus Cap Certificate.....	22
Mercato Primario e Bonus Certificate: cosa cambia rispetto al secondario e perché rimangono una proposizione di valore .....	24



### INTERVISTE

Accompagnare il cliente verso una corretta pianificazione finanziaria.....	26
Asset allocation 2021: attenzione al bilanciamento tra azioni e obbligazioni .....	28



### CATALOGO PRODOTTI

Catalogo Certificate.....	30
---------------------------	----

DIRETTORE Alessandro Secciani,  
CASA EDITRICE GMR SRL Viale San Michele del Carso 1 20144 Milano,  
STAMPA Arti grafiche alpine Via Luigi Belotti 14 21052 Busto Arsizio (VA),  
AUTORIZZAZIONE N.151 del 14 maggio 2015 del tribunale di Milano,  
UNICREDIT CERTIFICATE info.investimenti@unicredit.it

La presente pubblicazione (Pubblicazione) è prodotta dall'Editore GMR Srl Viale San Michele del Carso, 1 20144 Milano.

La medesima è rivolta al pubblico indistinto ed ha contenuto di carattere informativo - promozionale. Essa non costituisce né da parte dell'Editore, né da parte dell'Emittente/Emittenti ivi citati, né offerta, né raccomandazione, né consulenza in materia di investimenti per l'acquisto, la vendita o la tenuta degli strumenti finanziari ivi menzionati, né è da intendersi, nemmeno in parte, come presupposto di o in connessione a un qualsiasi contratto o impegno di qualsivoglia tipo.

Qualsiasi eventuale riferimento nella Pubblicazione a specifici obiettivi e situazioni finanziarie degli investitori si basa su generiche assunzioni, non confermate dagli investitori stessi. Gli strumenti finanziari e gli investimenti ivi rappresentati potrebbero essere non appropriati/adequati per gli investitori che ricevono la Pubblicazione. I medesimi sono responsabili in modo esclusivo di effettuare le proprie indipendenti valutazioni e verifiche sulle condizioni di mercato, sui prodotti, sugli investimenti ed operazioni cui si riferisce la Pubblicazione. Gli investitori devono effettuare le proprie valutazioni di appropriatezza/adequatezza degli investimenti negli strumenti ivi rappresentati, basandosi sui relativi rischi e meriti, nonché sulla propria strategia di investimento e situazione legale, fiscale, finanziaria.

Prima di ogni investimento si raccomanda pertanto agli Investitori di informarsi presso il proprio intermediario sulla natura e sul rischio che esso comporta e di prendere visione del Prospetto di Base, dei successivi supplementi al Prospetto di Base e del Documento contenente le Informazioni Chiave (Key Information Document - KID) degli strumenti finanziari disponibile presso il sito web dell'Emittente.

Qualsiasi informazione contenuta nella Pubblicazione relativa a rendimenti passati, proiezioni, previsioni, stime o dichiarazioni di prospettive future, così come qualsiasi valutazione o altra informazione dai medesimi ricavata è a scopo esclusivamente illustrativo e non è da considerarsi indicatore affidabile di andamenti futuri. L'Editore e gli Emittenti degli strumenti finanziari cui fa riferimento la Pubblicazione, così come il relativo personale, non rilasciano alcuna dichiarazione e garanzia, né assumono alcuna responsabilità in merito alla raggiungibilità o ragionevolezza di qualsiasi previsione ivi contenuta.

Gli Emittenti così come altre società del relativo Gruppo di appartenenza cui fa riferimento la Pubblicazione possono negoziare, sottoscrivere, avere posizioni lunghe o corte, nonché agire in qualità di marker maker con riferimento a qualsiasi strumento anche collegato/derivato ivi menzionato; possono agire in qualità di consulenti e finanziatori degli Emittenti di tali strumenti e, più in generale, possono avere uno specifico interesse riguardo gli Emittenti, gli strumenti e le operazioni cui fa riferimento la Pubblicazione o intrattenere rapporti di natura bancaria con gli Emittenti stessi. Gli Emittenti così come altre società del relativo Gruppo di appartenenza cui fa riferimento la Pubblicazione, hanno adottato misure, sistemi interni, controlli e procedure per identificare e gestire potenziali conflitti di interesse.

Le informazioni contenute nella Pubblicazione non hanno la pretesa di essere esaustive e possono essere soggette a revisione o modifica materiale, senza obbligo di avviso. Esse si basano sulle informazioni ottenute da, o che si basano su, fonti informative che l'Editore e gli Emittenti considerano affidabili. Ad ogni modo, salvo il caso di false dichiarazioni fraudolente, né l'Editore né gli Emittenti né il relativo personale, rilasciano alcuna dichiarazione di accuratezza o completezza della Pubblicazione, né si assume alcuna responsabilità per qualsiasi danno perdita dovesse sorgere in relazione all'utilizzo o all'affidamento che venisse fatto sulla medesima. La Pubblicazione viene distribuita da UniCredit Bank AG - Succursale di Milano tramite sistemi di trasmissione elettronici; gli investitori devono pertanto ricordare che i documenti trasmessi tramite tali canali possono essere alterati, modificati durante il processo di trasmissione elettronica e che conseguentemente né UniCredit Bank AG - Succursale di Milano, né GMR Srl e il relativo personale si assumono alcuna responsabilità per qualsiasi differenza venisse riscontrata fra il documento trasmesso in formato elettronico e la versione originale.

UniCredit Corporate & Investment Banking è composta da UniCredit Bank AG, Monaco, UniCredit Bank Austria AG, Vienna, UniCredit S.p.A., Milano e altre società di UniCredit. UniCredit Bank AG, Monaco, UniCredit Bank Austria AG, Vienna, UniCredit S.p.A. Milano sono sottoposte alla vigilanza della Banca Commerciale Europea.

Inoltre UniCredit Bank AG è soggetta alla vigilanza della German Financial Supervisory Authority (BaFin), UniCredit Bank Austria AG alla vigilanza della Austrian Financial Market Authority (FMA) e UniCredit S.p.A. alla vigilanza sia di Banca d'Italia sia dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB). UniCredit Bank AG Milan branch è soggetto vigilato da Banca d'Italia, dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) e dalla Federal Financial Supervisory Authority (BaFin).

**Nicola Francia**

Responsabile Private Investor Products Italy  
UniCredit  
Presidente ACEPI

## Le vaccinazioni sostengono le borse

La pandemia globale rimane il tema di attenzione principale sui mercati finanziari da più di un anno e riteniamo possa continuare a essere elemento catalizzatore di discussione anche nei prossimi mesi.

Le vaccinazioni di massa proseguono in tutto il mondo, ma a velocità diverse e sono argomento continuo di dibattito politico nel nostro paese. I dati relativi a quelle in Europa sono meno incoraggianti per via di un passo più lento rispetto agli Stati Uniti, che invece continuano massicciamente e rapidamente. Il ritmo di vaccinazioni più sostenuto, unito al notevole incremento degli stimoli fiscali del nuovo governo americano, sono considerati dagli analisti un passo importante per la ripresa economica. Per questo motivo, si prevede una ripresa del Pil più rapida e vigorosa negli Stati Uniti rispetto all'Europa. In questo senso vanno letti i recenti movimenti al rialzo sui tassi americani così come l'emergere nuovamente del pericolo inflazione. Tuttavia, anche in Europa si respira aria di ottimismo, sebbene attualmente in una fase laterale priva di grandi spunti sui mercati azionari e rendimenti ancora in territorio negativo sul fronte obbligazionario. L'interesse per alcuni temi come quello delle nuove tecnologie o healthcare rimane elevato a livello globale, tuttavia ci sono timori per un ritracciamento dei mercati dopo la corsa degli ultimi mesi, anche alla luce del rialzo dei rendimenti negli Stati Uniti. Nelle pagine che seguono, dense di analisi economiche, affronteremo lo stato di salute dell'economia globale, come sempre in maniera approfondita.

Per quanto riguarda invece l'analisi del mercato dei Certificate in Italia, è interessante segnalare un rallentamento di volumi sia sul primario sia sul secondario.

Questo è legato alla maggiore propensione al rischio degli investitori, ritrovata dopo le incertezze sui mercati immediatamente post pandemia, che rende meno sentita l'esigenza di protezione del capitale. Infatti, accusano maggiormente il colpo i Certificate a capitale protetto per via delle lunghe scadenze dovute ai rendimenti negativi. Inoltre, le attuali condizioni di mercato di bassa volatilità impattano negativamente sui rendimenti dei prodotti a capitale condizionatamente protetto, che comunque tengono meglio il passo rispetto ai protetti. Coerentemente con l'aumento della propensione al rischio da parte degli investitori, i prodotti che riscuotono maggiore interesse sul mercato sono quelli su basket di titoli (cosiddetti Worst-Of) e con maxi cedola iniziale. Ovviamente, i prodotti a cedola continuano ad attrarre interesse crescente, come alternativa agli investimenti obbligazionari sempre più poveri di offerta e rendimento. È interessante anche notare come i Certificate siano sempre più considerati come soluzione alternativa alla liquidità, anche da parte delle tesorerie aziendali.

*Buoni investimenti!*



# Un quadro globale eterogeneo



**Marco Valli**  
Head of Macro Research  
Chief European Economist  
UniCredit

## Qual è la sua lettura dei dati relativi alla ripresa economica?

Il quadro globale si presenta eterogeneo. Gli Stati Uniti sono sicuramente in una posizione di vantaggio, potendo beneficiare di un'ulteriore massiccia dose di stimolo fiscale e una campagna vaccinale che avanza spedita. Il nuovo piano fiscale da 1,9 trn di dollari è destinato a dispiegare i suoi effetti positivi principalmente nel corso dei prossimi 2-3 trimestri. È quindi prevedibile una forte accelerazione della domanda, che dovrebbe spingere la crescita media del Pil statunitense per quest'anno tra il 6% e il 7%. Nella zona euro la situazione è diversa. Il virus continua a circolare con intensità, costringendo diversi governi nazionali a mantenere o addirittura inasprire le misure di contenimento. Inoltre, la campagna vaccinale viaggia a rilento, anche se riteniamo che il secondo trimestre

vedrà una sensibile accelerazione. Infine, la politica fiscale è decisamente meno espansiva di quella statunitense. Il primo trimestre dell'anno dovrebbe aver fatto registrare un'ulteriore contrazione del Pil, spingendo così l'eurozona verso la seconda recessione tecnica nel giro di un anno. Di pari passo con il progresso della campagna vaccinale atteso in primavera, la crescita dovrebbe riprendere nel secondo trimestre e accelerare notevolmente nei mesi estivi. Ma occorrerà del tempo per tornare ai livelli di attività pre-crisi, probabilmente circa dodici mesi, mentre gli Stati Uniti dovrebbero arrivarci già nel trimestre in corso. Quest'anno la crescita media del Pil in eurozona potrebbe essere poco più della metà di quella statunitense. Andrà meglio l'anno prossimo, quando riteniamo che il divario di crescita possa girare a favore dell'area euro.



### **I mercati sembrano scontare un ritorno dell'inflazione superiore al target. Che cosa ne pensa?**

È importante distinguere tra dinamiche attese nei prossimi mesi e sviluppi di medio periodo. Nel breve termine, l'inflazione è destinata ad accelerare un po' ovunque, sospinta dal rialzo dei prezzi energetici e delle materie prime in generale, e da importanti effetti base. Non dimentichiamo che esattamente un anno fa il prezzo del Brent crollava verso i 20 dollari al barile (con quello del WTI addirittura negativo), e oggi siamo sopra i 60 dollari. Ciò avrà un impatto rilevante sulla dinamica inflazionistica dei prossimi mesi. Inoltre, assistiamo a forti pressioni al rialzo nel primo stadio di formazione dei prezzi dei beni manufatti. Oltre all'aumento dei prezzi delle materie prime, le imprese industriali stanno fronteggiando scarsità di alcuni importanti input intermedi, specialmente chip e semiconduttori, che sono sempre più richiesti a livello globale, ma per cui l'offerta non riesce a tenere il passo della domanda. L'impatto sui prezzi al consumo dipenderà da quanto di questi aumenti dei prezzi verrà scaricato a valle sui consumatori e quanto, invece, verrà assor-

bita dalle imprese tramite una compressione dei margini. Nel settore dei servizi, a causa delle misure di contenimento e la domanda debole, la dinamica dei prezzi al momento è fiacca, ma si potrebbe avere un'accelerazione quando si tornerà a uno stile di vita più normale. Penso che nel giro dei prossimi mesi potremmo vedere tassi di inflazione sopra target in diversi paesi, ma probabilmente si tratterà di rialzi temporanei. Nel medio periodo, l'orizzonte temporale più importante per le banche centrali, la dinamica inflazionistica dipende da squilibri tra domanda e offerta. Alla luce delle nostre previsioni di crescita, il rischio di una ripresa più persistente dell'inflazione sembra essere basso in eurozona e più elevato negli Stati Uniti.

### **Le maggiori Banche centrali reiterano politiche monetarie accomodanti. Vede il rischio di un cambio di rotta?**

Non a breve. La Fed ha fatto capire che, a differenza del passato, questa volta non agirà in modo preventivo e vorrà vedere l'inflazione sopra target per un po' di tempo prima di iniziare ad alzare i tassi. Di conseguenza, sembra molto improbabile che aumenti di

inflazione transitori come quelli descritti in precedenza possano portare a una risposta di politica monetaria, anche in presenza di crescita dell'attività economica particolarmente robusta. Inoltre, negli Stati Uniti il livello occupazionale è ancora circa 8,5 milioni sotto quello pre-pandemia e, nel perseguire il suo mandato di massima occupazione, la Fed ha recentemente annunciato di voler monitorare anche indicatori relativi a specifiche etnie, che tipicamente tendono a migliorare con ritardo rispetto al mercato del lavoro nel suo complesso. Tutti questi fattori dovrebbero spingere la Fed a mantenere una posizione attendista ancora a lungo. Riteniamo che il programma di acquisto titoli verrà gradualmente ridotto nel corso del 2022 e un primo rialzo del tasso Fed fund possa arrivare solo verso la fine del 2023. Nella zona euro, prevediamo che la Bce dovrà rimanere molto accomodante per evitare che il rialzo dei tassi a lungo negli Stati Uniti possa generare pressione rialzista sulle curve europee non giustificata dal contesto macroeconomico domestico, più debole di quello a stelle e strisce. Sarà probabilmente necessario estendere ulteriormente il piano di acquisto per l'emergenza



pandemica (PEPP) oltre Marzo 2022, e mantenere condizioni favorevoli di rifinanziamento per il settore bancario ancora a lungo. Mentre un rialzo dei tassi di politica monetaria sembra improbabile ancora per diversi anni.

**Il piano di stimoli di Biden: è un vero e proprio bazooka?**

Direi proprio di sì. Da quando Biden è stato eletto, in rapida successione, abbiamo avuto un piano da 900 mld di dollari, di cui abbiamo già visto buona parte dell'effetto sull'economia, seguito da un altro da 1,9 trn che dispiegherà il massimo del suo impatto entro la fine di quest'anno. In totale, si tratta di uno stimolo che equivale a circa il 13% del Pil, una dimensione enorme considerando che si concentra su un orizzonte temporale breve e che viene dopo la dose massiccia di allentamento fiscale attuata dall'amministrazione Trump nella prima fase della pandemia, quando l'economia e i mercati finanziari erano in caduta libera. Inoltre, questo stimolo sarà seguito da un piano pluriennale di investimento infrastrutturale da circa 2 trn di dollari – anche se questo verrà finanziato principalmente con un aumento dell'imposizione fiscale sulle imprese, e quindi l'impatto sul deficit dovrebbe essere limitato. Concentriamoci per ora sullo stimolo di breve periodo, quello che vale il 13% del Pil. È interessante notare come economisti e operatori dei mercati finanziari si stiano interrogando sul fatto che una tale dimensione possa essere considerata addirittura eccessiva e, quindi, controproducente, in quanto potrebbe portare a un surriscaldamento dell'economia e a una rapida ripresa dell'inflazione. Questi timori derivano dal fatto che lo stimolo in questione equivale a circa tre volte la dimensione stimata dell' output gap, cioè il sottoutilizzo della capacità produttiva in termini di capitale fisico e lavoro. Inoltre, a causa del lockdown, i consumatori americani hanno accumulato risparmi in eccesso che stimiamo essere circa 8% del Pil. È chiaro che se buona parte di questi risparmi si traducesse in maggiore consumo quando l'economia riapre, il rischio di inflazione diventerebbe concreto.

**Quale sarà la risposta dell'Europa? Il Recovery Plan è sufficiente per uscire dalla crisi?**

Purtroppo, la situazione pandemica è tale che al momento la risposta fiscale dei governi europei è ancora principalmente costituita da aiuti a imprese e famiglie duramente provate dalle misure restrittive. Ma, nonostante la nostra stima per l'output gap nell'area euro sia superiore a quella per gli Stati Uniti, il supporto fiscale è destinato a essere decisamente inferiore. Ciò ha implicazioni rilevanti per l'outlook di crescita, come già discusso. C'è da dire che l'Europa ha puntato molto sul Recovery Fund, Next Generation EU, che però è uno strumento che guarda più che altro al futuro, visto che gli stanziamenti cominceranno, gradualmente, solo nella seconda metà di quest'anno per poi durare fino al 2026. Si tratta di un progetto politico ambizioso e lungimirante, ma bisogna essere chiari: non è uno strumento adatto per fronteggiare gli effetti di breve termine della pandemia. A questo devono pensare i governi nazionali e ritengo che, su questo fronte, sarà necessario fare di più. Invece, le risorse del Recovery Fund dovranno essere impiegate guardando al futuro e al modello di sviluppo che l'Europa vuole adottare nei prossimi decenni. La Commissione Europea ha giustamente posto dei vincoli per l'utilizzo dei fondi e dettato le sue linee guida, che vedono gli investimenti per lo più diretti a finanziare politiche di sviluppo sostenibile e transizione digitale. Spetta poi ai singoli paesi tradurre queste indicazioni in progetti concreti che tengano conto delle specificità locali. Più che per lo stimolo fiscale in sé, il Recovery Fund è quindi importante per la visione politica che esso sottende.

**La maggior parte dei Paesi è intervenuta con misure fiscali e di sostegno all'economia durante la pandemia: pensa che a tendere ciò creerà degli squilibri?**

Nella fase attuale, la priorità per la politica fiscale – coadiuvata dalla politica monetaria – è quella di impedire che la pandemia causi una distruzione permanente di produzione, ricchezza e capitale umano. Grazie ai vaccini vediamo finalmente la luce

in fondo al tunnel ma, soprattutto in Europa continentale dove la campagna di immunizzazione stenta, è prematuro interrogarsi sui possibili squilibri legati al massiccio intervento pubblico. Ritengo sia necessario aspettare per lo meno che attività e occupazione tornino ai livelli pre-crisi prima di poter ragionare su una cessazione degli strumenti di supporto pubblico. Nel frattempo, però, man mano che la ripresa si manifesta e si consolida, i governi dovrebbero procedere a ridurre alcuni aiuti, per renderli progressivamente più mirati ai settori che sono maggiormente in difficoltà. Dopo lo shock generalizzato della prima ondata pandemica, questa crisi ha comportato un forte aumento delle disparità, tra settori economici (con manifatturiero in gran forma e servizi in sofferenza) e tra classi di reddito (i posti di lavoro persi sono principalmente quelli a basso reddito e basso grado di istruzione). Ciò richiede ora una risposta di politica fiscale più differenziata. Guardando al medio-lungo periodo, la pandemia ci lascerà in eredità una maggiore presenza dello stato nel capitale delle imprese. Si tratta di un aspetto che merita attenzione e che potrebbe avere effetti perversi se la partecipazione statale manterrà in vita aziende senza futuro e ostacolerà un'allocazione efficiente delle risorse.

**Come spiega il recupero dei prezzi delle materie prime?**

Prima di tutto, l'economia globale è in una fase di forte ripresa, guidata dalla Cina e dagli Stati Uniti. Le valutazioni delle materie prime durante la prima ondata pandemica avevano raggiunto livelli davvero depressi; ora che la domanda è ripartita, e più del previsto, spesso l'offerta non riesce ad adeguarsi in modo rapido e gli squilibri si scaricano sui prezzi. Inoltre, la ripresa economica in corso è guidata dal settore manifatturiero, sostenuto dai cambiamenti di abitudine di spesa dei consumatori in seguito alla pandemia: meno turismo e svago, più beni manifatturieri. L'attività industriale tende ad assorbire una quota importante della produzione di materie prime, contribuendo così al rialzo dei prezzi. ●



# Lo scenario valutario: dollaro sostenuto dal rialzo dei rendimenti a lungo in America

- L'allargamento dei differenziali di rendimento tra USA e resto del mondo ha portato a un rafforzamento del dollaro
- Le aspettative di mercato scontano una Fed molto più aggressiva sul rientro dell'attuale politica monetaria
- Il rialzo dei prezzi del petrolio è destinato a premiare le valute legate alle materie prime

**Roberto Mialich**  
Director, FX Strategist  
UniCredit

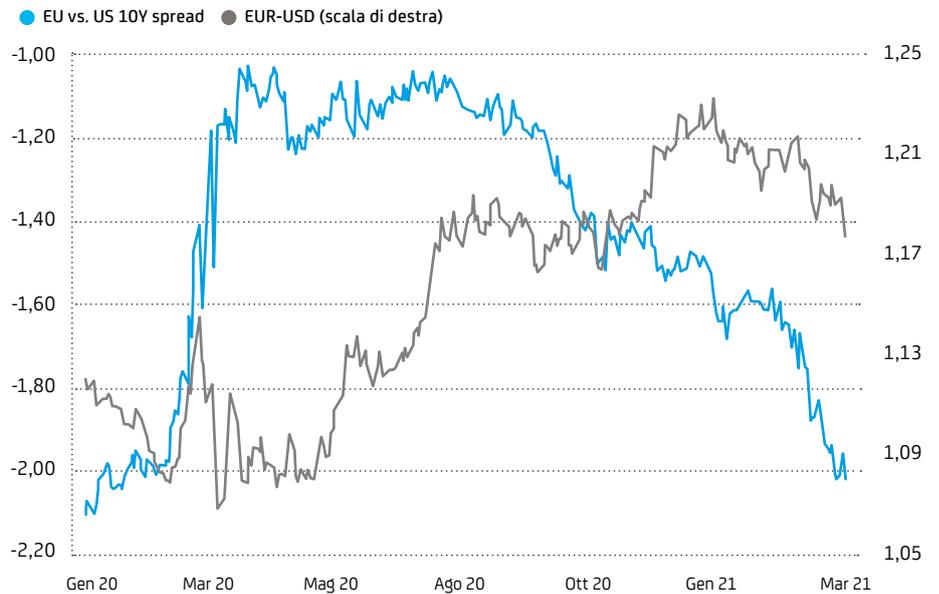
Il quadro del mercato dei cambi, nei primi tre mesi dell'anno, è stato in gran parte dominato dal brusco ed improvviso rialzo dei rendimenti a lungo negli Stati Uniti, con il tasso decennale salito fin oltre quota 1,70%. L'aumento è stato in gran parte causato dal timore che il massiccio piano di aiuti fiscali per oltre 1,9 trn di dollari - annunciato dalla nuova amministrazione Biden e successivamente approvato dal Congresso - possa alla lunga portare con sé un surriscaldamento dell'economia e una conseguente ripresa dell'inflazione. L'aumento dei rendimenti a lungo termine negli Stati Uniti ha quindi provocato un netto allargamento dei differenziali di rendimento tra Stati Uniti e resto del mondo a favore del dollaro, dopo

che i differenziali di tasso avevano perso gran parte della loro capacità di guidare il mercato dei cambi nel corso del 2020 a causa della loro ristrettezza imposta anche dalla pandemia. Quest'anno, invece, le differenze di tassi sembrano destinate a sfidare il precedente paradigma che voleva la valute muoversi in una logica di appetito/avversione al rischio e con i movimenti del dollaro dettati in modo pressoché esclusivo dal suo ruolo di moneta rifugio (e quindi penalizzato nelle fasi di rialzo del mercato azionario). Il cambio EUR-USD, dopo una partenza iniziale fino a un picco in area 1.2350, è stato costretto progressivamente a perdere terreno spingendosi fin sotto quota 1,20. Non si è comunque assistito finora ad un

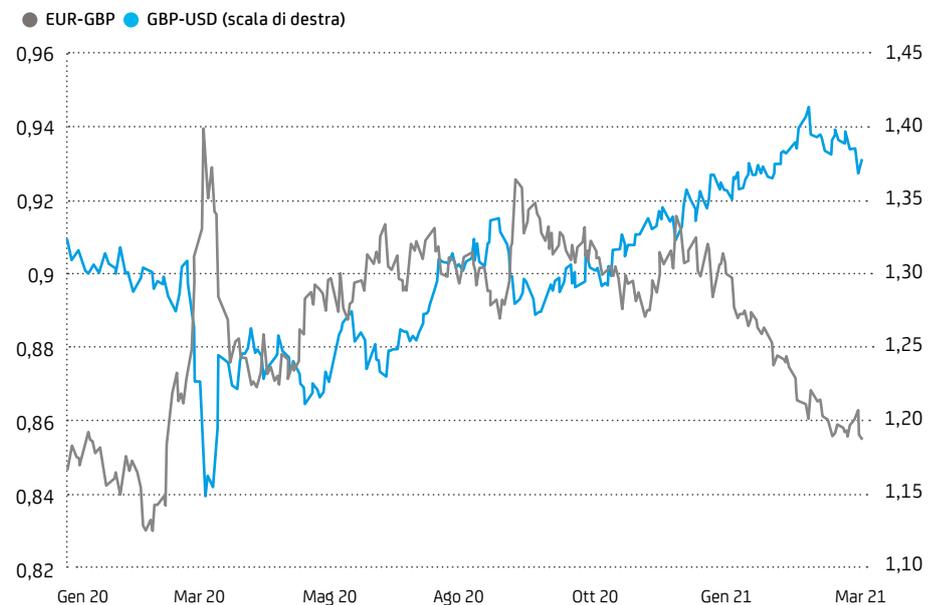
vero e proprio tracollo, che la rapida divergenza tra tassi americani e europei avrebbe lasciato supporre. Il mercato si è focalizzato sulla parte lunga delle curve di rendimento, che riflettono le aspettative d'inflazione, mentre il mercato dei cambi tende a essere più sensibile alla parte a breve, più direttamente connessa alle aspettative di politica monetaria. Quest'ultima, tuttavia, continua ad essere bloccata dalla volontà delle principali banche centrali di continuare a mantenere una politica monetaria ultra espansiva. Il punto, tuttavia, è che i tassi reali sulla parte a breve della curva dei rendimenti, in America, risultano molto più negativi di quella sulla parte a lungo, rendendo così a favore dell'euro il corrispondente differenziale tra i tassi reali sul tratto più ravvicinato della curva dei rendimenti. Questo potrebbe quindi spiegare la relativa lentezza che la moneta comune ha finora mostrato nella discesa dopo la rottura di quota 1,20. In ogni caso, è evidente come oggi le aspettative di mercato scontino una Fed molto più aggressiva sul rientro dall'attuale politica monetaria ultra accomodante di quanto finora indicato dalla stessa banca centrale americana, che ha più volte ribadito di non avere fretta in questo processo e di poter tollerare un margine di rialzo dall'inflazione prima di agire. Chi avrà più ragione tra queste due differenti visioni dello scenario prossimo venturo della politica monetaria negli Stati Uniti determinerà la traiettoria del dollaro e dell'euro nel resto dell'anno.

L'allargarsi dei differenziali di tasso tra America e resto del mondo è stato alla base della dinamica valutaria nel suo complesso registrata nel corso del primo trimestre dell'anno. JPY e CHF hanno registrato le maggiori perdite in ambito G10 riducendo oltremodo la loro attrattiva come monete rifugio a vantaggio del dollaro, mentre la sterlina è riuscita comunque a tenere abbastanza testa al rialzo della moneta americana lasciando ancora aperto il test di 1,40 e spingendo in area 0,85 il cambio contro euro.

Il rialzo del prezzo del petrolio è destinato comunque a premiare le valute legate alle materie prime (AUD, NZD, CAD, NOK e RUB). Il rialzo dei rendimenti a lunga scadenza in

**Grafico 1. L'ampliarsi del differenziale tra Eurozona e US ha pesato sul dollaro**


Fonte: Bloomberg, UniCredit Research

**Grafico 2. La sterlina tiene testa al dollaro e si apprezza anche contro la moneta comune**


Fonte: Bloomberg, UniCredit Research

USA si è riflesso anche sui mercati emergenti mettendo sotto pressione le valute e i relativi rendimenti anche a fronte dei timori di una riallocazione dei portafogli in grado di sfavorire il comparto emergente quanto a rischio-rendimento. Il BRL è stata la moneta più penalizzata, di riflesso all'evolversi della

pandemia in Brasile. La lira turca è destinata a restare volatile, specie dopo la nuova sostituzione del Governatore della banca centrale turca. Sembrano essersi attutite, infine, alcune tensioni sul USD-CNY che torna a muoversi in area 6,50.



# Pil Italiano in crescita del 3,4% nel 2021 e del 4,4% nel 2022



- Nel secondo trimestre 2021 la ripresa dovrebbe essere più graduale per poi rafforzarsi in seguito, anche grazie all'accelerazione della campagna vaccinale
- 32 miliardi di euro destinati al decreto Sostegni saranno integralmente finanziati attraverso un aumento del disavanzo di bilancio 2021
- Per il 2021 si prevede un di disavanzo pubblico del 9,7% del Pil

**Loredana Maria Federico**  
Capo Economista Italia  
UniCredit

Prevediamo che il Pil italiano aumenti del 3,4% nel 2021 e del 4,4% nel 2022. Nel 2020 l'attività economica ha perso l'8,9%, e non prevediamo che torni ai livelli pre-pandemia prima della fine del 2022.

Una tendenza incoraggiante è emersa di recente nella manifattura e nell'edilizia, supportata dall'aumento della domanda, ed è probabile che supporti una stabilizzazione dell'attività industriale nel 1° trimestre del 2021 (-0,7% su base trimestrale nel 4° trimestre 2020). A gennaio,

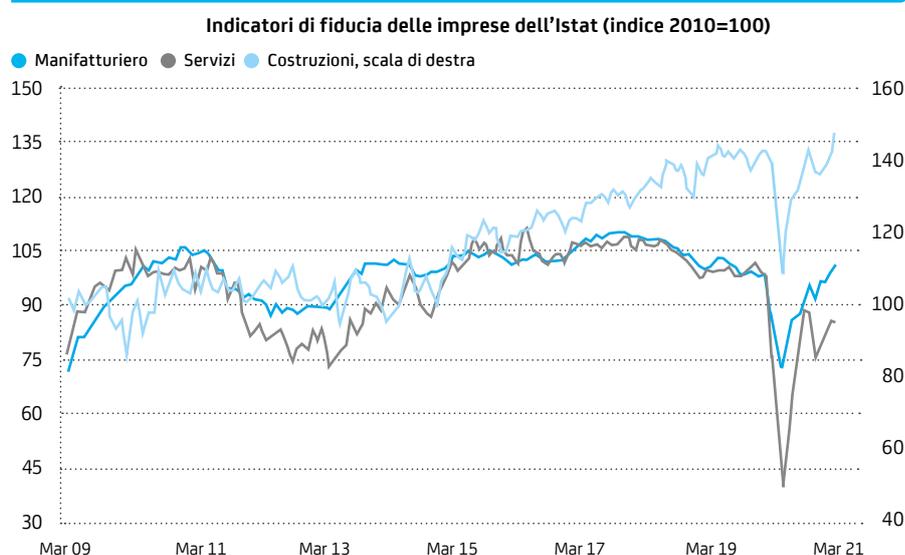
il livello di produzione per entrambi i settori era pari o superiore ai livelli di febbraio 2020, mentre gli indicatori di fiducia nazionali per marzo sono già tornati a livelli pre-pandemia. I servizi continuano ad arrancare. I settori più esposti, principalmente quello alberghiero e della ristorazione, a marzo sono stati nuovamente colpiti dall'inasprimento delle restrizioni legate al Covid-19, in seguito al loro allentamento a febbraio, nell'ottica di contrastare una terza ondata della pandemia. Ci aspettiamo

un ulteriore calo dell'attività terziaria nel primo trimestre 2021 (-2,3% su base trimestrale nel 4° trimestre 2020), che dovrebbe portare a una nuova contrazione del Pil nel primo trimestre, seppur moderata rispetto a quanto inizialmente previsto (la nostra previsione è -1,2% su base trimestrale). Poiché le misure di contenimento rimarranno probabilmente in vigore almeno per tutto aprile, la ripresa dovrebbe risultare più graduale nel secondo trimestre 2021 per poi rafforzarsi in seguito, anche grazie all'accelerazione della campagna vaccinale – il governo punta a raddoppiare le attuali 250.000 inoculazioni al giorno per arrivare a vaccinare buona parte della popolazione del paese entro la fine del terzo trimestre 2021.

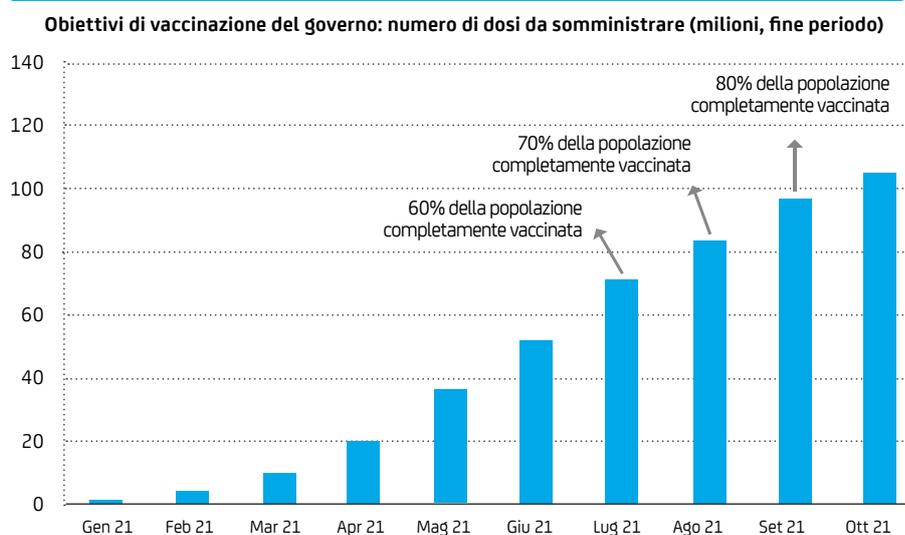
Uno dei primi interventi economici del governo di Mario Draghi è stato l'approvazione del decreto Sostegni, che prevede principalmente misure volte a sostenere imprese e famiglie colpite dalla pandemia e il settore sanitario (compresa la campagna vaccinale). Per il mercato del lavoro, in particolare, il decreto proroga l'attuale blocco dei licenziamenti fino alla fine di giugno per tutte le imprese e fino a ottobre per le imprese che non accedono alla cassa integrazione ordinaria. Al decreto Sostegni sono state destinate risorse per 32 miliardi di euro, che saranno integralmente finanziate attraverso un aumento del disavanzo di bilancio 2021.

Il governo prevede di incrementare ulteriormente il disavanzo di bilancio quando il Programma di Stabilità sarà approvato a metà aprile. La nostra previsione di disavanzo pubblico per il 2021, del 9,7% del Pil (2020: 9,5%), include già risorse aggiuntive del valore di 20 miliardi di euro (circa l'1% del Pil) che dovrebbero portare l'entità delle misure fiscali nazionali approvate durante la pandemia per quest'anno a poco più del 6% del Pil. Tale entità è in linea con quanto approvato per il 2020. Oltre a dover coordinare la risposta dell'Italia alla pandemia, ci aspettiamo che il governo presenti il Piano Nazionale per la Ripresa e la Resilienza alla Commissione Europea

entro la fine di aprile, confermando le sei missioni iniziali (digitalizzazione e innovazione, transizione economica, infrastrutture per la mobilità sostenibile, istruzione e ricerca, inclusione e coesione e sanità) e l'uso graduale dei fondi. La governance del piano sarà probabilmente delegata al ministero dell'Economia e delle Finanze.

**Grafico 1. Industria e servizi: tendenze divergenti**


Fonte: Istat, UniCredit Research

**Grafico 2. Il governo cerca di accelerare la campagna vaccinale**


Fonte: Governo Italiano, UniCredit Research



# Diffidare delle previsioni di un super-ciclo del petrolio



- La forte risalita dei prezzi petroliferi ha indotto molti analisti a parlare di un super-ciclo del petrolio, con il Brent che potenzialmente potrebbe raggiungere o addirittura superare i 100 dollari al barile
- Secondo questo scenario, la ripresa post-pandemia, politiche fiscali ultra-espansive e politiche ambientali più aggressive in tutto il mondo - che hanno la conseguenza involontaria di aumentare la domanda delle materie prime (petrolio incluso) durante la transizione verde - spingeranno i prezzi più in alto
- Ma le aspettative di un'impennata dei prezzi sembrano basate su una combinazione di eccessivo ottimismo della domanda e pessimismo dell'offerta

Edoardo Campanella  
Economista  
UniCredit

I bruschi movimenti dei prezzi petroliferi degli ultimi mesi hanno ulteriormente rafforzato le previsioni secondo cui i prezzi del petrolio saliranno alle stelle quando la pandemia si attenuerà, segnando l'inizio di un super-ciclo petrolifero, con il Brent che potenzialmente potrebbe raggiungere o addirittura superare i 100 dollari al barile - un livello non raggiunto dal 2014. A nostro avviso, queste aspettative rialziste sembrano basate su una combinazione di eccessivo ottimismo della domanda e pessimismo dell'offerta.

## Super-cicli

I super-cicli delle materie prime sono periodi estesi durante i quali i prezzi delle materie prime sono ben al di sopra o al di sotto del loro trend di lungo periodo. Di solito durano molto più a lungo dei cicli economici. Possono essere necessari un paio di decenni per completare un movimento trough-to-trough. Per quanto riguarda il petrolio, è possibile identificare cinque cicli dall'inizio del XX secolo (grafico 1). Ognuno ha le sue caratteristiche, con la lunghezza delle fasi di rialzo e di

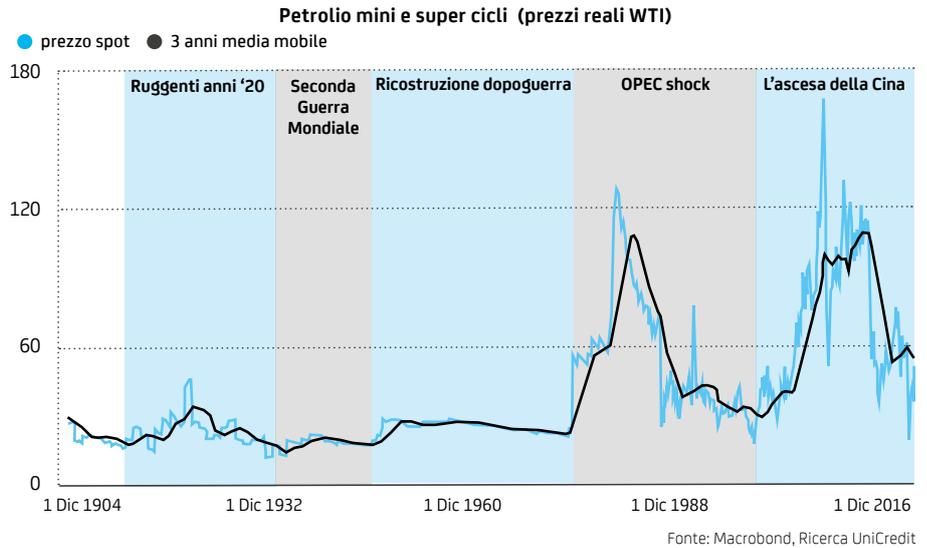
ribasso che varia considerevolmente da ciclo a ciclo. Il ciclo può impiegare da cinque a più di 15 anni per raggiungere il suo massimo e fino a 15 per raggiungere il suo minimo.

I primi tre cicli, ognuno dei quali può essere considerato una sorta di mini-ciclo, non tanto in termini di durata ma più per quanto riguarda i movimenti dei prezzi, coincidono con la corsa agli armamenti nelle due guerre mondiali e con la reindustrializzazione dell'Europa e del Giappone alla fine degli anni '50 e all'inizio degli anni '60. Il primo vero super-ciclo è iniziato negli anni Settanta, ha raggiunto il suo massimo nei primi anni Ottanta ed è terminato a metà degli anni Novanta. Gli shock dell'OPEC lo hanno innescato. Il secondo super-ciclo, al contrario, è iniziato a metà degli anni Novanta e ha preso slancio con l'ascesa fulminea della Cina. Ciò che non è chiaro al momento è se questo ciclo sia finito o meno e se i prezzi abbiano toccato il fondo. Potrebbero essere in procinto di salire presto e iniziare un nuovo ciclo. Oppure potrebbero scendere ulteriormente e raggiungere i minimi (in termini reali) del ciclo precedente.

Con l'eccezione del ciclo guidato dall'OPEC, tutti i super-cicli del passato sono stati guidati da una domanda in rapida crescita. La dinamica è semplice. I periodi di rapida industrializzazione e sviluppo economico aumentano la domanda di petrolio, spingendo i prezzi del petrolio oltre il loro equilibrio di lungo periodo, finché non viene costruita una nuova e adeguata capacità di produzione per soddisfare le maggiori esigenze del mercato. Dati gli alti costi di avviamento per i nuovi investimenti (in particolare per i produttori tradizionali), e la lunga vita del capitale fisico, le imprese reagiscono con ritardo ai cambiamenti delle condizioni di mercato. In breve, le aziende hanno bisogno di essere sicure della natura strutturale dell'aumento della domanda per essere certe della redditività delle spese di capitale aggiuntive. Questo ritardo aggrava l'aumento dei prezzi.

I sostenitori del super-ciclo petrolifero enfatizzano una serie di forze, principalmente dal lato della domanda, che pun-

**Grafico 1. Rialzi e ribassi dei prezzi**



tano a un ampliamento degli squilibri di mercato. La lista dei fattori include la ripresa post-pandemia, politiche fiscali molto accomodanti e politiche ambientali più aggressive in tutto il mondo. I piani fiscali per contenere le ricadute economiche della pandemia dovrebbero continuare a stimolare la domanda durante la ripresa nelle principali economie. In particolare, il pacchetto fiscale da 1,9 miliardi di dollari del presidente degli Stati Uniti Biden, in discussione al Congresso, si rivolge principalmente alle famiglie a medio e basso reddito che hanno una maggiore propensione al consumo, anche di materie prime – semplicemente, è più probabile che possiedano auto tradizionali piuttosto che veicoli ad alta efficienza energetica. Il piano dovrebbe aumentare la domanda di petrolio di circa 200kb/d.

Inoltre, la transizione verde sta prendendo slancio in tutto il mondo. Il Green New Deal promesso da Biden durante la campagna elettorale prevede di investire 1,7 miliardi di dollari (su una stima di 5,3 miliardi di dollari fino al 2030) in progetti volti a rendere più verde l'economia americana, mobilitando altri 3 miliardi di dollari dal settore privato. Almeno nel breve termine, la "conseguenza involontaria" della lotta contro il cambiamento climatico è quella di aumentare la domanda

delle materie prime (petrolio incluso) necessarie per costruire infrastrutture per le energie rinnovabili, batterie e veicoli elettrici. Non solo gli Stati Uniti hanno bisogno di rinnovare le loro vecchie infrastrutture, ma devono farlo in un modo che tenga conto, per esempio, di un numero sempre maggiore di veicoli elettrici. Allo stesso modo, la Next Generation EU sosterrà la domanda di combustibili fossili per la sua spinta verde. E anche la Cina si sta muovendo verso le energie rinnovabili.

La rivoluzione verde, come qualsiasi rivoluzione industriale, innescherà un ciclo di capex che alimenterà la domanda di qualsiasi materia prima. E, seguendo la logica della teoria del super-ciclo, i produttori di materie prime impiegheranno del tempo per mettersi al passo con l'aumento della domanda, spingendo i prezzi del petrolio più in alto. La maggior parte dei progetti petroliferi, compresi quelli che sfruttano fonti non convenzionali come le sabbie bituminose canadesi, impiegano dai tre ai sei anni dopo la decisione finale di investimento di un'azienda prima di essere operativi. Solo i progetti di shale oil negli Stati Uniti possono richiedere meno di un anno per sviluppare un nuovo pozzo - ma la vita di tali pozzi è piuttosto limitata (circa



12-18 mesi). E l'industria nel suo complesso ha sofferto di anni di sotto-investimenti che sono stati ulteriormente aggravati dalla Covid-19. L'anno scorso, circa il 30% dei progetti di investimento pianificati in tutto il mondo sono stati cancellati o radicalmente ridimensionati.

### Molte incognite

C'è certamente un po' di verità nello scenario del super-ciclo, in particolare quando si tratta della capacità della transizione verde di rivoluzionare le economie e di stimolare gli investimenti. Tuttavia, ci sono una serie di fattori che minano le ragioni dell'ottimismo generale della domanda, sia nel breve che nel medio termine.

In primo luogo, i sostenitori dello scenario del super-ciclo sono probabilmente troppo ottimisti riguardo alle implicazioni sulla domanda del piano fiscale di Biden, che è più un pacchetto di aiuti che un piano di stimolo. Il suo obiettivo è quello di sostenere gli standard di vita di coloro che sono stati colpiti dalle restrizioni e riempire il divario di produzione generato dalla pandemia, oltre a fornire risorse per affrontare la pandemia stessa. Dal punto di vista del petrolio, ciò significa che queste misure dovrebbero, al massimo, contribuire a riportare la domanda all'incirca ai suoi livelli pre-crisi, 20,5 mln di barili al giorno, dagli attuali 19,7 - e quindi il previsto aumento di 200kb/d dovuto al piano di Biden contribuirebbe solo parzialmente a colmare questo gap. Negli ultimi dieci anni, grazie ai continui guadagni di efficienza energetica, la domanda di petrolio degli Stati Uniti ha sempre oscillato tra i 19-20 mln di barili al giorno nonostante un Pil in crescita. Sembra poco plausibile che gli americani decidano di guidare di più solo perché hanno più soldi in tasca. Inoltre, come abbiamo discusso nel nostro Economics Flash - Le famiglie statunitensi spenderanno il loro enorme stock di risparmi in eccesso? è del tutto possibile che una parte significativa degli assegni provenienti dal governo federale non sarà spesa ma sarà risparmiata per motivi precauzionali e per mancanza di una solida domanda repressa di servizi.

In secondo luogo, l'aumento del debito pubblico dovuto alle misure fiscali anti-pandemiche potrebbe ridurre lo spazio per i governi di adottare ambiziosi progetti di investimento orientati all'economia verde. Più l'amministrazione Biden spende ora, più alti saranno i vincoli finanziari e politici a spendere per investimenti verdi in futuro. Anche in Europa, specialmente quando la politica monetaria della Bce inizierà a normalizzarsi (non presto), i governi nazionali potrebbero affrontare vincoli simili. E la stessa Next Generation EU prevede ambiziosi piani di investimenti verdi, ma distribuiti su diversi anni. Il percorso incerto della transizione verso le rinnovabili implicherebbe una domanda di petrolio più debole di quanto i tori si aspettino. In terzo luogo, l'emergere di varianti del virus e di percorsi di vaccinazione divergenti nel mondo potrebbero creare un disaccoppiamento tra le diverse regioni. In particolare, le economie emergenti assetate di petrolio sono indietro in termini di campagne di vaccinazione - non solo in termini di vaccini somministrati ma anche di dosi procurate - e questo potrebbe pesare sulla domanda in futuro se ci vorrà molto tempo per normalizzare l'attività economica e la vita sociale.

Inoltre, le previsioni del super-ciclo trascurano l'impatto strutturale della pandemia sulla domanda di petrolio. Mentre l'attività turistica probabilmente si riprenderà e tornerà ai livelli pre-crisi, forse in un paio d'anni, accordi di lavoro intelligenti potrebbero ridurre drasticamente il chilometraggio dei pendolari per milioni di lavoratori. In Europa, il pendolarismo lavorativo medio di sola andata è di 15 km, mentre negli Stati Uniti è di 18 km. Usando i coefficienti stimati dalla IEA, se il 50% di tutti i lavoratori a livello globale che possono lavorare a distanza (circa il 30% della forza lavoro) passassero al lavoro a distanza, il risparmio di domanda di petrolio ammonterebbe a circa 750 chili al barile per giorno (che è equivalente allo 0,8% della domanda totale). E Covid-19 potrebbe portare a un declino permanente e significativo dei viaggi d'affari a favore delle videoconferenze, non-

ché al reshoring di alcune attività industriali al fine di ridurre la vulnerabilità agli shock che colpiscono i partner commerciali situati altrove nel mondo. Questa è una domanda di petrolio che sarà persa in modo permanente.

Anche sul lato dell'offerta, ci sono diversi fattori che invitano alla prudenza. Al momento, le restrizioni alla produzione dell'OPEC+ hanno ridotto la produzione di petrolio di circa 8,7 mln di barili al giorno - compresi i tagli extra unilaterali dell'Arabia Saudita. Una volta che questi barili congelati torneranno sul mercato, compenseranno (in parte o del tutto) l'impatto positivo dell'aumento della domanda sui prezzi.

E ai prezzi attuali la tentazione per l'OPEC+ di accelerare il suo tapering è molto alta - data la cattiva salute delle finanze pubbliche di molti produttori tradizionali. Inoltre, oltre alle restrizioni, l'OPEC vanta circa 3,5 mln di barili al giorno di capacità inutilizzata che potrebbe essere usata per assorbire un improvviso aumento della domanda. Infine, è importante ricordare che, dal 2015, le preoccupazioni per il sotto-investimento hanno creato il timore che l'offerta non sarebbe stata in grado di tenere il passo con le dinamiche del mercato. Ma questi timori sono stati costantemente smentiti, soprattutto grazie alle nuove tecnologie che hanno permesso alle aziende di ottimizzare le prestazioni di produzione e di ridurre drasticamente i prezzi di pareggio per lo sviluppo di nuovi pozzi. Ad esempio, i costi di sviluppo equivalenti al Brent per le sabbie bituminose canadesi (uno dei greggi più costosi da estrarre al mondo) sono scesi da 83 dollari al barile nel 2014 a 51 dollari al barile nel 2020. Al momento, lo scenario del super-ciclo rappresenta uno dei molti percorsi possibili per il mercato del petrolio. Ma le sue ipotesi di fondo sembrano stacciate. Il rally del petrolio delle ultime settimane, alimentato dall'entusiasmo del mercato per i vaccini e aggravato dalla speculazione di mercato, potrebbe essere solo un'ultima fiammata del super-ciclo iniziato a metà degli anni novanta piuttosto che l'inizio di un nuovo ciclo.



# Timori di inflazione e fiducia

nella ripresa hanno pesato  
sui Treasury americani... e la correzione  
potrebbe non essere finita

Luca Cazzulani  
Co-Head of Strategy Research  
UniCredit

- La Fed ha adottato una nuova strategia sull'inflazione con valori un po' superiori al 2% per un certo periodo prima di intervenire
- Da inizio anno il rendimento del decennale è salito di 80pb: 35pb legati ad attese di inflazione e 45pb al livello del tasso reale più elevato
- Ci aspettiamo, nei prossimi trimestri, che i rendimenti nominali crescano ancora e ciò dovrebbe pesare negativamente sulla performance dei titoli a lunga scadenza



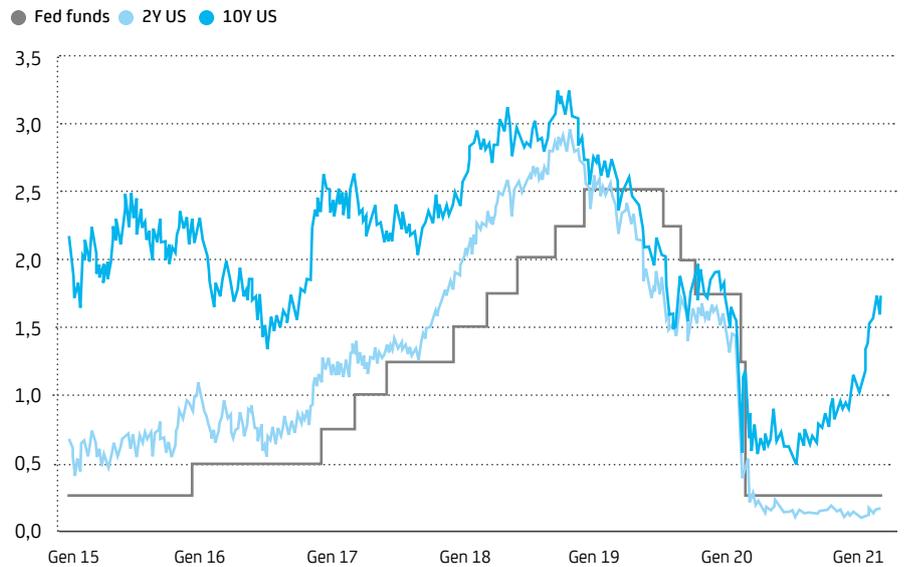
Il 2021 si è aperto all'insegna della debolezza per i titoli governativi americani. Il rendimento dei Treasury americani a 10-anni è salito di circa 80pb, raggiungendo quota 1,75%, il livello di Q4'19 prima che arrivasse la pandemia. Le ragioni? I democratici hanno conquistato più seggi del previsto al senato, ottenendo quindi un ottimo spazio di manovra per la politica economica. Il presidente Biden ha varato un piano di stimolo fiscale decisamente forte, di quasi 2,000mld di USD, destinato a dare una forte spinta all'economia americana. Sul fronte Covid-19, i contagi negli USA stanno scendendo rapidamente, la campagna vaccinale procede a buon ritmo e le prospettive di un ritorno alla normalità si sono fatte più vicine e concrete. In questo contesto non sorprende più di tanto che gli investitori abbiano preferito uscire da un investimento tipico dei periodi di incertezza.

Bisogna anche considerare che la Fed ha adottato l'estate scorsa una nuova strategia sull'inflazione, dichiarando esplicitamente che punta ad avere valori un po' superiori al 2% per un certo periodo prima di intervenire. Si tratta di un contesto nuovo con cui gli investitori devono familiarizzare ma che, comportando la possibilità di inflazione relativamente più elevata, va a detrimento dell'obbligazionario. Tanto più nel contesto attuale, dove gli investitori temono che il forte stimolo fiscale con conseguente impatto positivo sulla crescita porti ad un'accelerazione dell'inflazione in un contesto in cui la Fed non sarà così reattiva come in passato a manovrare le leve di politica monetaria.

Come mostra il grafico 1, è stata la parte a lunga della curva a soffrire, mentre il 2Y è rimasto sostanzialmente invariato, dal momento che la Fed, stando alle indicazioni attuali, manterrà il Fed funds invariato almeno fino alla fine del 2023.

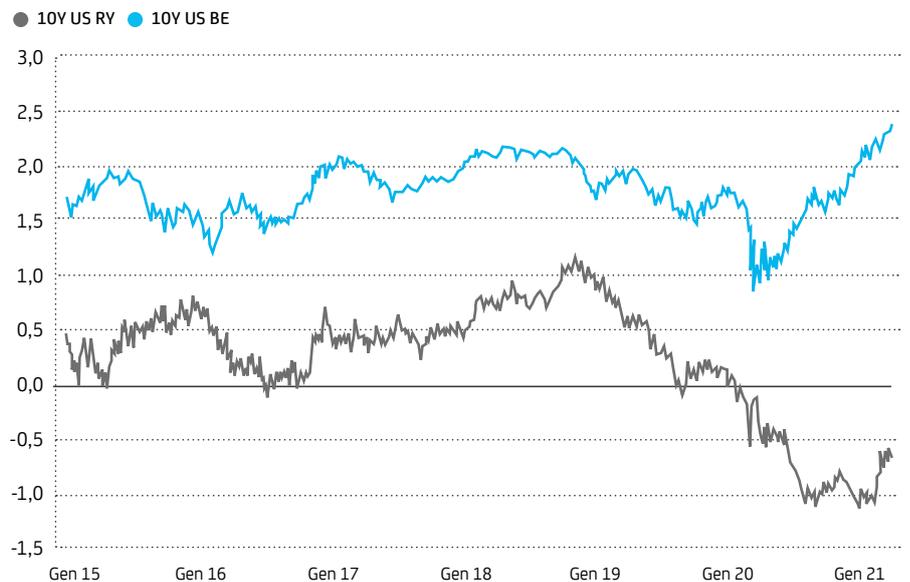
È interessante analizzare in che misura la risalita del rendimento del Treasury sia stata guidata da aspettative di inflazione e in che misura sia stata guidata da un aumento del tasso reale, maggiormente legato alla crescita. Da inizio anno, il rendimento del decennale è salito di 80pb, di cui circa 35pb legati a maggiori aspetta-

Grafico 1. I rendimenti dei Treasury a 10-anni sono tornati a livello pre-pandemia



Fonte: UniCredit Research

Grafico 2. Tassi reali ancora negativi e breakeven inflation ai massimi



Fonte: UniCredit Research

tive di inflazione e 45pb legati ad aumento del tasso reale più elevato. Come mostra il grafico 2, il livello dei rendimenti reali a 10anni è salito rispetto ai valori del 2020 ma a -0,66% rimane ampiamente negativo. Considerando le prospettive di crescita dell'economia americana, è difficile che questo possa rappresentare un livello di equilibrio, e ci aspettiamo che il livello

dei tassi reali salga progressivamente verso 0%, anche in considerazione del fatto che la Fed molto probabilmente ridurrà gli acquisti legati al Quantitative Easing, che contribuiscono a ridurre i rendimenti reali. Il grafico mostra anche che è salito molto il differenziale tra tassi nominali e tassi reali offerti dai TIPS, i titoli americani indicizzati all'inflazione (breake-

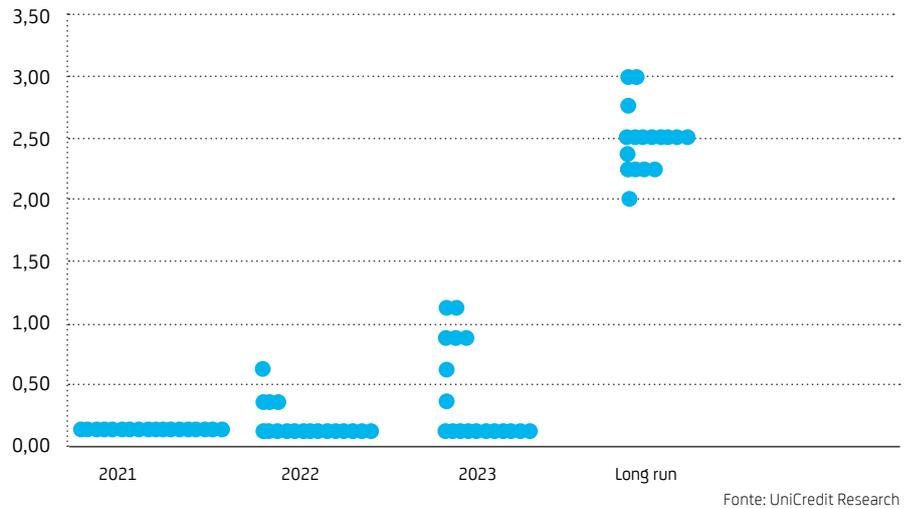
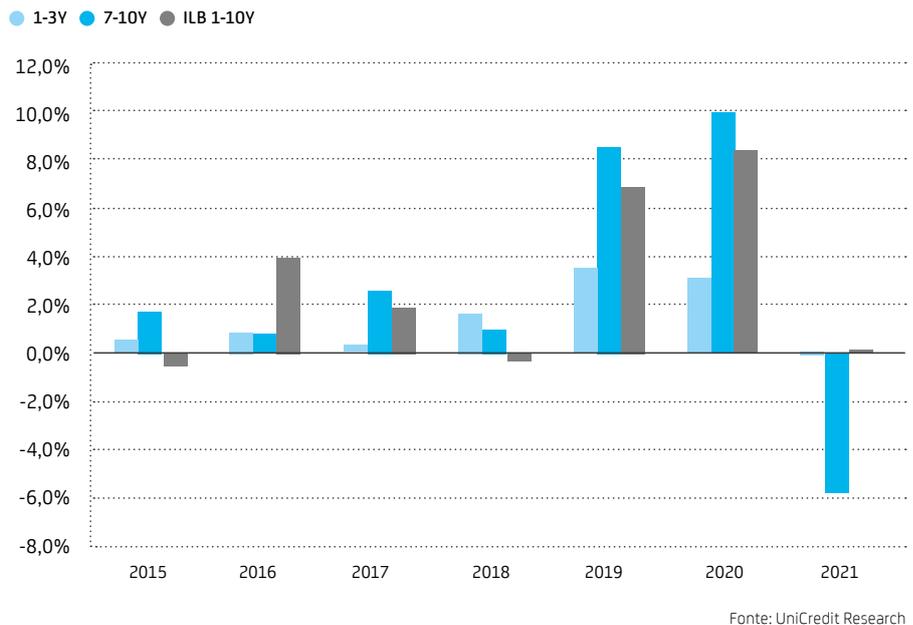
ven inflation). La breakeven inflation in US scambia vicino a 2,40%, il valore più elevato dal 2013.

Una risalita della BE è in linea con le prospettive di un buon livello di crescita che creano maggiore prospettiva di inflazione e anche con la nuova strategia sull'inflazione della Fed, che potrebbe tollerare livelli relativamente elevati di inflazione nel breve periodo. Bisogna infatti considerare che la breakeven inflation riflette sia il livello dell'inflazione attesa che un premio al rischio legato all'incertezza sull'inflazione. Il premio al rischio di inflazione non è osservabile e va stimato. Indicazioni degli economisti della Fed lo quantificano intorno ai 40/50pb. Si tratta di un livello abbastanza elevato in prospettiva storica. Da questo punto di vista, ulteriore risalita del rendimento nominale sarà legata principalmente alla componente di tasso reale.

In una prospettiva di medio termine, il rendimento del decennale americano potrebbe salire ancora. Bisogna infatti considerare che un livello di equilibrio del rendimento reale per gli stati uniti è probabilmente in un range 0-0,5% mentre le aspettative di inflazione dovrebbero essere circa 2%, in linea con il target della Fed. Considerando anche un premio al rischio si arriva ad un livello per il rendimento nominale intorno al 2,5-3%. Il decennale dovrebbe convergere verso questo livello di equilibrio in modo abbastanza graduale; saranno comunque molto importanti le indicazioni dei dati economici dei prossimi trimestri.

La parte a breve invece resterà maggiormente influenzata dalle aspettative sulla Fed, e da questo punto di vista è difficile che ci sarà un rialzo prima del 2023 visto che prima occorre procedere con il tapering del QE. Il grafico 3 mostra le intenzioni dei membri del board riguardo al livello del Fed Funds. La maggioranza si aspetta ancora tassi invariati fino al 2023.

Il grafico 4 mostra come i Treasuries abbiano dato un ottima performance nel 2020, soprattutto le scadenze a lunga dove la duration più elevata ha giocato un ruolo fondamentale. I titoli indicizzati all'inflazione hanno preformato bene nel

**Grafico 3. Il dot plot della Fed indica che un rialzo del Fed Fund è ancora lontano**

**Grafico 4. Performance dei Treasury americani**


2020, principalmente perché sono scesi molto i rendimenti reali, come discusso in precedenza. Nel 2021, la parte a lunga della curva nominale ha sofferto molto visto lo steepening della curva, l'indice 7-10Y ha registrato una perdita di quasi 6%. Nei prossimi trimestri ci aspettiamo che i rendimenti nominali crescano ancora e questo dovrebbe pesare negativamente sulla performance dei titoli a lunga scadenza. I titoli indicizzati all'inflazione hanno tenuto meglio poiché la risalita dei

rendimenti reali è stata modesta fino ad ora ma nei prossimi trimestri ci aspettiamo che anche i rendimenti reali salgano, e questo dovrebbe pesare negativamente sulla performance dei TIPS. Insomma, per il momento il quadro sembra consigliare ancora prudenza: meglio restare sulla parte a breve che offre rendimenti bassi ma con prospettive stabili, ed allungarsi solo quando il decennale raggiunge almeno quota 2%.



Articolo tratto  
da Project Syndicate

## La fragile egemonia del dollaro



Oggi, un dogma diffuso tra i decisori politici statunitensi e molti economisti sembra essere che la propensione mondiale per il debito in dollari sia praticamente inarrestabile. Ma una modernizzazione degli accordi di cambio della Cina potrebbe dare un brutto colpo allo status del dollaro.



Kenneth Rogoff

### L'autore

Kenneth Rogoff, professore di Economia e Politica Pubblica all'Università di Harvard e vincitore del Deutsche Bank Prize 2011 in Economia Finanziaria, è stato capo economista del Fondo Monetario Internazionale dal 2001 al 2003. È co-autore di "This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly" e autore di "The Curse of Cash".

CAMBRIDGE – Il potente dollaro USA mantiene la sua supremazia sui mercati globali. Ma il predominio della banconota verde potrebbe essere ben più fragile di quanto sembri, poiché i futuri cambiamenti previsti al regime di cambio della Cina potrebbero causare un significativo spostamento dell'ordine monetario internazionale.

Per diversi motivi, arriverà il momento in cui le autorità cinesi smetteranno di ancorare il renminbi a un paniere di valute, spostandosi verso una moderna strategia basata su obiettivi di inflazione che consentirebbe una più libera fluttuazione dei cambi, soprattutto nei confronti del dollaro. Quando ciò avverrà, è prevedibile che la maggior parte dell'Asia seguirà la Cina. A tempo debito il dollaro – attualmente la valuta ancora per circa due terzi del PIL mondiale – potrebbe vedere quasi dimezzato il suo peso.

Considerando quanto gli Stati Uniti facciano affidamento sullo status speciale del dollaro – o su quello che l'ex ministro delle Finanze francese Valéry Giscard d'Estaing notoriamente chiamò il "privilegio esorbitante" dell'America – per finanziarie massicce operazioni di prestito pubblico e privato, l'impatto di questo cambiamento sarebbe signifi-

ficativo. Dato che gli Stati Uniti hanno fatto un uso aggressivo del finanziamento del disavanzo per contrastare le ripercussioni economiche del Covid-19, la sostenibilità del loro debito potrebbe essere messa in dubbio. L'argomento di lunga data a favore di una valuta cinese più flessibile è che la Cina è semplicemente troppo grande per permettere alla propria economia di seguire il ritmo dettato dalla Federal Reserve, anche se i controlli patrimoniali cinesi prevedono qualche misura di isolamento. Il PIL cinese (misurato ai prezzi internazionali) ha sorpassato quello statunitense già nel 2014 e la sua crescita continua ad essere più veloce di quella degli Stati Uniti e dell'Europa, il che rende la possibilità di una maggiore flessibilità di cambio sempre più interessante.

Un argomento più recente è che la centralità del dollaro lascerebbe al governo statunitense un eccessivo accesso alle informazioni sulle operazioni globali. Questo è un timore rilevante anche in Europa. In linea di principio, le operazioni in dollari potrebbero essere compensate ovunque nel mondo, ma le banche e le stanze di compensazione statunitensi hanno un significativo vantaggio naturale, perché possono essere implicita-



mente (o esplicitamente) sostenute dalla Fed, che gode di una capacità illimitata di emettere moneta in caso di crisi. Per contro, qualsiasi stanza di compensazione del dollaro al di fuori degli Stati Uniti sarà sempre maggiormente soggetta a crisi di fiducia – un problema che ha attanagliato anche l'Eurozona.

Inoltre, le politiche dell'ex presidente USA Donald Trump volte a controllare il dominio commerciale della Cina non saranno superate a breve. Questa è una delle poche questioni che vedono Democratici e Repubblicani ampiamente concordi, e non vi è dubbio che la deglobalizzazione commerciale metta a rischio il dollaro.

I decisori politici cinesi si trovano davanti molti ostacoli nel tentativo di staccarsi dall'attuale ancoraggio del renminbi. Ma, nel loro tipico stile, hanno lentamente gettato le fondamenta su molti fronti: la Cina ha gradualmente consentito agli investitori istituzionali esteri di acquistare obbligazioni in renminbi, e nel 2016 il Fondo monetario internazionale ha aggiunto il renminbi al paniere di valute principali che determina il valore dei Diritti speciali di prelievo (l'attività di riserva globale del FMI).

Inoltre, la Banca Popolare della Cina è molto più avanti di altre banche centrali principali nello sviluppo di una valuta digitale centrale. Sebbene al momento sia puramente destinata all'uso domestico, alla fine la valuta

digitale della banca centrale cinese faciliterà l'uso internazionale del renminbi, soprattutto nei paesi che gravitano verso il futuro blocco valutario cinese. Questo garantirà al governo cinese una finestra sulle operazioni degli utenti in renminbi digitali, proprio come l'attuale sistema offre agli Stati Uniti molte informazioni di questo tipo.

Gli altri paesi asiatici seguiranno davvero la Cina? Gli Stati Uniti spingeranno certamente con forza per tenere il maggior numero possibile di economie orbitanti intorno al dollaro, ma sarà una dura battaglia. Proprio come alla fine del XIX secolo gli Stati Uniti eclissarono la Gran Bretagna come principale potenza commerciale del mondo, già da tempo la Cina ha sorpassato l'America nella stessa misura.

Certo, il Giappone e l'India potrebbero andare per conto proprio. Ma se la Cina rendesse più flessibile il renminbi, è probabile che come minimo attribuirebbero alla valuta un peso comparabile a quello del dollaro nelle proprie riserve valutarie.

È sorprendente la somiglianza tra l'attuale stretto allineamento dell'Asia con il dollaro e la situazione in Europa a cavallo tra gli anni Sessanta e Settanta. Ma quell'epoca terminò con l'elevata inflazione e il crollo del sistema post-bellico di tassi di cambio fissi di Bretton Woods. A quel punto buona parte dell'Europa si rese conto che il commercio intra-europeo era più importante di quello con gli

Stati Uniti. Questo portò alla ribalta un blocco del marco tedesco che decenni più tardi si trasformò nella valuta unica, l'euro. Ciò non significa che il renminbi cinese diventerà la valuta globale da un giorno all'altro. Le transizioni da una valuta dominante all'altra possono richiedere molto tempo. Durante i due decenni tra la prima e la seconda guerra mondiale, per esempio, il nuovo arrivato, il dollaro, aveva quasi lo stesso peso nelle riserve delle banche centrali della sterlina britannica, che era stata la valuta globale dominante per più di un secolo successivamente alle guerre napoleoniche di inizio Ottocento.

Quindi, cosa c'è di male se tre valute mondiali – l'euro, il renminbi e il dollaro – condividono i riflettori? Niente, a parte il fatto che sia i mercati sia i decisori politici non sembrano lontanamente preparati per tale transizione. I tassi passivi del governo statunitense ne risulterebbero quasi sicuramente colpiti, anche se l'impatto più considerevole ricadrebbe sui debitori corporate, soprattutto le piccole e medie imprese.

Oggi, un dogma diffuso tra i decisori politici statunitensi e molti economisti sembra essere che la propensione mondiale per il debito in dollari sia praticamente inarrestabile. Ma una modernizzazione degli accordi di cambio della Cina potrebbe dare un brutto colpo allo status del dollaro. ●



# Diversificazione e cedole per cavalcare i mercati con fascino

- I Certificate di Investimento rappresentano un eccellente compromesso nell'attuale contesto di incertezza
- La vasta gamma dei sottostanti presenti sul mercato offre la possibilità di costruire un portafoglio diversificato
- Esempio di tre soluzioni con sottostanti Moderna, Plug Power e Nel



**Roberto Maggi**  
Private Investor Products Italy Internal Network  
UniCredit

Nell'attuale contesto di mercato, caratterizzato dal continuo aggiornamento da parte dei listini azionari di massimi assoluti o relativi, risulta sempre più difficile riuscire a potervi entrare con fiducia senza temere un possibile storno dei corsi.

Attendere quindi un eventuale ribasso? E se poi proseguisse il trend rialzista intrapreso ormai da oltre un anno?

In seconda battuta: meglio orientarsi sui titoli tecnologici che hanno trainato la recente salita dei mercati oppure dare fiducia ai titoli ciclici che sono stati premiati di recente?

E infine: quanto spazio di crescita offre ancora il mercato azionario, e soprattutto

a questi livelli i possibili benefici sono maggiori rispetto ai rischi?

Di fronte a tale situazione di incertezza, l'utilizzo dei Certificate di Investimento può rappresentare un eccellente compromesso in quanto consente all'investitore di stabilire a priori il rapporto rischio/rendimento desiderato.

La vasta gamma dei sottostanti presenti sul mercato offre inoltre, per chi lo desiderasse, la possibilità di costruire un portafoglio diversificato, consentendo di poter accedere anche a titoli normalmente volatili come quelli tecnologici americani, ma con il "paracadute" della Barriera, quindi una sorta di copertura anche in caso di ribasso dei



titoli sottostanti ma nei limiti della Barriera.

Facciamo ora un esempio pratico puramente indicativo, utilizzando dei Certificate di tipo Fixed Cash Collect, che offrono la possibilità di percepire delle cedole periodiche, particolarmente apprezzate soprattutto in un mondo come quello attuale, caratterizzato da rendimenti in continua discesa.

#### Fixed Cash Collect su azioni

I Fixed Cash Collect dell'esempio di questo articolo consentono di ottenere cedole mensili fisse, pagate qualunque sia l'andamento dell'azione sottostante. A scadenza, il capitale è protetto nel caso in cui l'azione sottostante risulti pari o superiore alla Barriera.

Infatti, il Certificate rimborsa un importo pari a 100 EUR maggiorato dell'ultima cedola se l'azione sottostante è pari o superiore alla Barriera.

Diversamente, se a scadenza l'azione sottostante è inferiore alla Barriera, il Certificate replica linearmente l'andamento negativo dell'azione sottostante, senza garantire il capitale investito.

Pertanto l'investitore è esposto al rischio di perdita anche totale del capitale investito. Nella tabella seguente vengono evidenziate alcune soluzioni presenti attualmente sul mercato, e siamo andati a selezionare 3 sottostanti legati a comparti attuali come quello vaccinale e dell'idrogeno.

I sottostanti sono **Moderna, Plug Power e Nel**.

I 3 strumenti offrono delle cedole mensili fisse, il cui ammontare varia in base ad alcuni fattori come la volatilità del sottostante e il livello della Barriera di protezione a scadenza.

La durata dei Certificate è di 3 anni e l'ammontare delle cedole corrisposte in modo certo su base annuale varia dal 6,60% di Nel al 14,40% di Plug Power.

Volendo costruire un portafoglio con questi 3 Certificate, l'investitore si assicurerebbe un rendimento periodico prefissato e la protezione totale del capitale nel caso in cui il titolo a scadenza sia pari o sopra la Barriera.

In caso contrario, la perdita subita sarebbe ampiamente compensata dal monte cedole certo percepito.

Ricordiamo che i Certificate possono

Tabella 1

ISIN	Sottostante	Scadenza	Strike	Barriera Europea (%)	Barriera Europea	Denaro	Lettera	Quotazione sottostante	Distanza Barriera	Cedola MENSILE certa (%)	Cedola annualizzata (%)
DE000HV4K5B6	MODERNA	18/01/2024	173,13	60	103.986	97,65	97,9	133,53	22,13%	0,85	10,20
DE000HV4KYX8	NEL	15/02/2024	26,47	65	17.206	100,37	101,43	25,18	31,67%	0,55	6,60
DE000HV4KYW0	PLUG POWER	15/02/2024	48,78	60	292.680	98,92	99,62	34,67	15,58%	1,20	14,40

Tabella: fonte elaborazioni UniCredit su dati Reuters



essere rivenduti in ogni momento prima della scadenza al prezzo denaro.

Sul sito dell'emittente [www.investimenti.unicredit.it](http://www.investimenti.unicredit.it), inserendo il codice ISIN è possibile seguire l'evoluzione degli strumenti in tempo reale.

## Moderna

Moderna è un'azienda statunitense che opera nel campo delle biotecnologie, particolarmente attiva nell'ambito della ricerca e lo sviluppo di farmaci basati sull'RNA messaggero.

Fondata nel 2010, ha sede a Cambridge (Massachusetts), è quotata al Nasdaq ed è inserita nell'Indice Russell 1000.

Il 16 novembre 2020 l'azienda ha annunciato la messa a punto di mRNA-1273, un vaccino a RNA per far fronte alla pandemia di Covid-19 del 2019-2021, per il quale ha dichiarato un'efficacia del 94,5%, lo 0,5% in meno rispetto al vaccino Tozinameran di BioNTech e Pfizer, rispetto al quale, però, è di più facile conservabilità.

## Plug Power

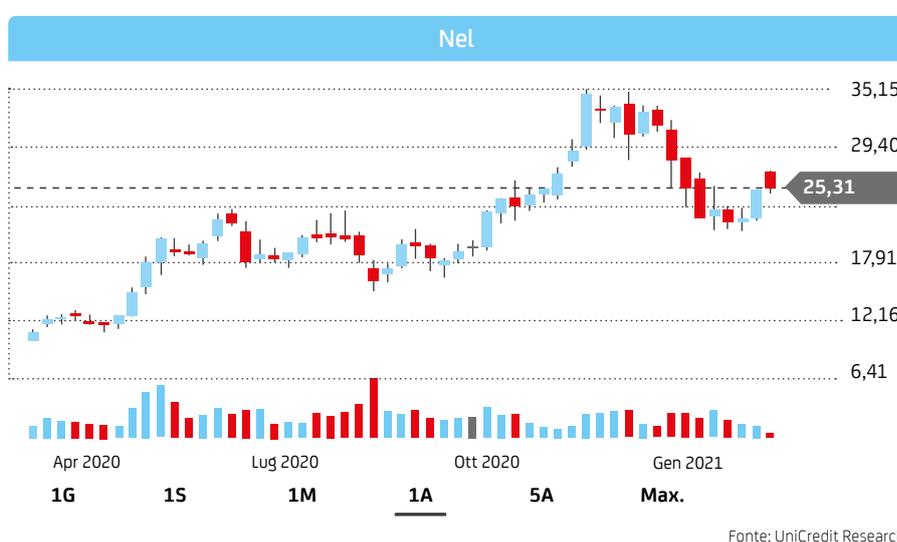
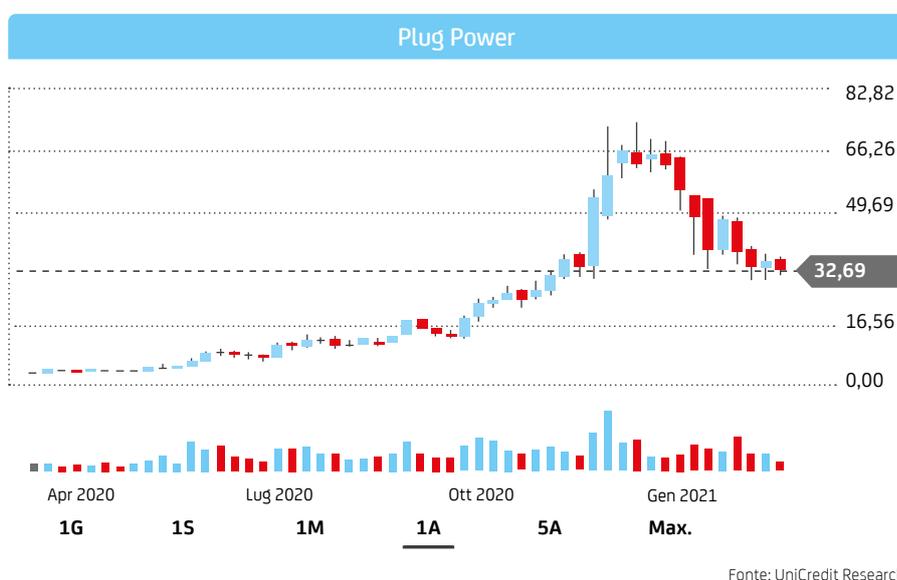
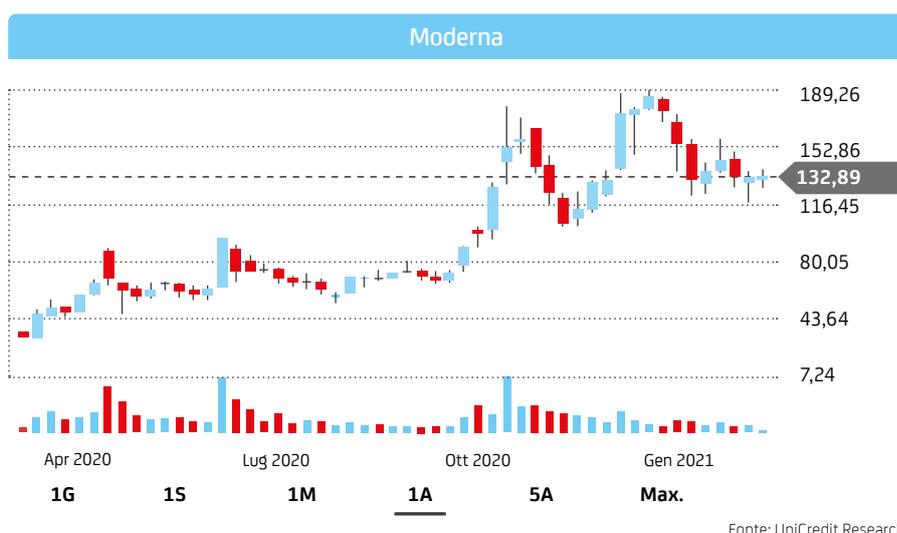
Plug Power è il titolo di maggior peso all'interno del maggiore ETF mondiale sulle energie pulite (l'iShares Global Clean Energy ETF).

Plug Power è un'azienda americana fornitrice leader di motori a idrogeno e soluzioni di alimentazione per la mobilità elettrica.

## Nel

Nel è un'azienda globale dedicata all'idrogeno, che fornisce soluzioni ottimali per produrre, immagazzinare e distribuire idrogeno da energia rinnovabile.

Fornisce industrie, società energetiche e del gas con la principale tecnologia dell'idrogeno. Le sue radici risalgono al 1927. Oggi, le soluzioni per l'idrogeno coprono l'intera catena del valore, dalle tecnologie di produzione dell'idrogeno alle stazioni di rifornimento di idrogeno, consentendo alle industrie di passare all'idrogeno verde e fornendo a tutti i veicoli elettrici a celle a combustibile lo stesso rifornimento rapido e lungo raggio dei veicoli a combustibili fossili, senza emissioni.





# Come sfruttare la volatilità dei listini azionari tramite lo strumento del Bonus Cap Certificate



- Il Bonus Cap è un Certificate che permette di “monetizzare” un decremento della volatilità
- È uno strumento che riflette aspettative di mercato moderatamente rialzista o laterale e diventa interessante a seguito di discese di mercato e di picchi di volatilità



**Marco Medici**  
Private Investor Products Italy Public Distribution  
UniCredit

Poco più di un anno fa, a seguito del propagarsi della pandemia in Italia, i mercati hanno cominciato a perdere terreno, fino ad arrivare a delle discese che mai si erano viste nelle ultime decadi. Il 12 marzo 2020 infatti l'indice FTSE MIB chiudeva con una variazione negativa di quasi il 17%, la peggiore della sua storia. Nei mesi successivi, anche grazie alle notizie positive legate alla ricerca dei vaccini i principali indici mondiali hanno ripreso forza e si sono riportati a livelli pre-crisi, andando addirittura a toccare nuovi massimi, come nel caso del Nasdaq e dello S&P 500. Una variabile che però permane è il livello di volatilità, che dopo il picco toccato a Marzo 2020 non è mai tornata ai livelli precedenti, testimoniando come gli operatori del mercato non

si siano tranquillizzati nonostante la ripresa dei listini.

Uno strumento finanziario tornato in auge nell'ultimo periodo è il Bonus Cap, il Certificate che permette di “monetizzare” un decremento della volatilità. Un prodotto di tipo Bonus Cap permette infatti all'investitore di ricevere l'importo di rimborso massimo pari al Bonus a scadenza, se durante tutta la vita del prodotto, il sottostante non tocchi mai il livello di Barriera, posta tra il 50% e l'80% del valore iniziale. Sono strumenti che riflettono aspettative di mercato moderatamente rialzista o laterale, in altre parole, quando non si prevede che il sottostante possa crescere oltre il Cap o violare la Barriera al ribasso. I Certificate Bonus Cap consentono di ottenere un premio a sca-



denza sia in caso di moderato rialzo, laterale o moderato ribasso dell'attività sottostante nei limiti della Barriera. In linea generale, nel corso della vita del prodotto, supponendo una distanza dal livello di Barriera come all'emissione, i Certificate Bonus Cap si apprezzano in seguito a incrementi nelle quotazioni del sottostante, decremento della volatilità (minori oscillazioni del sottostante corrispondono ad una minore probabilità che la Barriera venga infranta) ed al passaggio del tempo (man mano che ci si avvicina a scadenza, restano meno giornate di trattazione in cui possa verificarsi l'evento Barriera). In caso di evento Barriera, l'importo di rimborso a scadenza sarà interamente legato all'andamento del sottostante rispetto al valore iniziale, nei limiti dell'importo di rimborso massimo pari al Cap.

Per quanto ovvio, nella scelta di un Certificate Bonus Cap sono da escludere gli strumenti dove si sia già verificato l'evento Barriera. Sul sito [investimenti.unicredit.it](http://investimenti.unicredit.it), sia nel filtro prodotti che nella pagina di dettaglio di ciascuno strumento, è disponibile tale informazione.

Inoltre, i valori da considerare nella scelta di un Bonus Cap sono quindi: il livello di Barriera, che non deve essere mai violato

durante la vita del Certificate, il livello del Bonus, che è l'ammontare che viene liquidato in caso di scenario positivo, la durata, più è lunga la vita del prodotto più è alto il rischio che la Barriera possa venire violata, ed il sottostante. L'ultimo fattore da tenere in considerazione nella scelta di un Bonus Cap è il sottostante: più il titolo sottostante è volatile, infatti, più è alta la possibilità che durante la vita del prodotto il livello Barriera possa essere toccato. La volatilità è quindi direttamente collegata con il rendimento ed il rischio del Bonus Cap: per questo motivo sono prodotti che diventano interessanti a seguito di discese di mercato (che permettono di avere un valore iniziale basso) e di picchi di volatilità (che permette di avere un rendimento potenziale più elevato), con aspettative rialziste e di minore volatilità.

Prendiamo ad esempio un prodotto recentemente emesso scritto sull'indice italiano FTSE MIB, il DE000HV4LEB4: paga un Bonus pari a 106,5 EUR se l'indice FTSE MIB non toccherà mai il livello di 18.149,565 punti, pari al 75% del valore iniziale. La scadenza è posta a poco più di un anno (giugno 2022), per un rendimento totale di oltre il 6% ed annualizzato intorno al 5%. Alle quotazioni di questo momento (inizio aprile 2021) la

Barriera dista oltre il 25%. Questo prodotto è quindi indicato a chi non crede che il FTSE MIB possa perdere il 25% nei prossimi quattordici mesi, e punti quindi ad un Bonus del 6,5% sul prezzo di emissione.

La tipologia di prodotti Bonus Cap ha scambiato sul mercato italiano oltre 50 milioni di euro nel primo trimestre del 2021, supportata da livelli di volatilità ancora elevati e dalla ricerca di rendimento con un livello di protezione. I Bonus permettono infatti di ottenere un rendimento anche in caso di andamento negativo del sottostante (fino al livello Barriera). Sul mercato italiano UniCredit è da sempre leader sul segmento dei Bonus, con una quota di mercato che supera stabilmente il 60% secondo le statistiche di Borsa Italiana ed un'ampia offerta di Certificate, costantemente rinnovata con valori in linea con le quotazioni correnti.

I Certificate Bonus Cap sono negoziabili rispettivamente sul SeDeX ed EuroTLX e sono facilmente liquidabili grazie alla presenza di UniCredit Bank AG in qualità di liquidity provider.

Scopri la gamma completa di Certificate Bonus sui principali listini azionari e azioni italiane ed internazionali sul sito [investimenti.unicredit.it](http://investimenti.unicredit.it).

#### Principali caratteristiche dell'ultima emissione di Bonus Cap Certificate su indici in negoziazione dal 23 marzo su EuroTLX

ISIN	Sottostante	Bonus e Cap	Valore Iniziale (Strike)	Barriera	Cap	Scadenza
DE000HV4LEA6	DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE INDEX	105,5 EUR	32627,97 Punti	26102,376 Punti (80%)	34422,50835 Punti	16/06/2022
DE000HV4LED0	EURO STOXX 50® (PRICE INDEX EUR)	107,5 EUR	3837,02 Punti	3069,616 Punti (80%)	4124,7965 Punti	16/06/2022
DE000HV4LEC2	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE INDEX EUR)	107 EUR	1836,43 Punti	1377,3225 Punti (75%)	1964,9801 Punti	16/06/2022
DE000HV4LEB4	FTSE MIB	106,5 EUR	24199,42 Punti	18149,565 Punti (75%)	25772,3823 Punti	16/06/2022



# Mercato Primario e Bonus Certificate: cosa cambia rispetto al secondario e perché rimangono una proposizione di valore

- Investire in Bonus Certificate consente di continuare a cogliere le opportunità che l'azionario sta dando in termini di rendimenti, aggiungendo una vera e propria strategia di copertura all'interno del proprio portafoglio
- I Top Bonus Certificate sono prodotti particolarmente adatti a questa fase di mercato in cui i corsi sono saliti, ma hanno un potenziale ulteriore di crescita in un contesto di ritorno della volatilità



**Deborah Dall'Armi**  
Private Investor Products Italy Internal Network  
UniCredit

Nei precedenti articoli di questo numero della nostra rivista Onemarkets abbiamo approfondito il funzionamento dei Certificate Bonus Cap, il loro comportamento sul mercato secondario, dove un investitore può in autonomia scegliere e investire sul Certificate che preferisce.

Qui di seguito analizzeremo, invece, come e perché il Bonus Certificate costituisce una proposta interessante anche su iniziativa banca in ottica di consulenza sul mercato primario.

Innanzitutto diamo una breve overview del

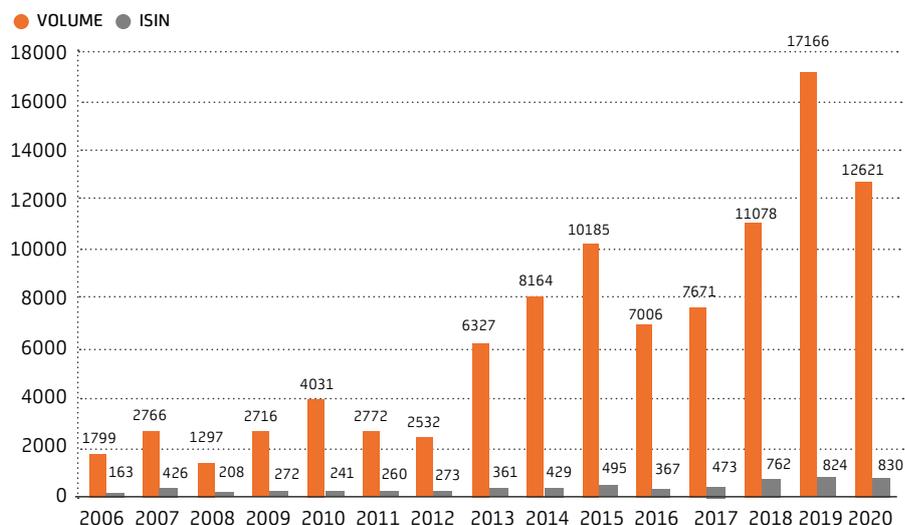
mercato primario dei Certificate e di quali sono i principali trend in corso.

Dopo i volumi record registrati nel 2019, il 2020 è stato un anno di consolidamento per il mercato primario dei Certificate che ha dimostrato resilienza in termini di volumi e numero di emissioni rispetto al periodo di pandemia dove i mercati sono stati caratterizzati da importati storni e alte volatilità.

I dati pubblicati nel report ACEPI mostrano infatti volumi per 12,62 miliardi di euro, secondi solo a quelli del 2019, e ben 830 emissioni, il maggior numero di sempre.



Nel 2020, gli investitori hanno privilegiato la protezione del capitale per il maggiore rischio percepito sui mercati; il 2021 si prospetta invece un anno di ritorno ai Certificate condizionatamente protetti anche come conseguenza del fatto che le curve di tasso ancora negative ed i credit spread contenuti impattano negativamente sulla costruzione di prodotti protetti. Tra questa categoria di Certificate, i Bonus possono costituire un'interessante opportunità. Vediamo quali sono le principali ragioni. In particolare i mercati azionari si sono ripresi dai tuffi negativi della prima fase di Covid-19 con l'America che ha raggiunto i massimi e l'Europa e l'Italia in un trend di crescita continuativa. Investire in Bonus Certificate consente quindi di continuare a cogliere le opportunità che l'azionario sta dando in termini di rendimenti ma aggiungendo una vera e propria strategia di copertura all'interno del proprio portafoglio. Se oggi andassi a sostituire l'azione in portafoglio prendendo profitto sul titolo con un Certificate Top Bonus sulla medesima, ad esempio STMicroelectronics N.V., posso continuare a beneficiare della crescita dei mercati, del titolo sottostante con in più la protezione del capitale anche in ottica di portafoglio. Infatti, attraverso un Bonus Certificate, continuo a guadagnare dalla salita del titolo fino ad un massimo che è rappresentato dal Bonus, ma guadagno anche in caso di storno del titolo entro la Barriera; essa costituisce una vera e propria protezione del capitale per cui, anche in caso di storno, si continua ad avere profitto e proteggere il capitale. I Top Bonus Certificate, perciò, risultano prodotti particolarmente adatti a questa fase di mercato in cui i corsi sono saliti, ma hanno un potenziale ulteriore di crescita in un contesto di ritorno della volatilità. La Barriera per i Top Bonus, inoltre, a differenza dei Certificate Bonus Cap trattati nei precedenti articoli, è di tipo europeo, rilevata cioè solo a scadenza, per cui non importa cosa fa il titolo durante la vita del prodotto ai fini della protezione del capitale, l'importante è che questo si trovi al di sopra di tale soglia a scadenza. Le Barriere europee consentono così di gestire le volatilità dei mercati e rendono più conservativo il prodotto stesso rafforzando il meccanismo di protezione del capitale. Inoltre, tanto

**Grafico 1. Volumi collocati (MLN EUR) e ISIN 2006-2020**


Fonte Dati: Acepi – Associazione Italiana Certificate e prodotti d'Investimento

più è profonda la Barriera (vi sono prodotti con Barriere fino al 50%), tanto più si è protetti dalle discese dei mercati.

Un'altra caratteristica peculiare dei Bonus Certificate è che hanno durate piuttosto contenute: sono prodotti con orizzonti temporali di breve medio periodo (1, 1,5 anni) consentendo così di ridurre la durata complessiva del portafoglio, cogliere le opportunità del mercato azionario in crescita e non ingessare il portafoglio senza ovviamente dimenticare l'aspetto fiscale dei Certificate che, generando redditi diversi (aliquota fiscale 26%), permettono di compensare le minusvalenze precedentemente accantonate a livello di portafoglio.

Una delle ultime varianti, che come UniCredit abbiamo introdotto in collocamento, è il Double Bonus. Questi Certificate fanno parte della categoria dei Bonus con la differenza che hanno due Barriere anziché una soltanto: una più alta e una più bassa. Se il sottostante non scende al di sotto della Barriera più alta il rendimento restituito dall'investimento è più elevato, se scende sotto la prima barriera ma resta sopra la barriera più bassa si continua a guadagnare seppur in maniera più contenuta. Questa variante di prodotto permette al Certificate di adeguarsi anche a mercati laterali/ribassisti senza perdere di vista l'obiettivo di redditività dell'investitore e di protezione del capitale.



# Accompagnare il cliente verso una corretta pianificazione finanziaria



**Renato Miraglia**  
Head of Private Banking Sales & Advisory  
UniCredit

**Nel 2020 in Italia si è registrato un forte aumento della propensione al risparmio. Lo scorso anno tra febbraio e novembre il totale delle disponibilità liquide depositate presso gli istituti di credito è aumentato di EUR 151,7 mld, raggiungendo un totale di EUR 1.714,9 mld. Come legge questa tendenza?**

Il nostro è un Paese dove la propensione al risparmio è sempre stata caratterizzata da valori importanti. La pandemia in quest'ultimo anno ha ridotto i consumi generando un significativo aumento del tasso di risparmio delle famiglie italiane in misura quasi doppia rispetto ai valori del 2019, in linea con le principali economie dell'area Euro. Anche il tasso di risparmio delle famiglie americane ha raggiunto il livello record del 25% del reddito e quello delle famiglie cinesi è cresciuto nel 2020 arrivando al 37%.

L'aumento dei consumi darà così un contributo molto importante al rilancio dell'economia, soprattutto a partire dalla fine del secondo trimestre di quest'anno. Per gli Stati Uniti, l'inizio dell'estate, con l'accelerata del piano vaccinale, dovrebbe rappresentare il punto di svolta e un progressivo ritorno alla "quasi normalità".

L'emergenza sanitaria ha fatto tornare d'attualità il risparmio precauzionale, l'incertezza ha fatto sì che nei tre mesi peggiori per il coronavirus (febbraio, marzo e aprile 2020) i depositi bancari siano cresciuti nel complesso di 54 miliardi di euro.

Il ruolo delle Banche e in particolare dei consulenti finanziari è quello di accompagnare il Cliente verso una corretta pianificazione finanziaria, per non lasciare inutilizzata una risorsa come la liquidità. Se i tassi sono tenuti bassi in



Europa dalla BCE è proprio per stimolare un utilizzo della liquidità sui conti correnti a favore di forme di investimento di lungo periodo, siano esse finanziarie o nell'economia reale: perché avere delle risorse finanziarie è certo un privilegio ma anche sempre più una responsabilità.

Proprio nei mesi scorsi abbiamo lanciato un nuovo servizio, la **Carta d'Identità del Patrimonio Familiare**, con l'obiettivo di far evolvere il modello di Consulenza nell'ambito degli Investimenti: il Cliente viene preso in considerazione a partire dalle sue aspettative e desideri di vita e viene fatta una valutazione d'insieme del suo patrimonio complessivo finanziario, immobiliare, previdenziale e aziendale. In base ai risultati di questa analisi preliminare vengono definite le strategie di investimento più coerenti con le varie esigenze, sia di lungo periodo sia legate a specifiche contingenze personali e familiari con l'obiettivo di riequilibrare eventuali "gap" nei driver risultanti dall'assessment.

**Si attende un cambiamento significativo nell'allocazione dei risparmi? Quali sono le proposte di investimento che UniCredit offre per indirizzare l'elevato livello di liquidità sui conti correnti verso il mondo degli investimenti?**

Continuiamo a essere positivi sui mercati azionari perché riteniamo che possano offrire più valore e continueranno a essere sostenuti dalle politiche monetarie e fiscali. In particolare, siamo costruttivi sul mercato azionario europeo che dovrebbe essere favorito dalla presenza di un maggior numero di titoli ciclici e, soprattutto, dal settore bancario (che potrà beneficiare dell'irripidimento della curva dei rendimenti e delle operazioni di consolidamento attese nel settore finanziario europeo nel corso dei prossimi anni), e dove è possibile sfruttare le opportunità di una ripresa ciclica legata al recovery plan e alla necessità di ripensare i processi della economia con una digitalizzazione strutturale.

Gli altri mercati di grande interesse sono quelli asiatici, con particolare attenzione alla Cina, vista la gestione della pandemia che ha permesso una più rapida ripresa della economia.

Invece, per quanto riguarda i mercati obbligazionari, riteniamo che nei prossimi mesi potranno essere caratterizzati da una certa volatilità.

Nella nostra visione di portafoglio, i Certificate sono una vera e propria mini asset class e rappresentano degli strumenti utili per diversificare gli investimenti e fornire decorrelazione ai portafogli, visto che spesso non sono direzionalmente correlati ai mercati.

Inoltre, alcuni Certificate consentono anche di proteggere il capitale nel caso in cui il Cliente non voglia esporsi eccessivamente ai rischi finanziari.

Grazie alla collaborazione con UniCredit Bank AG, possiamo offrire ai nostri clienti un'offerta ricca, con diversi livelli di protezione, continua nel tempo e che presenta sempre elementi innovativi. Inoltre, i Certificate possono, da un punto di vista fiscale, essere una proposta da inserire nel continuo. In sintesi, sono elementi chiave del nostro modo di fare consulenza.

Un ulteriore aspetto che diventerà sempre più centrale nel mondo degli investimenti è rappresentato dalla trasformazione sostenibile, una chiave importante per valutare le aziende che avranno più possibilità di generare valore nel futuro, perché più rispondenti a criteri di selezione rispettosi della sostenibilità ambientale, sociale e di governance (ESG). Gli investimenti che hanno queste caratteristiche sono costantemente cresciuti negli ultimi anni, a livello mondiale, raggiungendo il valore di 31 mila miliardi di dollari, pari a una volta e mezza il Pil degli Stati Uniti d'America. Questa richiesta ci sta portando ad arricchire la nostra offerta con sottostanti che possano rispondere a questa richiesta sempre crescente.



# Asset allocation 2021: attenzione al bilanciamento tra azioni e obbligazioni



Alessandro Caviglia  
CIO Cordusio Sim

**Il 2021 si presenta come un anno che potrebbe riservare della volatilità agli investitori. Quali sono secondo Lei i principali punti di attenzione in termini di asset allocation e quali le potenziali opportunità?**

Penso che il principale punto di attenzione per gli investitori per l'anno in corso sia il corretto bilanciamento di portafoglio tra obbligazioni e azioni. Quello che sembra un percorso forzato alla ricerca di rendimenti almeno positivi è, in realtà, una grande opportunità per gli investitori domestici, che all'interno del panorama europeo hanno sempre mostrato una certa predilezione per le soluzioni obbligazionarie. Storicamente, siamo portati a considerare la componente azionaria come la fonte di volatilità e quindi di rischio. Tuttavia, il trend secolare di contrazione dei rendimenti degli strumenti obbligazionari sembra essersi, almeno per il momento, esaurito. L'impatto

si vede già in questi primi mesi del 2021 e il contributo negativo delle obbligazioni pesa sui risultati da inizio anno dei portafogli. Ciò rende necessaria una revisione complessiva dell'allocation di portafoglio, dove ogni componente deve rispondere a un preciso obiettivo e l'unica componente, che può avere il ruolo di motore attivo della performance e quindi della soddisfazione del cliente a 3-5 anni, è la componente azionaria. L'analisi più importante è quella relativa al "trade-off" tra rischi di breve termine e rischi di lungo termine. Il rischio di breve termine è legato certamente alla volatilità possibile dei mercati azionari e alla difficoltà di gestire un'improvvisa correzione, magari solo pochi mesi dopo l'avvio degli investimenti azionari. D'altra parte, il rischio di lungo termine è quello determinato da un peso eccessivo della componente obbligazionaria. Questa frena il ritorno complessivo di portafoglio e rischia di compromettere la



soddisfazione del cliente e il raggiungimento dei suoi obiettivi finanziari. Una delle possibili soluzioni passa per una costruzione graduale della componente azionaria, proprio per mitigare i rischi della volatilità di breve, per portare il portafoglio su un peso strategico e di lungo periodo di azioni che deve mediamente essere superiore rispetto a quanto sperimentato in passato.

Inoltre, l'approccio all'investimento azionario deve tenere conto delle future sfide globali e superare i tradizionali confini delle aree geografiche. La scelta geografica degli investimenti di per sé non è più sufficiente, si rende necessaria l'integrazione con l'approccio tematico e dobbiamo sostenere attivamente la grande necessità di sostenibilità ambientale e sociale delle attività economiche. Nell'ambito degli investimenti abbiamo individuato sette mega trend di lungo periodo sui quali pensiamo che buona parte della componente azionaria possa convergere per cercare esposizione a quelle aziende che prima o meglio di altre contribuiranno a trovare le risposte adatte alle complessità del futuro.

**L'azionario negli ultimi mesi è stato indubbiamente fonte di soddisfazione per gli investitori, come giudica le attuali valutazioni raggiunte dai mercati? Ritene che gli attuali livelli di premio al rischio siano interessanti? Quali sono i settori che a suo avviso rappresentano in questo momento delle opportunità d'investimento?**

Il tema delle valutazioni è sicuramente importante e alcuni mercati nel loro complesso non sembrano a buon mercato, soprattutto se guardati in prospettiva storica. È anche vero che, in un contesto di tassi reali negativi, nonostante i recenti incrementi, fare confronti con i multipli di 5 o 10 anni fa non è appropriato. Quello che dovrebbe preoccupare maggiormente forse è l'eccesso di concentrazione su poche società tecnologiche USA che hanno dominato le dinamiche di mercato nel 2020. A partire da novembre però abbiamo assistito a un processo graduale di rotazione a favore delle aziende cosiddette Value e dei settori che maggiormente avevano sofferto per le misure di contenimento della pandemia.

Questo ha aumentato il respiro e l'ampiezza del movimento positivo e ha dato maggiore stabilità al mercato azionario nel suo complesso. Pensiamo che la tendenza sui mercati azionari sia destinata a mantenersi positiva. Politica monetaria e politica fiscale lavorano in simbiosi a livello globale e stiamo vivendo il momento di maggiore stimolo all'economia dalla fine della Seconda guerra mondiale. Le varie aree del pianeta presentano caratteristiche diverse, ma egualmente interessanti. Negli USA la nuova amministrazione, oltre a misure di supporto pari al 15% del Pil sta lavorando a un piano mirato alla costruzione e allo sviluppo delle infrastrutture e ciò permette agli investitori di indirizzare capitali anche al di fuori della ristretta cerchia dei "soliti noti" leader tecnologici. In Europa, nonostante le manovre fiscali siano più lente e compassate, le valutazioni di mercato presentano interessanti opportunità di diversificazione a sconto. L'Asia, infine, e la Cina, in particolare, grazie al rapidissimo recupero post pandemia rispetto al resto del mondo, viaggia a velocità sostenuta e si impone con qualche anno d'anticipo come motore trainante dell'economia e della finanza mondiale. Ecco perché un portafoglio azionario è ben bilanciato se è davvero globale. Alcuni settori, inoltre, hanno addirittura trovato nella pandemia un formidabile acceleratore di trasformazione delle abitudini di consumo. Tecnologia e sanità hanno giocato un ruolo fondamentale nei trimestri passati e pensiamo che rimarranno chiave sia nella fase di attacco (maggiore crescita) sia di difesa (eventi imprevedibili, purtroppo!) nei mesi a venire.

**Qual è a suo avviso il principale contributo che i Certificate possono offrire a livello di portafoglio?**

Nell'ambito di una generale revisione in aumento della componente azionaria, i Certificate rivestono un ruolo di primaria importanza. Presentano un ritorno potenziale interessante per i clienti e dinamiche di prezzo meno direzionali rispetto all'investimento azionario "tout court", grazie alla componente opzionale e di eventuale protezione. L'ampia gamma di sottostanti a disposizione li rende estremamente flessibili e versatili e

la scelta delle idee di investimento avviene in coerenza con la nostra "house view". Si tratta quindi di uno strumento che trova adeguata presenza nella realizzazione di un portafoglio che contenga strategie "core" (come ad esempio le gestioni di portafoglio) e strategie alternative.

**In ragione della ripresa dei rendimenti sulla parte lunga della curva dei tassi, quale ritiene sia oggi il posizionamento migliore per un investitore privato? Valuta che le obbligazioni inflation-linked possano rappresentare oggi una opportunità di investimento?**

Ci sono vari modi per cercare di contrastare l'aumento dei rendimenti e la conseguenza perdita di prezzo delle obbligazioni. Certo le obbligazioni "Inflation-Linked" rientrano tra le "armi" di difesa a disposizione. Ricordiamo però che queste obbligazioni risultano sì meno volatili, ma pagano l'inflazione attualmente realizzata. Noi oggi abbiamo assistito a un aumento delle aspettative di inflazione a lungo termine, sia in Europa sia negli USA. Quindi, a oggi, non avremmo grandi benefici in termini di ritorno. Inoltre, soprattutto in Europa, avremo un aumento di inflazione ma questo sarà temporaneo, dovuto a effetti base rispetto a marzo 2020 (dove abbiamo avuto un vuoto di consumo e produzione). Teniamo conto, inoltre, che si tratta di obbligazioni prevalentemente governative, quindi con rendimenti comunque contenuti e che i tassi reali rimangono in territorio negativo. Altre strade possono essere la riduzione della scadenza media ma, data la conformazione delle curve dei rendimenti, ci si sposta in un'area con rendimenti ancora più bassi. Importante mantenere una quota di obbligazioni societarie di buon rating e dei paesi emergenti, con il caveat che comunque non sono immuni da oscillazioni in fase di forte volatilità di mercato. Per concludere, qualche punto di azionario in più, tramite esposizione diretta o indiretta con Certificate, sembra essere non solo una valida difesa all'aumento dei rendimenti ma anche un buon modo per passare all'attacco e mantenere, su un orizzonte adeguato, un buon potenziale di ritorno.



# Catalogo Certificate

Aggiornamento: aprile 2021

La presente pubblicazione è a carattere informativo e promozionale ed è indirizzata ad un pubblico indistinto con finalità di informativa commerciale. È pubblicata da UniCredit Bank AG. UniCredit Bank AG, membro del Gruppo UniCredit, è soggetto regolato dalla Banca Centrale Europea, Banca d'Italia, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. UniCredit Corporate & Investment Banking è un marchio registrato da UniCredit S.p.A. Essa non costituisce né offerta, né raccomandazione, né consulenza in materia di investimenti per l'acquirente, la vendita o il mantenimento degli strumenti finanziari ivi menzionati.

Qualsiasi eventuale riferimento ivi contenuto a specifici obiettivi e situazioni finanziarie degli investitori si basa su generiche assunzioni, non confermate dagli investitori stessi/ Gli strumenti finanziari e gli investimenti ivi rappresentati potrebbero essere non appropriati/adequati per gli investitori che ricevono la Pubblicazione. I medesimi sono responsabili in modo esclusivo di effettuare le proprie indipendenti valutazioni sulle condizioni di mercato, sugli strumenti e sull'appropriatezza/adequatezza degli investimenti, basandosi sui relativi rischi e meriti, nonché sulla propria strategia di investimento e situazione legale, fiscale, finanziaria. I Certificate di UniCredit sono strumenti finanziari strutturati complessi a capitale protetto, parzialmente/condizionatamente protetto o non protetto. Prima di ogni investimento si raccomanda di prendere visione del Prospetto di Base, delle informazioni contenute nei successivi supplementi al Prospetto di Base, delle Condizioni Definitive e del Documento contenente le Informazioni Chiave (Key Information Document - KID) degli strumenti finanziari disponibili sul sito web di UniCredit Bank AG Milan Branch [www/investimenti/unicredit/it/](http://www/investimenti/unicredit/it/). Il programma per l'emissione ([www/investimenti/unicredit/it/it/info/documentazione/html](http://www/investimenti/unicredit/it/it/info/documentazione/html)) di strumenti è stato approvato da Bafin e passaportato presso Consob. L'approvazione del Prospetto di Base non è da intendersi come approvazione dei titoli offerti o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.

Qualsiasi informazione relativa a rendimenti passati, proiezioni, previsioni, stime o dichiarazioni di prospettive future, così come qualsiasi valutazione o altra informazione dai medesimi ricavata è a scopo esclusivamente illustrativo e non è da considerarsi indicatore affidabile di andamenti futuri.

I Certificate sono strumenti derivati cartolarizzati, la cui performance dipende dal movimento dell'attività sottostante a cui sono collegati. Sul sito pubblico [investimenti.unicredit.it](http://investimenti.unicredit.it) è possibile consultare le caratteristiche, prezzi in tempo reale, prospetti informativi, condizioni definitive e documenti contenenti le informazioni chiave dei Certificate di UniCredit.

## Perché investire in Certificate?

### Diversificazione

I Certificate permettono di diversificare il portafoglio grazie all'ampio numero di sottostanti disponibili. Con un solo Certificate, inoltre, è possibile beneficiare di performance derivanti da strategie di investimento altrimenti realizzabili solo attraverso una pluralità di strumenti finanziari, che sono per lo più accessibili solo ad investitori professionali.

### Alternativa all'investimento azionario

Rispetto all'investimento diretto in azioni è possibile personalizzare l'esposizione al rischio di mercato e partecipare alla performance del sottostante.

### Orizzonte temporale

I Certificate solitamente hanno durate che variano dal breve termine, in genere 6 mesi, al medio-lungo termine, 5 anni circa ed alcuni possono non avere limiti di scadenza (open end): si adattano quindi a orizzonti temporali d'investimento diversi. È sempre possibile liquidare l'investimento prima della scadenza rivendendo direttamente il Certificate sul segmento di negoziazione.

### Trasparenza

Per ogni Certificate tutte le caratteristiche sono note fin dall'emissione, quali ad esempio: barriera, livello di chiusura anticipata, protezione, partecipazione alla performance del sottostante, date di osservazione. È possibile scegliere l'investimento più adatto alle proprie esigenze.

### Liquidità

I Certificate emessi da UniCredit sono negoziati sul SeDeX MTF di LSE-Borsa Italiana dalle 9.05 alle 17.30 o su CERT-X di EuroTLX gestito da borsa italiana dalle 9.00 alle 17.30. UniCredit Bank AG, in qualità di market maker, si impegna a garantire la liquidità di tutti i Certificate di UniCredit, fornendo in modo continuativo proposte di acquisto e vendita.

Scopri le recenti emissioni di Certificate UniCredit!

Per le tue strategie di investimento:

- Memory Cash Collect Worst Of, cedole trimestrali con effetto memoria e possibile scadenza a partire dal sesto mese
- Cash Collect Maxi Premio Iniziale Condizionato, cedole trimestrali e possibile scadenza a partire dal sesto mese

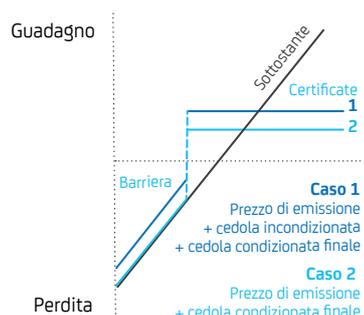
>> Maggiori informazioni sono disponibili sito pubblico [investimenti.unicredit.it](http://investimenti.unicredit.it).



# Cash Collect Certificate

**Obiettivo: ottenere cedole extra in scenari rialzisti o moderatamente ribassisti, con la protezione condizionata del capitale a scadenza.**

## Categoria ACEPI: Certificate a capitale condizionatamente protetto



I Cash Collect permettono di ricevere rendimenti periodici (cedole) investendo sui mercati azionari. Le cedole possono essere di due tipologie: condizionate o incondizionate. Le cedole condizionate vengono pagate se a date di osservazione prestabilite il sottostante è pari o superiore al livello dell'importo aggiuntivo. Le cedole incondizionate invece sono pagate indipendentemente dall'andamento del sottostante.

I Cash Collect Autocallable consentono il rimborso anticipato del prezzo di emissione maggiorato del rendimento prefissato (cedola), se alle date di osservazione il livello del sotto-

stante è pari o superiore al Trigger. Alla scadenza (se non rimborsati anticipatamente) si ottiene il prezzo di emissione maggiorato delle cedole nel caso in cui il sottostante sia pari o superiore alla Barriera, in caso contrario il certificato replica linearmente la performance del sottostante rispetto al valore iniziale.

I Cash Collect Certificate consentono di ottenere flussi cedolari periodici anche in caso di moderati ribassi del sottostante, purché, nel caso di cedole condizionate, alla data di valutazione periodica il sottostante sia pari o superiore al livello dell'importo aggiuntivo.

## Cash Collect Certificate Autocallable su azioni (negoiazione EuroTLX)

Codice ISIN	Sottostante	Strike	Barriera	Importi aggiuntivi condizionati P.A.	Frequenza di pagamento	Scadenza
DE000HV48ZY2	ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A.	17,335	Livello Barriera 65%	2,10% (con effetto memoria)	MENSILE	26/02/2024
DE000HV4G4Q3	BASKET WORST OF (AMAZON.COM, INC. / NETFLIX, INC. / PAYPAL HOLDINGS, INC. / TWITTER INC.)	3144,88 / 493,48 / 194,50 / 44,74	Livello Barriera 60%	10% dopo 2,5 mesi poi 15%	MENSILE	29/09/2023
DE000HV40V37	INTESA SANPAOLO S.P.A.	2,39	Livello Barriera 65%	2% (più 2,3% in caso rimborso anticipato e a scadenza)	SEMESTRALE	27/09/2021
DE000HV47V55	INTESA SANPAOLO S.P.A.	2,2915	Livello Barriera 65%	1,5% (più 3,3% in caso rimborso anticipato e a scadenza)	SEMESTRALE	31/07/2023



## Cash Collect Certificate Worst of (negoiazione EuroTLX)

Codice ISIN	Sottostante	Strike	Barriera	Importi aggiuntivi P.A.	Frequenza di pagamento	Scadenza
DE000HV4KCP0	ABBVIE INC. / ASTRAZENACA PLC / PFIZER INC.	106,79/ 7289/ 36,11	Livello Barriera 65% (effetto Airbag a scadenza)	1,00%	TRIMESTRALE	31/03/2026
DE000HV4HQ47	ABBVIE INC. / MERCK & CO / NEXTERA ENERGY INC	103,71/ 79,29/ 74,40	Livello Barriera 65%	(10,3% il 15/03/2021; 6%)	MENSILE	22/12/2023
DE000HV4GX72	ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A. / ENEL S.P.A. / ENI S.P.A. / INTESA SANPAOLO S.P.A.	14,47/ 8,502/ 8,582/ 1,9446	Livello Barriera 68%	(15% il 19/02/2021; 6%)	MENSILE	30/11/2023
DE000HV4JYX0	ENEL S.P.A. / ENI S.P.A. / INTESA SANPAOLO S.P.A. / ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A.	15,835/ 7,84/ 9,68/ 2,152	Livello Barriera 65%	(10% il 26/03/2021; 5,52%)	MENSILE	26/02/2024

## Cash Collect Certificate (negoiazione EuroTLX)

Codice ISIN	Sottostante	Strike	Barriera	Importi aggiuntivi P.A.	Frequenza di pagamento	Scadenza
DE000HV4HCB6	ORO (UN'ONCIA)	1857,35	Livello Barriera 75%	1,55%	ANNUALE	20/11/2024

## Cash Collect Certificate coupon fissi su azioni (negoiazione EuroTLX)

Codice ISIN	Sottostante	Strike	Barriera	Importi aggiuntivi P.A.	Frequenza di pagamento	Scadenza
DE000HV4FD77	AMAZON.COM, INC.	3051,88	Livello Barriera 70%	4,08%	MENSILE	31/01/2024
DE000HV40D96	ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A.	15,39	Livello Barriera 60%	2,40%; 2,80%; 3,2% ultimo anno e 6 mesi	TRIMESTRALE	29/06/2021
DE000HV453T8	CNH INDUSTRIAL N.V.	8,92	Livello Barriera 65%	2,40%	TRIMESTRALE	27/06/2023
DE000HV44X98	ENI S.P.A.	15,79	Livello Barriera 65%	3,00%	TRIMESTRALE	24/10/2022
DE000HV4G4P5	ENI S.P.A.	6,665	Livello Barriera 65%	4,80%	SEMESTRALE	29/09/2023
DE000HV44444	INTESA SANPAOLO S.P.A.	2,16	Livello Barriera 60%	4,50%	MENSILE	29/09/2022
DE000HV448H3	INTESA SANPAOLO S.P.A.	2,16	Livello Barriera 60%	4,32%	MENSILE	29/11/2022
DE000HV477Z4	KERING	551,90	Livello Barriera 60%	37,50%	QUADRIMESTRALE	29/05/2023
DE000HV47JK7	KERING	586,30	Livello Barriera 65%	4,05%	QUADRIMESTRALE	30/06/2023
DE000HV448G5	MEDIOBANCA BANCA DI CREDITO FINANZIARIO S.P.A.	9,21	Livello Barriera 65%	3,60%	MENSILE	29/09/2022
DE000HV4EV76	PAYPAL HOLDINGS, INC.	168,35	Livello Barriera 60%	3,60%	MENSILE	29/12/2023

## Cash Collect Certificate con consolidamento su azioni (negoiazione EuroTLX)

Codice ISIN	Sottostante	Strike	Barriera	Importi aggiuntivi P.A.	Frequenza di pagamento	Scadenza
DE000HV4GDR2	FACEBOOK INC.	9,03	Livello Barriera 65%	5%	QUADRIMESTRALE	30/04/2024
DE000HV45SH8	GENERAL MOTORS CO.	36,06	Livello Barriera 60%	2%	ANNUALE	23/08/2023
DE000HV45ST3	INFINEON TECHNOLOGIES AG	17,08	Livello Barriera 65%	2,70%	ANNUALE	25/09/2023
DE000HV45QH2	MEDIOBANCA BANCA DI CREDITO FINANZIARIO S.P.A.	9,31	Livello Barriera 65%	3%	ANNUALE	26/07/2023
DE000HV452Q6	MEDIOBANCA BANCA DI CREDITO FINANZIARIO S.P.A.	9,03	Livello Barriera 65%	3%	ANNUALE	27/06/2023

I Cash Collect Certificate sono strumenti finanziari a complessità molto elevata, a capitale condizionatamente protetto ma non garantito.

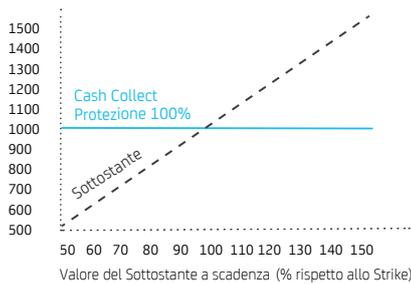
Prima di ogni investimento si raccomanda di prendere visione del Prospetto di Base, dei successivi supplementi al Prospetto di Base e del Documento contenente le Informazioni Chiave (Key Information Document - KID) degli strumenti finanziari disponibili sul sito web di UniCredit Bank AG Milan Branch [www.investimenti.unicredit.it](http://www.investimenti.unicredit.it). L'approvazione del Prospetto di Base non è da intendersi come approvazione dei titoli offerti o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.



# Cash Collect Certificate con protezione

**Obiettivo: ottenere cedole extra in scenari rialzisti o moderatamente rialzisti, con la protezione del capitale a scadenza.**

## Categoria ACEPI: Certificate a capitale protetto



I Cash Collect protetti permettono di ricevere rendimenti periodici (cedole) investendo sui mercati azionari. Le cedole possono essere di due tipologie: condizionate o incondizionate. Le cedole condizionate vengono pagate se a date di osservazione prestabilite il sottostante è pari o superiore al livello dell'importo addizionale. Le cedole incondizionate invece sono pagate indipendentemente dall'andamento del sottostante.

Alla scadenza, qualunque sia il valore del sottostante si ottiene un Importo di rimborso

pari almeno al livello di protezione, inoltre nel caso in cui il sottostante sia pari o superiore al Livello Importo addizionale (generalmente pari allo Strike), si riceve anche l'ultimo Importo Addizionale Condizionato.

## Cash Collect Certificate protetto su azioni, indici e tasso (negoziante EuroTLX)

Codice ISIN	Sottostante	Strike	Barriera/Protezione	Importi addizionali condizionati P.A.	Frequenza di pagamento	Scadenza
IT0005366452	ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A.	17,24	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,5%; 2,5%; 2,5%; 3%; 3%; 4,5%; 5% altrimenti 1%	ANNUALE	29/04/2026
IT0005341984	ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A.	15,05	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3,00%	ANNUALE	15/09/2025
IT0005344962	ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A.	14,16	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3,00%	ANNUALE	31/10/2025
IT0005406555	ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A.	13,58	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2%; 2%; 2,5%; ; 2,5% 3%; 4%	ANNUALE	30/06/2026
IT0005417321	ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A.	11,395	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,15%	ANNUALE	30/10/2028
IT0005417313	ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A.	11,789	Livello Barriera 90% / Protezione 100%	2,50%	ANNUALE	30/10/2026
IT0005356511	ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A. / ENEL S.P.A.	15,45 / 5,23	Livello Barriera 90% / Protezione 90%	2,1% incondizionato; 4,5%; 4,5%; 4,5%	QUADRIMESTRALI	31/01/2023
IT0005350878	ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A. / ENEL S.P.A.	14,53 / 5,14	Livello Barriera 90% / Protezione 90%	2,1% incondizionato; 4,2%; 4,2%; 4,2%	QUADRIMESTRALI	02/01/2023
IT0005417453	ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A. / ENEL S.P.A. / INTESA SANPAOLO S.P.A.	14,42 / 8,401 / 1,8336	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	1,20%	ANNUALE	29/01/2031
DE000HV4AE30	BASKET: 1 X E.ON SE + 0,1 X UNIPER SE / ENGIE SA / RWE AG	13,81 / 18,16 / 22,53	Livello Barriera 100% / Protezione 90%	3,80%	ANNUALE	18/03/2021
IT0005322521	ENEL S.P.A.	4,83	Livello Barriera 100% / Protezione 95%	2% incondizionato il 28/02/2019; 2,5%; 2,5%; 2,75%; 2,75%; 3,10%; 3,10%	ANNUALE	28/02/2025
IT0005381352	ENEL S.P.A.	6,78	Livello Barriera 100% / Protezione 95%	2,80%	ANNUALE	30/09/2027
IT0005381337	ENEL S.P.A.	6,76	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,00%	ANNUALE	25/06/2027
IT0005406514	ENEL S.P.A.	6,79	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3%; 3,25%; 3,5%; 4%; 5%	ANNUALE	28/11/2025
IT0005406522	ENEL S.P.A.	7,03	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2%; 2%; 3%; ; 3% 3,5%; 4,5%	ANNUALE	29/05/2026
IT0005314494	ENI S.P.A.	14,02	Livello Barriera 100% / Protezione 97%	2%; 2%; 2%; 2,50%; 2,50%; 2,75%; 2,75%	ANNUALE	23/12/2024
IT0005378051	ENI S.P.A.	14,10	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,10%	ANNUALE	11/03/2027
IT0005379612	ENI S.P.A.	13,10	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,00%	ANNUALE	16/02/2027
IT0005349045	ENI S.P.A.	14,21	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3%; 3%; 3%; 3,50%; 4%; 5%; 6%	ANNUALE	28/11/2025
IT0005353260	ENI S.P.A.	13,82	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	4%; 4%; 5%; 5%; 6%; 7%; 8%	ANNUALE	29/12/2025
IT0005393670	ENI S.P.A.	11,34	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3%; 3%; 3%; 3,5%; 3,5%; 3,5%; 4%; 4%; 4%; 5%	ANNUALE	28/02/2030
IT0005393746	ENI S.P.A.	9	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2%; 2%; 2%; 2,5%; 2,5%; 2,5%; 3%; 3%; 4%; 4%	ANNUALE	29/03/2030
IT0005406613	ENI S.P.A.	8,59	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3,00%	ANNUALE	30/06/2027
IT0005413882	ENI S.P.A.	7,76	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,25%	ANNUALE	31/07/2028
IT0005417552	EURIBOR 3 MESI	-0,55	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	0,80%	1,5 ANNI	29/09/2028
IT0005417396	EURIBOR 3 MESI	-0,55	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	0,80%	ANNUALE	22/06/2026
IT0005367369	EURO ISTOXX ESG LEADERS 50 NR DECREMENT 5% PRICE EUR	966,80	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,70%	ANNUALE	25/05/2026
IT0005413973	EURO ISTOXX ESG LEADERS 50 NR DECREMENT 5% PRICE EUR	953,132	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,40%	ANNUALE	17/09/2029
IT0005417297	EURO ISTOXX® RESPONSIBILITY SCREENED SELECT 30 (PRICE) INDEX (EUR)	102,722	Livello Barriera da 100% a 110% / Protezione 100%	2,00%	ANNUALE	30/04/2029



Codice ISIN	Sottostante	Strike	Barriera/Protezione	Importi aggiuntivi condizionati P.A.	Frequenza di pagamento	Scadenza
IT0005277006	EURO STOXX 50® (PRICE) INDEX (EUR)	3495,19	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	1%; 1%; 1,50%; 1,50%; 2,00%; 2,00%; 3,00%	ANNUALE	12/09/2024
IT0005247769	EURO STOXX 50® (PRICE) INDEX (EUR)	3563,29	Livello Barriera 100% / Protezione 95%	EUR 2 il 30/04/2018 poi annualmente 2,5%; 2,5%; 3%; 3,5% e 4,5% a scadenza se Sott. >= Strike o 0,5% se Sott. >= Barriera	ANNUALE	28/04/2023
IT0005273211	EURO STOXX 50® (PRICE) INDEX (EUR)	3467,73	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	1,5%; 1,5%; 2%; 2%; 3%; 3%; 4%	ANNUALE	31/07/2024
IT0005202129	EURO STOXX 50® (PRICE) INDEX (EUR)	2864,74	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3,00%	ANNUALE	23/06/2023
IT0005217838	EURO STOXX 50® (PRICE) INDEX (EUR)	3038,42	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	1,80%; 1,90%; 2,00%; 2,20%; 2,60%; 3,00%; 3,50%	ANNUALE	30/11/2023
IT0005174856	EURO STOXX 50® (PRICE) INDEX (EUR)	3004,93	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,50%	ANNUALE	31/03/2023
IT0005222085	EURO STOXX 50® (PRICE) INDEX (EUR)	3262,72	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,50%; 2,50%; 3,00%; 3,50%; 4,00%; 5,00%; 6,00%	ANNUALE	31/01/2024
IT0005372567	EURO STOXX 50® (PRICE) INDEX (EUR)	3442,38	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3,00%; i primi 4 anni; 3,50%; 4,00%; 5,00%	ANNUALE	28/12/2026
IT0005323255	EURO STOXX 50® (PRICE) INDEX (EUR)	3458,03	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	4% (USD)	ANNUALE	28/02/2023
IT0005417446	EURO STOXX 50® (PRICE) INDEX (EUR)	3581,37	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	0,80%	TRIMESTRALE	30/12/2030
IT0005282592	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	2177,09	Livello Barriera 100% / Protezione 95%	2% incondizionato il 31/10/2018; 2%; 2%; 2%; 2,50%; 2,50%; 3,00%	ANNUALE	31/10/2024
IT0005317448	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	2181,07	Livello Barriera 100% / Protezione 95%	2% incondizionato il 23/01/2019; 2%; 2%; 2,25%; 2,25%; 2,50%; 3,00%	ANNUALE	23/01/2025
IT0005285587	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	2146,91	Livello Barriera 100% / Protezione 95%	2% incondizionato il 30/11/2018; 2%; 2%; 2%; 2,50%; 2,50%; 3,50%	ANNUALE	29/11/2024
IT0005249708	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	2139,61	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	1%; 1,40%; 1,60%; 2%; 2,10%	ANNUALE	09/05/2022
IT0005252587	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	2106,23	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2%; 2%; 2,5%; 3%; 3,5%; 4%; 5%	ANNUALE	14/06/2024
DE000HV4A7L3	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1821,54	Livello Barriera 100% / Protezione 85%	4,00%	ANNUALE	16/03/2022
IT0005203069	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1769,52	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3,00%	ANNUALE	17/07/2023
DE000HV4A4U1	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1773,74	Livello Barriera 100% / Protezione 85%	4,00%	ANNUALE	31/01/2022
DE000HV4A389	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1806,14	Livello Barriera 100% / Protezione 85%	4,00%	TREDICI MESI	23/12/2021
IT0005246035	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	2071,18	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2%; 2,50%; 3,00%; 3,00%; 3,50%; 4,50%; 6,00%	ANNUALE	02/04/2024
IT0005171597	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1825,71	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3,00%	ANNUALE	24/03/2022
IT0005381428	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	2066,92	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,00% i primi 4 anni; 2,50%; 2,50%; 3,00%; 3,00%; 3,00%; 3,50%	ANNUALE	29/11/2029
IT0005329203	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	2110,33	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,20%	ANNUALE	30/04/2025
IT0005331738	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	2003,17	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,10%	ANNUALE	30/05/2025
IT0005333742	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1958,20	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,30%	ANNUALE	30/06/2025
IT0005337875	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	2043,77	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3,00%	ANNUALE	31/07/2025
IT0005326324	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	2006,91	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,10%	ANNUALE	31/03/2025
IT0005376493	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1932,50	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,60%	ANNUALE	31/12/2024
IT0005363897	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1949,77	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3%; 3%; 3%; 4%; 4%; 5%; 6%	ANNUALE	26/03/2026
IT0005358608	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1933,89	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	4%; 4%; 4%; 5%; 5%; 7%; 10%	ANNUALE	27/02/2026
IT0005356362	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1892,29	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	4%; 4%; 5%; 6%; 7%; 8%; 10%	ANNUALE	30/01/2026
IT0005381402	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	2078,90	Livello Barriera 100% / Protezione 95%	2,00%	SEMESTRALE	20/11/2023
IT0005365546	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1994,66	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,25%	ANNUALE	02/04/2024
IT0005381485	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	2102,61	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2%; 2%; 2,5%; 2,5%; 3%; 3%; 3%; 4,5%; 6%	ANNUALE	24/12/2029
IT0005393704	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1522,64	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	1,60%	ANNUALE	10/09/2027
IT0005381360	INTESA SANPAOLO S.P.A.	2,28	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,00%; 2,00%; 2,00%; 2,50%; 2,50%; 2,50%; 3,00%; 3,00%; 3,00%; 3,50%	ANNUALE	31/10/2029
IT0005413940	INTESA SANPAOLO S.P.A.	1,81	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,50%	ANNUALE	27/02/2029
IT0005381378	POSTE ITALIANE S.P.A.	10,99	Livello Barriera 100% / Protezione 95%	2,55%	ANNUALE	29/10/2027
IT0005376501	POSTE ITALIANE S.P.A.	9,38	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,50%; 2,50%; 2,50%; 3,00%; 3,00%; 3,00%; 3,50%	ANNUALE	29/01/2027
IT0005393738	ROYAL DUTCH SHELL PLC (CLASS A)	14,57	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	legato alla performance	ANNUALE	29/10/2027
IT0005393654	STOXX EUROPE SUSTAINABILITY SELECT 30 (PRICE) INDEX (EUR)	148,47	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,20%	ANNUALE	31/01/2030
IT0005406571	STOXX® EUROPE 600 (PRICE) INDEX (EUR)	359,89	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,5%; 2,5%; 3%; 3%; 3,5%; 4,1%	ANNUALE	30/06/2026
IT0005393761	STOXX® EUROPE 600 HEALTH CARE (PRICE) INDEX (EUR)	914,01	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2%; 2,5%; 2,5%; 3%; 3%; 3,5%	ANNUALE	30/04/2026
IT0005176448	STOXX® GLOBAL SELECT DIVIDEND 100 (PRICE) INDEX (EUR)	2620,70	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,50%	ANNUALE	28/04/2023
IT0005370959	VODAFONE GROUP PLC	127,12	Livello Barriera 100% / Protezione 85%	3,70%	SEMESTRALE	29/05/2024

I Certificate Cash Collect sono strumenti finanziari strutturati a capitale protetto nella misura indicata in tabella.

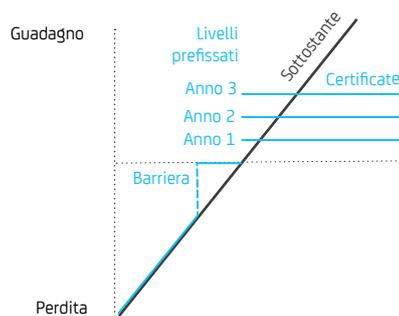
Prima di ogni investimento si raccomanda di prendere visione del Prospetto di Base, dei successivi supplementi al Prospetto di Base e del Documento contenente le Informazioni Chiave (Key Information Document - KID) degli strumenti finanziari disponibili sul sito web di UniCredit Bank AG Milan Branch [www.investimenti.unicredit.it](http://www.investimenti.unicredit.it). L'approvazione del Prospetto di Base non è da intendersi come approvazione dei titoli offerti o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.



# Express Certificate

**Obiettivo: investire con la possibilità di un rimborso anticipato del capitale investito ottenendo un rendimento già dal primo anno.**

**Categoria ACEPI: Certificate a capitale condizionatamente protetto**



Gli Express Certificate consentono di ottenere un rimborso positivo a scadenza sia in caso di crescita, sia in caso di ribasso del sottostante (entro i limiti della Barriera) e prevedono la possibilità di rimborso anticipato del capitale maggiorato di un premio crescente nel tempo.

Si ha il rimborso anticipato se alla data di osservazione il sottostante è pari o superiore al livello di Trigger.

La variante Express Coupon consente di ricevere cedole incondizionate predeterminate all'emissione.

A scadenza si possono verificare tre scenari:

- se il sottostante è superiore al valore iniziale, si ha il rimborso al prezzo di emissione maggiorato di un premio finale;
- se il sottostante è compreso tra il valore iniziale e la barriera, si ottiene il rimborso del prezzo di emissione;
- se invece si verifica l'evento Barriera, ovvero il sottostante è inferiore al livello di Barriera, il Certificate ne replica linearmente la performance negativa.

Si adattano a strategie di investimento con aspettative di mercato in moderato rialzo, moderato ribasso o in fase laterale.

## Express Certificate su azioni (negoziazione EuroTLX)

Codice ISIN	Sottostante	Strike	Barriera	Frequenza di pagamento	Scadenza
DE000HV44ZG8	ALLIANZ SE	204,45	Livello Barriera 65%	ANNUALE	31/05/2023
DE000HV4GD76	AMAZON.COM INC.	3211,01	Livello Barriera 65%	TRIMESTRALE	31/10/2022
DE000HV4HDA6	APPLE INC.	3211,01	Livello Barriera 60%	SEMESTRALE	18/12/2023
DE000HV4CBH6	AXA S.A.	24,27	Livello Barriera 60%	ANNUALE	21/06/2021
DE000HV453U6	BANCO SANTANDER S.A.	4,03	Livello Barriera 65%	ANNUALE	28/06/2023
DE000HV40UP8	BNP PARIBAS S.A.	55,10	Livello Barriera 65%	ANNUALE	30/09/2022
DE000HV40SW8	BNP PARIBAS S.A.	54,24	Livello Barriera 65%	ANNUALE	14/06/2022
DE000HV40RR0	ENI S.P.A.	15,49	Livello Barriera 65%	TRIMESTRALE	28/02/2022
DE000HV40SY4	ENI S.P.A.	15,43	Livello Barriera 65%	TRIMESTRALE	27/12/2021
DE000HV4J6J0	ENI S.P.A.	8,548	Livello Barriera 60%	TRIMESTRALE	29/01/2024
DE000HV44ZH6	FOOT LOCKER INC.	41,52	Livello Barriera 60%	SEMESTRALE	30/11/2022
DE000HV44XA6	GLENCORE PLC	310,85	Livello Barriera 60%	SEMESTRALE	31/10/2022
DE000HV42GF4	ING GROEP N.V.	10,88	Livello Barriera 60%	ANNUALE	22/11/2022
DE000HV40TT2	INTESA SANPAOLO S.P.A.	2,48	Livello Barriera 65%	ANNUALE	21/07/2022
DE000HV40RN9	INTESA SANPAOLO S.P.A.	2,79	Livello Barriera 65%	ANNUALE	23/06/2022
DE000HV40RQ2	INTESA SANPAOLO S.P.A.	2,55	Livello Barriera 65%	ANNUALE	07/07/2022
DE000HV40PU8	INTESA SANPAOLO S.P.A.	3,19	Livello Barriera 65%	TRIMESTRALE	26/07/2021
DE000HV40MT7	INTESA SANPAOLO S.P.A.	3,16	Livello Barriera 65%	TRIMESTRALE	26/04/2021
DE000HV40MS9	INTESA SANPAOLO S.P.A.	2,92	Livello Barriera 65%	TRIMESTRALE	29/03/2021
DE000HV42MC9	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE S.A.	32,83	Livello Barriera 60%	SEMESTRALE	21/12/2021

Gli Express Certificate sono strumenti finanziari a complessità molto elevata, a capitale condizionatamente protetto ma non garantito.

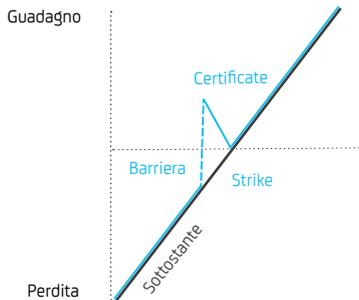
Prima di ogni investimento si raccomanda di prendere visione del Prospetto di Base, dei successivi supplementi al Prospetto di Base e del Documento contenente le Informazioni Chiave (Key Information Document - KID) degli strumenti finanziari disponibili sul sito web di UniCredit Bank AG Milan Branch [www.investimenti.unicredit.it](http://www.investimenti.unicredit.it). L'approvazione del Prospetto di Base non è da intendersi come approvazione dei titoli offerti o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.



# Twin Win Certificate

**Obiettivo: partecipare alla performance del sottostante in valore assoluto, sia in caso di rialzo, sia in caso di ribasso.**

**Categoria ACEPI: Certificate a capitale condizionatamente protetto**



I Twin Win Certificate consentono di ottenere un importo rimborso positivo, sia in caso di rialzo sia in caso di ribasso del sottostante in base al fattore di partecipazione al rialzo ed al ribasso, a condizione che durante la vita del Certificate, la barriera di protezione non sia stata superata a scadenza. Nella versione Autocallable, prevedono date di osservazione con possibile scadenza anticipata automatica.

Se a scadenza viene oltrepassato il livello di Barriera, l'importo di rimborso sarà totalmente legato alla performance del sottostante.

Si adattano a strategie di investimento con aspettative di mercato al rialzo e al ribasso (in base al fattore di partecipazione).

La partecipazione al rialzo e al ribasso del sottostante può anche essere superiore al 100% con effetto leva.

Possono inoltre prevedere un livello massimo di importo di rimborso che corrisponde percentualmente al Cap.

## Twin Win Certificate Autocallable con Cap su azioni e indici (negoziazione EuroTLX)

Codice ISIN	Sottostante	Strike	Barriera	Cap%	Frequenza di pagamento	Scadenza
DE000HV4CXU3	FTSE MIB INDEX	18.067290	Livello Barriera 80%	105%; 145%	NO	31/10/2022
DE000HV42KB5	TELEFÓNICA S.A.	7,562	Livello Barriera 70%	130%	SEMESTRALE	19/08/2022

I Twin Win Certificate sono strumenti finanziari a complessità molto elevata, a capitale condizionatamente protetto ma non garantito.

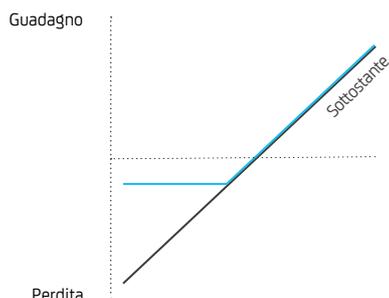
Prima di ogni investimento si raccomanda di prendere visione del Prospetto di Base, dei successivi supplementi al Prospetto di Base e del Documento contenente le Informazioni Chiave (Key Information Document - KID) degli strumenti finanziari disponibili sul sito web di UniCredit Bank AG Milan Branch [www.investimenti.unicredit.it](http://www.investimenti.unicredit.it). L'approvazione del Prospetto di Base non è da intendersi come approvazione dei titoli offerti o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.



# Protection Certificate

**Obiettivo: partecipare al rialzo del sottostante proteggendo in tutto o in parte il capitale investito dal rischio di ribasso.**

## Categoria ACEPI: Certificate a capitale protetto



I Protection Certificate consentono di partecipare alla performance positiva registrata dal sottostante, azione, indice o fondo azionario, proteggendo il capitale investito.

Alla scadenza sono automaticamente rimborsati e viene riconosciuto un importo di liquidazione, in funzione della quotazione del sottostante rispetto al livello di protezione.

Alla scadenza si possono verificare due scenari. Scenario "solo protezione": il prezzo di riferimento del sottostante è minore o uguale alla protezione; in questo caso è rimborsato

un importo in Euro pari al livello di protezione predefinito. Scenario "protezione + partecipazione": il prezzo di riferimento del sottostante è superiore alla protezione; in questo caso è rimborsato un ammontare in Euro pari alla somma di protezione e partecipazione al rialzo.

## Protection Certificate su azioni, indici e fondi (negoziazione EuroTLX)

Codice ISIN	Tipologia	Sottostante	Strike	Protezione/Partecipazione	Scadenza
IT0005381386	PROTECTION AUTOCALLABLE	FTSE MIB INDEX	23279,78	Protezione 100% / Partecipazione 100%	22/11/2024
IT0005381436	PROTECTION AUTOCALLABLE	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	2066,92	Protezione 90% / Partecipazione 100%	28/11/2025
IT0005381477	PROTECTION AUTOCALLABLE	STOXX EUROPE SUSTAINABILITY SELECT 30 (PRICE) INDEX (EUR)	147,66	Protezione 90% / Partecipazione 100%	30/12/2025
IT0005381329	PROTECTION CERTIFICATE CON CAP	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1958,98	Protezione 100% / Partecipazione 150%	24/03/2027
IT0005356503	PROTECTION CERTIFICATE CON CAP	CPR INVEST - REACTIVE CLASS A - ACC (CPRRCAC LX)	1097,53	Protezione 100% / Partecipazione 91%	20/02/2026
IT0005364465	PROTECTION CERTIFICATE CON CAP	STOXX EUROPE SUSTAINABILITY SELECT 30 (PRICE) INDEX (EUR)	140,30	Protezione 100% / Partecipazione 80%	28/03/2024
IT0005358640	PROTECTION CERTIFICATE CON CAP	STOXX EUROPE SUSTAINABILITY SELECT 30 (PRICE) INDEX (EUR)	137,90	Protezione 100% / Partecipazione 100%	28/08/2023
IT0005393779	PROTECTION CERTIFICATE CON CAP	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1372,18	Protezione 100% / Partecipazione 130%	30/10/2025
IT0005406530	PROTECTION CERTIFICATE CON CAP	STOXX EUROPE SUSTAINABILITY SELECT 30 (PRICE) INDEX (EUR)	116,73	Protezione 100% / Partecipazione 130%	25/06/2026
IT0005393811	PROTECTION CERTIFICATE CON CAP	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1234,52	Protezione 100% / Partecipazione 80%	18/05/2026
IT0005406639	PROTECTION CERTIFICATE CON CAP	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1431,78	Protezione 100% / Partecipazione 105%	30/06/2028
IT0005413890	PROTECTION CERTIFICATE CON CAP	INTESA SANPAOLO S.P.A.	1,76	Protezione 100% / Partecipazione 90%	31/07/2028
IT0005413981	PROTECTION CERTIFICATE CON CAP	EURO ISTOXX 50 CARBON ADAPTATION GR DECREMENT 5%	1355,3	Protezione 100% / Partecipazione 115%	19/03/2029
IT0005417339	PROTECTION CERTIFICATE CON CAP	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1615,842	Protezione 100% / Partecipazione 100%	30/11/2028
IT0005417487	PROTECTION CERTIFICATE CON CAP	EURO ISTOXX ESG LEADERS 50 NR DECREMENT 5% PRICE EUR	1031,968	Protezione 100% / Partecipazione 80%	26/02/2031
IT0005417560	PROTECTION CERTIFICATE CON CAP	INTESA SANPAOLO S.P.A.	2,32	Protezione 90% / Partecipazione 100%	31/03/2026

I Protection Certificate sono strumenti finanziari strutturati a capitale protetto nella misura indicata in tabella.

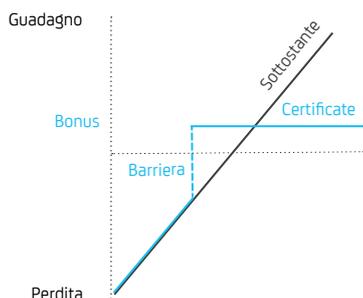
Prima di ogni investimento si raccomanda di prendere visione del Prospetto di Base, dei successivi supplementi al Prospetto di Base e del Documento contenente le Informazioni Chiave (Key Information Document - KID) degli strumenti finanziari disponibili sul sito web di UniCredit Bank AG Milan Branch [www.investimenti.unicredit.it](http://www.investimenti.unicredit.it). L'approvazione del Prospetto di Base non è da intendersi come approvazione dei titoli offerti o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.



# Top Bonus Certificate

**Obiettivo: ottenere un rendimento (Bonus), non solo se il sottostante registra una performance positiva (nei limiti del Cap), ma anche in uno scenario stabile o moderatamente ribassista.**

## Categoria ACEPI: Certificate a capitale condizionatamente protetto



I Top Bonus sono una variante dei Bonus Cap Certificate e consentono di ottenere un rendimento predefinito (Bonus), se alla data di valutazione finale, il sottostante quota ad un livello pari o superiore al livello di Barriera pre-determinato. Durante la vita dello strumento il livello di Barriera può essere violato senza precludere la possibilità di incassare il Bonus a scadenza.

Qualora alla data di valutazione finale il sottostante si trovasse al di sotto del livello di Barriera, l'importo di rimborso replica linearmente la performance negativa del sottostante.

Si adattano a strategie di investimento con aspettative di mercato in moderato rialzo, moderato ribasso o in fase laterale.

## Top Bonus Certificate su azioni (valori in EUR, negoziazione EuroTLX)

Codice ISIN	Sottostante	Strike	Barriera	Rimborso a scadenza	Scadenza
DE000HV4JRV2	ADVANCED MICRO DEVICES INC.	82,42	Livello Barriera1 90%; Barriera2 65%	A scadenza se sopra Barriera1 1.400 EUR; se sopra Barriera2 1.050 EUR	27/02/2023
DE000HV4KCQ8	ENI S.P.A.	10,412	Livello Barriera 50%	A scadenza se sopra Barriera 1.050 EUR	10/10/2022
DE000HV4L1Y6	ENI S.P.A.	10,412	Livello Barriera 50%	A scadenza se sopra Barriera 1.050 EUR	30/12/2022
DE000HV4EWJ4	INTESA SANPAOLO S.P.A.	1,7	Livello Barriera 70%	A scadenza se sopra Barriera Max tra 1.100 EUR e Perf. del sottostante	29/12/2023
DE000HV4K4R5	STELLANTIS N.V.	14,662	Livello Barriera 60%	A scadenza se sopra Barriera 1.145 EUR	30/03/2023

I Top Bonus Certificate sono strumenti finanziari a complessità molto elevata, a capitale condizionatamente protetto ma non garantito.

Prima di ogni investimento si raccomanda di prendere visione del Prospetto di Base, dei successivi supplementi al Prospetto di Base e del Documento contenente le Informazioni Chiave (Key Information Document - KID) degli strumenti finanziari disponibili sul sito web di UniCredit Bank AG Milan Branch [www.investimenti.unicredit.it](http://www.investimenti.unicredit.it). L'approvazione del Prospetto di Base non è da intendersi come approvazione dei titoli offerti o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.

# Collezionare premi offre grandi soddisfazioni.

Scopri  
la nuova  
emissione

## Nuovi Cash Collect con Maxi Premio Iniziale Condizionato

### Premi di Maxi Premio Iniziale Condizionato e possibile rimborso anticipato

- Pagamento di Maxi Premio Iniziale Condizionato al Livello di Barriera a Luglio 2021.
- A partire da ottobre 2021, premi trimestrali condizionati al Livello di Barriera e possibile Rimborso Anticipato se il valore dell'azione sottostante, facente parte del Paniere e con la performance peggiore, nelle Date di Osservazione trimestrali è pari o superiore al Valore Iniziale.
- Barriera a scadenza (18.04.2024) posta tra il 50% e 60% del Valore Iniziale: se il valore dell'azione sottostante, facente parte del Paniere e con la performance peggiore, è pari o superiore rispetto al Livello di Barriera, lo strumento rimborsa l'importo nominale oltre al premio; se il valore dell'azione sottostante, facente parte del Paniere e con la performance peggiore è inferiore al livello di Barriera, viene corrisposto un valore commisurato alla performance dell'azione sottostante, facente parte del Paniere, con performance peggiore: in questa ipotesi i Certificate non proteggono il capitale investito.

ISIN	Sottostante	Strike	Barriera (%)	Maxi Premio* Iniziale Condizionato	Premio* Trimestrale Condizionato
DE000HV4LS56	BEYOND MEAT	126,12 USD	63,06 USD (50%)	15%	3,90%
	SNAP	49,61 USD	24,805 USD (50%)		
	UBER TECHNOLOGIES	53,46 USD	26,73 USD (50%)		
DE000HV4LS49	ADVANCED MICRO DEVICES	76 USD	45,6 USD (60%)	15%	2,40%
	AMS AG	18,52 CHF	11,112 CHF (60%)		
	NVIDIA	514,87 USD	308,922 USD (60%)		
DE000HV4LS23	DEUTSCHE LUFTHANSA	11,445 EUR	6,867 EUR (60%)	15%	2,20%
	PAYPAL	236,54 USD	141,924 USD (60%)		
	PFIZER	36,11 USD	21,666 USD (60%)		
DE000HV4LS15	BEYOND MEAT	126,12 USD	75,672 USD (60%)	15%	1,40%
	COCA COLA	53,15 USD	31,89 USD (60%)		
	MCDONALD'S	224,98 USD	134,988 USD (60%)		
DE000HV4LRW2	E.D.F.	11,335 EUR	6,801 EUR (60%)	13%	1,10%
	ENEL	8,433 EUR	5,0598 EUR (60%)		
	VEOLIA	21,560 EUR	12,936 EUR (60%)		
DE000HV4LRV8	ENI	10,412 EUR	6,2472 EUR (60%)	12%	1%
	INTESA SANPAOLO	2,3235 EUR	1,3941 EUR (60%)		
	STM	31,930 EUR	19,158 EUR (60%)		
DE000HV4LRZ5	BANCO BPM	2,497 EUR	1,4982 EUR (60%)	10%	1,10%
	BNP PARIBAS	52,62 EUR	31,572 EUR (60%)		
	INTESA SANPAOLO	2,3235 EUR	1,3941 EUR (60%)		

\*Premio lordo espresso in percentuale del prezzo di emissione di 100 EUR.

Fiscalità: aliquota 26% (redditi diversi). Negoziazione su SeDeX di Borsa Italiana

1° CLASSIFICATO  
EMITENTE  
DELL'ANNO



State per acquistare un prodotto che non è semplice e può essere di difficile comprensione. Strumenti finanziari strutturati a complessità molto elevata a capitale condizionatamente protetto, ma non garantito.

Scopri la gamma completa su:  
[investimenti.unicredit.it](https://www.investimenti.unicredit.it)  
800.01.11.22

Banking that matters.



Messaggio pubblicitario. Questo annuncio ha finalità pubblicitarie ed è pubblicato da UniCredit Bank AG Succursale di Milano, membro del Gruppo UniCredit. UniCredit Bank AG Succursale di Milano è soggetto regolato dalla Banca Centrale Europea, Banca d'Italia, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa e BaFin. UniCredit Corporate & Investment Banking è un marchio registrato da UniCredit S.p.A. I Certificate emessi da UniCredit Bank AG sono negoziati su SeDeX di Borsa Italiana dalle 09.05 alle 17.30. Prima di ogni investimento leggere il Prospetto di Base, i relativi supplementi al Prospetto di Base, le Condizioni Definitive e il Documento Contenente le Informazioni Chiave (Key Information Document - KID) disponibili sul sito [www.investimenti.unicredit.it](https://www.investimenti.unicredit.it). Il programma per le emissioni (<https://www.investimenti.unicredit.it/it/info/documentazione.html>) di strumenti è stato approvato da Consob, BaFin o CS5F e passaportato presso Consob. Le Condizioni Definitive sono disponibili nella pagina relativa a ciascuno strumento attraverso il motore di ricerca. L'approvazione del prospetto non è da intendersi come approvazione dei titoli offerti o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. Si ricorda che si tratta di un prodotto strutturato a complessità molto elevata e può risultare di difficile comprensione. In relazione alle conoscenze e all'esperienza, alla situazione finanziaria e agli obiettivi d'investimento, i Certificate potrebbero risultare non adeguati per tutti gli investitori. Si invitano pertanto gli investitori a rivolgersi ai propri consulenti prima di effettuare l'investimento.

# Collezionare premi offre grandi soddisfazioni.

Scopri  
la nuova  
emissione



## Nuovi Cash Collect Worst Of su azioni

Premi condizionati trimestrali fino al 5,85% e barriere dal 60% al 70% del Valore Iniziale

- Premi periodici con effetto memoria dal 2,05% al 5,85% se nelle date di Osservazione trimestrali il Valore dell'azione sottostante, facente parte del Paniere e con la performance peggiore, è superiore alla Barriera, posta tra il 60% ed il 70% del Valore Iniziale.
- Possibile Rimborso Anticipato a partire dal sesto mese, se il valore dell'azione sottostante, facente parte del Paniere e con la performance peggiore, nelle date di Osservazione trimestrali è pari o superiore al Valore Iniziale.
- Barriera a scadenza (15.02.2024) posta tra il 60% ed il 70% del Valore Iniziale: se il valore dell'azione sottostante, facente parte del Paniere, con la performance peggiore è pari o superiore rispetto al livello di Barriera, lo strumento rimborsa l'Importo nominale oltre al premio; se il valore dell'azione sottostante, facente parte del Paniere e con la performance peggiore, è inferiore al livello di Barriera, viene corrisposto un valore commisurato alla performance dell'azione sottostante, facente parte del Paniere e con la performance peggiore: in questa ipotesi, i Certificate non proteggono il capitale investito.

ISIN	Sottostante	Strike	Barriera (%)	Premio* Trimestrale Condizionato
DE000HV4KT07	PFIZER	33,75 USD	20,25 USD (60%)	2,40%
	BIOGEN	282,74 USD	169,644 USD (60%)	
	JOHNSON & JOHNSON	162,59 USD	97,554 USD (60%)	
DE000HV4KST8	ENI	9,55770 EUR	6,7039 EUR (70%)	4,70%
	STM	32,74 EUR	22,9180 EUR (70%)	
	STELLANTIS	13,58 EUR	9,5060 EUR (70%)	
DE000HV4KSW2	DAIMLER	65,84 EUR	39,5040 EUR (60%)	3,30%
	RENAULT	36,9650 EUR	22,1790 EUR (60%)	
	STELLANTIS	13,58 EUR	8,1480 EUR (60%)	
DE000HV4KSV4	ENEL	7,92 EUR	4,7520 EUR (60%)	2,55%
	ENI	9,5770 EUR	5,7462 EUR (60%)	
	GENERALI	15,5650 EUR	9,3390 EUR (60%)	
DE000HV4KSZ5	COCA COLA	50,71 USD	30,426 USD (60%)	5,00%
	BEYOND MEAT	152,05 USD	91,23 USD (60%)	
	MCDONALD'S	213,27 USD	127,962 USD (60%)	
DE000HV4KT15	DEUTSCHE LUFTHANSA	12,07 EUR	7,242 EUR (60%)	4,40%
	PAYPAL	266,07 USD	159,642 USD (60%)	
	PFIZER	33,75 USD	20,25 USD (60%)	

\*Premio lordo espresso in percentuale del prezzo di emissione di 100 EUR. Fiscalità: redditi diversi (aliquota fiscale 26%).  
Negoziazione su SeDeX di Borsa Italiana.

1° CLASSIFICATO  
EMITENTE  
DELL'ANNO

ICA  
ITALIAN CERTIFICATE  
AWARDS 2020

State per acquistare un prodotto che non è semplice e può essere di difficile comprensione.  
Strumenti finanziari strutturati a complessità molto elevata a capitale condizionatamente protetto, ma non garantito.

Scopri la gamma completa su:  
[investimenti.unicredit.it](https://www.investimenti.unicredit.it)  
800.01.11.22

Banking that matters.

**UniCredit**  
Corporate & Investment Banking

**Messaggio pubblicitario.** Questo annuncio ha finalità pubblicitarie ed è pubblicato da UniCredit Bank AG Succursale di Milano, membro del Gruppo UniCredit. UniCredit Bank AG Succursale di Milano è soggetto regolato dalla Banca Centrale Europea, Banca d'Italia, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa e Bafin. UniCredit Corporate & Investment Banking è un marchio registrato da UniCredit S.p.A. I Certificate emessi da UniCredit Bank AG sono negoziati su SeDeX di Borsa Italiana dalle 09.05 alle 17.30. Prima di ogni investimento leggere il Prospetto di Base, i relativi supplementi al Prospetto di Base, le Condizioni Definitive e il Documento Contenente le Informazioni Chiave (Key Information Document - KID) disponibili sul sito [www.investimenti.unicredit.it](https://www.investimenti.unicredit.it). Il programma per le emissioni (<https://www.investimenti.unicredit.it/it/info/documentazione.html>) di strumenti è stato approvato da Consob, BaFin o CSF e passaportato presso Consob. Le Condizioni Definitive sono disponibili nella pagina relativa a ciascuno strumento attraverso il motore di ricerca. L'approvazione del prospetto non è da intendersi come approvazione dei titoli offerti o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. Si ricorda che si tratta di un prodotto strutturato a complessità molto elevata e può risultare di difficile comprensione. In relazione alle conoscenze e all'esperienza, alla situazione finanziaria e agli obiettivi d'investimento, i Certificate potrebbero risultare non adeguati per tutti gli investitori. Si invitano pertanto gli investitori a rivolgersi ai propri consulenti prima di effettuare l'investimento.