

GENNAIO | 2022

# onemarkets

VEDI CHIARO, INVESTI MEGLIO.



## La crescita continua, pur rallentando

La ripresa globale dal crollo dell'attività economica indotto dal Covid-19 continua. Tuttavia, strozzature sul lato dell'offerta più gravi e durature e un'inflazione più alta del previsto dovrebbero rallentare il ritmo della crescita.

### **Economia**

Il 2022 sarà decisivo per la riforma delle regole di bilancio dell'UE

### **Focus**

Petrolio: l'eccesso di offerta peserà sui prezzi del Brent

### **Interviste**

Erik F. Nielsen - La crescita continua, pur rallentando  
Cristiana Vai - CHOICE: Il nuovo approccio di UniCredit sugli Investment Certificate  
Alessandro Caviglia - Datemi una leva e vi solleverò il mondo



# Numero 22

## Gennaio 2022



### ECONOMIA E MERCATI

La crescita continua, pur rallentando .....	04
FX strategy: l'attenzione è destinata a essere rivolta principalmente ai differenziali di tasso d'interesse .....	06
Le banche centrali navigano nell'incertezza sul lato dell'offerta .....	11
Petrolio: l'eccesso di offerta peserà sui prezzi del Brent .....	15
Il 2022 sarà decisivo per la riforma delle regole di bilancio dell'UE .....	17
Italia: la domanda interna principale motore di crescita .....	19
Strategy Cross Asset: rimanere sulle azioni dei mercati sviluppati ma prepararsi a una maggiore volatilità .....	22



### OSSERVATORIO INTERNAZIONALE

Un cambio di regime nell'economia globale .....	25
---	----



### SOTTO LALENTE

Tutelarsi dall'inflazione: caccia al rendimento con rischio calcolato .....	27
---	----



### EDUCATION

Nuovi Cash Collect Worst of con rimborso anticipato facilitato da Step Down e cedole con memoria .....	30
Puntare sui rendimenti in un contesto di reflazione e volatilità .....	33



### INTERVISTE

CHOICE: Il nuovo approccio di UniCredit sugli Investment Certificate .....	35
Datemi una leva e vi solleverò il mondo .....	37
Impegnati nella formazione per una crescita sostenibile del mercato dei Certificate .....	40



### CATALOGO PRODOTTI

Catalogo Certificate .....	42
----------------------------	----

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  
& Southern Europe Coverage  
UniCredit  
Presidente ACEPI

## Percorso ad ostacoli per i mercati nel 2022

I mercati azionari hanno archiviato il 2021 con ottime performance e il nostro FTSEMIB merita una menzione particolare, avendo chiuso l'anno con un guadagno del 23%, raggiungendo così i valori massimi dal 2008. Tuttavia, nelle ultime settimane dell'anno avevamo osservato segnali di nervosismo e volatilità legati soprattutto ai dati sull'inflazione e alle preoccupazioni per un rialzo dei tassi. All'inizio del 2022 i timori inflazionistici si sono materializzati nel rialzo dei rendimenti obbligazionari, con una conseguente correzione dei mercati azionari. Ad oggi (24 gennaio) l'S&P500 registra un -11% mentre il Nasdaq è già a -15%. Tiene meglio invece l'azionario europeo, con l'Eurostoxx che limita le perdite al 5%, ma si prevede una strada accidentata anche per il Vecchio continente. Le previsioni degli analisti indicano che il 2022 sarà un anno molto più volatile, sebbene rimanga una view generalmente positiva sui mercati azionari. Le maggiori preoccupazioni vengono dagli investimenti obbligazionari, che difficilmente genereranno rendimenti come quelli degli ultimi anni. Questa inversione di tendenza sul fronte tassi porta a un profondo

ripensamento delle asset allocation dei portafogli. È sempre più difficile generare rendimenti reali positivi dai portafogli obbligazionari, c'è anzi il rischio che nel lungo termine l'inflazione eroda il valore reale del portafoglio. Quindi, diversamente dal 2021, in cui abbiamo assistito ad una performance generalizzata delle varie componenti di portafoglio con volatilità molto basse, è importante rivedere il bilanciamento del portafoglio tra gli asset con caratteristiche di protezione e quelli con maggiori potenzialità di rendimento. In aggiunta, sarà vincente un approccio più selettivo tra i settori, sfruttando le opportunità d'ingresso che si creano durante l'anno.

In questo scenario ci aspettiamo che i Certificate possano giocare un ruolo fondamentale nelle allocazioni di portafoglio, andando a sostituire, in tutto o in parte, la componente obbligazionaria, ma anche consentendo investimenti mirati sui settori economici con maggiore potenzialità di crescita. Mentre i corsi obbligazionari scenderanno di pari passo con la risalita dei tassi, la componente azionaria dei certificati consente di generare rendimento, senza rinunciare alla componente protezione (tipica delle obbligazioni ma anche dei Certificate). Nelle pagine che seguono troverete tutti gli spunti per comprendere meglio la visione dei nostri analisti sul mercato e valutarne meglio i possibili rischi, in modo da avere maggiore consapevolezza per la scelta dell'asset allocation con cui affrontare l'anno. Inoltre, in questo numero viene introdotto il nuovo modello "Choice" del gruppo UniCredit per la proposizione dei Certificate ed il loro ruolo nei portafogli.

Qualche giorno fa, durante gli Italian Certificate Awards 2021, la nostra banca ha ricevuto numerosi premi. Anche quest'anno UniCredit è tra i più premiati. In particolare vorrei segnalare:



**Premio Speciale  
"Certificates Journal"**,  
relativo al marketing  
e all'attività di educational  
degli investitori



**"Miglior Certificato  
a Capitale  
Condizionatamente  
Protetto"**, con l'Airbag  
Cash Collect su Netflix,  
Amazon, Tesla



**Premio Speciale  
"Wall Street Italia"**,  
per aver contribuito  
alla crescita dei mercati  
dei Certificate in Italia  
negli ultimi anni

A questi si aggiungono ulteriori tre premi anch'essi molto rilevanti, in quanto ottenuti grazie al contributo di tutto il Gruppo UniCredit:



Secondo classificato  
nella categoria  
**"Miglior Emittente"**  
(dopo il primato  
dello scorso anno)



Secondo classificato  
**"Miglior Distributore  
Reti Private Banking"**



Terzo classificato  
**"Miglior Distributore  
Reti Bancarie"**

Questi riconoscimenti sono per noi motivo di orgoglio e dimostrano che il lavoro che facciamo insieme ai nostri colleghi, ai distributori e tutti i nostri partner è visibile nell'industria finanziaria ed è anche apprezzato dagli investitori.

*Buoni investimenti!*



# La crescita continua, pur rallentando



**Erik F. Nielsen**  
Group Chief Economics Advisor  
UniCredit

## Come valutate la ripresa economica globale?

La ripresa globale dal crollo dell'attività economica indotto dal Covid-19 continua. Tuttavia, strozzature dell'offerta più gravi e durature e un'inflazione più alta del previsto dovrebbero rallentare il ritmo della crescita l'anno prossimo rispetto alla nostra precedente previsione. Riteniamo che le ultime restrizioni introdotte nella maggior parte dei paesi avanzati in risposta alla variante Omicron di Covid-19 avranno effetti relativamente ridotti sull'attività, pur aggiungendo incertezza alle prospettive già poco chiare. Continuiamo ad aspettarci che il Pil globale sia cresciuto del 5,8% nel 2021, ma stiamo rivedendo al ribasso la nostra previsione per il 2022 al 4,2% (dal 4,6%). La crescita potrebbe scendere ulteriormente al 3,7% nel 2023, man mano che gli stimoli fiscali e monetari verranno ridimensionati e ci avvicineremo alla linea di tendenza pre-pandemia. Queste stime sono simili a

quelle della maggior parte degli altri previsori, anche se leggermente meno rialziste per il prossimo anno, ma un po' di più per il 2023 rispetto, ad esempio, alle più recenti previsioni dell'OCSE.

## Quali sono le vostre stime di Pil per area geografica?

La crescita del Pil statunitense rallenterà probabilmente dal 5,5% di quest'anno a un ancora rispettabile 3,5% l'anno prossimo, seguito dal 2,7% nel 2023. Questo riporterà il livello del Pil statunitense alla sua linea di tendenza pre-pandemia entro la fine del 2022. Nell'Eurozona, ci aspettiamo che la crescita del Pil rallenti dal 5,0% di quest'anno al 3,9% nel 2022, seguito dal 2,9% nel 2023. La previsione di crescita inferiore è guidata in particolare dalla Germania (al 3,5% di crescita nel 2022) per via della sua maggiore dipendenza dalle catene di fornitura interrotte. Di conseguenza, ora prevediamo



una crescita inferiore il prossimo anno in Germania rispetto, ad esempio, a Francia, Italia e Spagna. Il livello del Pil dell'Eurozona tornerà probabilmente al suo trend pre-pandemia solo verso la fine del 2023, circa un anno dopo rispetto agli Stati Uniti.

La crescita del Pil cinese è destinata a rallentare scendendo sotto il 5% sia nel 2022 che nel 2023 a causa di forze strutturali, delle ricadute delle vulnerabilità finanziarie sull'economia nel settore immobiliare e dell'intensificarsi dell'inasprimento regolamentare. Anche altri mercati emergenti, compresa la CEE, vedranno una crescita più moderata il prossimo anno. Abbiamo abbassato di circa 0,5 punti percentuali le nostre prospettive di crescita per il 2022 per la regione CEE nel suo complesso, soprattutto a causa della minore crescita in Germania.

#### **L'aumento dell'inflazione vi preoccupa?**

Sebbene attualmente l'inflazione sia più alta di quanto ci aspettassimo, continuiamo a considerarla prevalentemente un fenomeno temporaneo, guidato principalmente da strozzature dell'offerta, aumenti dei prezzi dell'energia ed effetti di base, che – per la maggior parte degli indicatori – non solo finiranno, ma si

invertiranno, nel 2° semestre del 2022. Di conseguenza, abbiamo alzato notevolmente la previsione di inflazione media per il 2022 in tutta l'area OCSE. Con l'attenuarsi degli attuali ostacoli nel corso del 2022, finiremo l'anno con tassi d'inflazione più normali e l'inflazione media del 2023 sarà pari o inferiore agli obiettivi sia negli Stati Uniti che nell'Eurozona.

#### **Quali saranno le prossime mosse della Fed e della Bce?**

Lo stimolo derivante dalle politiche, sia fiscali, sia monetarie, si ridurrà gradualmente nel corso del 2022-23. La Fed probabilmente alzerà i tassi quattro volte nel 2022, e probabilmente altre tre volte nel 2023. La BCE, con la fine del PEPP, ridimensionerà i suoi acquisti di titoli, ma gli acquisti netti proseguiranno nel 2023, e non ci aspettiamo alcun rialzo dei tassi fino al 2024. Nella CEE, i rialzi dei tassi continueranno per tutto il 2022-23.

#### **Come pensate i mercati finanziari possano reagire?**

I mercati sono troppo cauti nello scontare il picco del tasso dei Fed Funds. È probabile che vi sia una deriva al rialzo dei rendimenti dei Treasury statunitensi accompagnata da una tendenza al bear flattening. Nel frattempo, con la BCE che

si astiene dall'aumentare il tasso di deposito, i rendimenti dei Bund dovrebbero rimanere bassi. Col tempo, il graduale calo degli acquisti della BCE dovrebbe indurre un modesto bear steepening della curva del Bund. Diviso tra una crescita superiore al trend in corso e un minore sostegno dal QE, ma una BCE che deve rimanere impegnata ad evitare la frammentazione finanziaria, ci aspettiamo che lo spread BTP-Bund a 10 anni sia scambiato intorno ai 125 pb per la maggior parte del 2022. L'allargamento dei differenziali di tasso di interesse manterrà il cambio EUR-USD su un percorso discendente, probabilmente toccando 1,10 tra circa un anno per una previsione di fine 2023 di 1,08. I credit spread delle obbligazioni corporate europee resteranno probabilmente bassi, benché con una maggiore volatilità. Le azioni diventeranno sempre meno direzionali. Prevediamo che la maggior parte degli indici azionari basati dei paesi OECD registrerà performance positive, in particolare in Europa, con differenze settoriali più ampie, mentre le prospettive per i mercati emergenti sembrano sempre più problematiche per la maggior parte delle asset class.

Fonte: Outlook 2022 UniCredit Research



Roberto Mialich  
Director, FX Strategist  
UniCredit

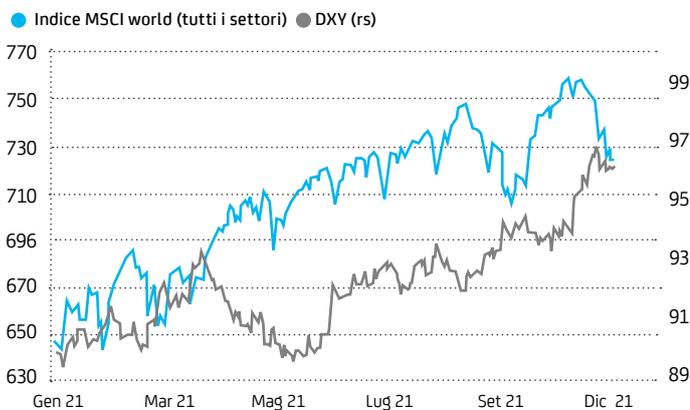
# FX strategy:

l'attenzione è destinata a essere rivolta principalmente ai differenziali di tasso d'interesse

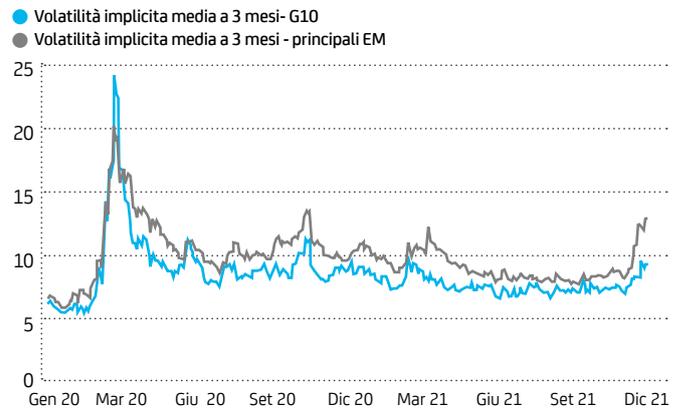
- I differenziali di interesse sono destinati a rimanere il principale driver dell'FX anche nel 2022 e 2023. Le valute le cui banche centrali hanno già iniziato - o stanno per iniziare - ad aumentare i tassi avranno ancora margine per salire rispetto alle valute le cui banche centrali sono in ritardo
- Nel G10, preferiamo USD, GBP, NOK e le valute legate alle materie prime (compreso AUD) contro EUR, JPY, CHF e SEK. I nuovi sviluppi legati al Covid-19 potrebbero aggiungere volatilità, ma probabilmente non impediranno al cambio EUR-USD di scendere sotto 1,10 entro il 2023



**Grafico 1. Quest'anno l'USD è tornato a seguire direttamente la dinamica dei mercati azionari mondiali**



**Grafico 2. Un quadro globale ancora incerto è destinato a mantenere alta la volatilità sia nel G10 che negli EM**



Fonte: Bloomberg, UniCredit Research

### Vediamo una maggiore solidità dell'USD anche nel 2022 e nel 2023 visti i positivi differenziali di tasso d'interesse

La propensione al rischio globale si è dimostrata un buon motore per le valute mentre le economie mondiali iniziavano a uscire dalla recessione, ma la sua capacità di determinare le fluttuazioni del mercato nei confronti dell'USD è ormai sostanzialmente diminuita. L'USD si è apprezzato quest'anno anche a fronte di mercati azionari di tutto il mondo che hanno raggiunto nuovi massimi storici, come mostra il Grafico 1, che mostra l'indice del dollaro (DXY) rispetto all'indice MSCI World. Una ripresa della propensione al rischio potrebbe non indebolire costantemente l'USD come in passato, mentre un brusco ritorno dell'avversione al rischio potrebbe aumentare la volatilità implicita, sia nel G10, sia nei mercati emergenti (cfr. Grafico 2) e, in ultima analisi, confermare l'USD come la principale valuta rifugio mondiale. Nel frattempo, in tutto il mondo le banche centrali hanno anche iniziato ad abbandonare le strategie di politica monetaria più accomodanti. Quindi, i differenziali d'interesse rivestiranno probabilmente un ruolo ancora maggiore nel guidare le valute nei prossimi due anni rispetto ad altri fattori, come il posizionamento e gli squilibri esterni, concentrandosi in futuro principalmente sulla velocità di normalizzazione e sui picchi raggiunti nei cicli di rialzo dei tassi. Nei mercati emergenti, finora sono state le

banche centrali della CEE a guidare il processo di normalizzazione della politica monetaria, mentre la CBRT (Central Bank of the Republic of Turkey) è la grande eccezione, con i tagli dei tassi che hanno contribuito al crollo di quasi l'80% nel 2021 del TRY contro l'USD. Nel G10, solo la Norges Bank (a settembre e a dicembre) e la RBNZ (Reserve Bank of New Zealand), a novembre, hanno iniziato un ciclo di rialzo dei tassi, ma molte banche centrali hanno già iniziato a ridurre o persino a concludere i loro programmi di acquisto di obbligazioni.

### Ci piacciono USD, GBP, NOK e le valute legate alle materie prime contro EUR, JPY, CHF e SEK

Possiamo quindi dividere le banche centrali

del G10 in due gruppi principali: il primo gruppo è composto da quelle banche centrali che sono già a buon punto nei loro programmi di exit strategy o che hanno già annunciato di voler iniziare ad aumentare i tassi relativamente presto. Tra queste sono annoverate la Fed, la Norges Bank, la BoE (Bank of England) dopo il rialzo dei tassi a metà dicembre, la RBNZ, la BoC (Bank of Canada) e la RBA (Royal Bank of Australia). Il secondo gruppo è composto da banche centrali ancora lontane dall'iniziare a uscire dalle loro attuali strategie, come la BCE, la BoJ (Bank of Japan), la SNB (Swiss National Bank) e in una certa misura la Riksbank, che a novembre ha confermato la sua intenzione di rimanere in attesa nonostante abbia già ridotto i suoi acquisti di obbligazioni. In sin-





tesi, pensiamo che le valute le cui banche centrali sono incluse nel primo gruppo – cioè USD, GBP, NOK e le tre valute legate alle materie prime – abbiano ancora spazio per apprezzarsi rispetto alle valute le cui banche centrali sono incluse nel secondo gruppo, cioè EUR, JPY, CHF e SEK.

Occorre tuttavia inserire alcune note generali di cautela in questo contesto: **1.** Le curve a termine hanno già scontato un enorme grado di irrigidimento da parte delle banche centrali nei prossimi due anni. Questo potrebbe smorzare l'impatto sul mercato FX dei nuovi rialzi dei tassi una volta che saranno introdotti; **2.** I fattori di rischio, comprese le questioni geopolitiche, potrebbero cambiare bruscamente lo scenario globale e sono ancora incombenti, come hanno dimostrato i recenti sviluppi legati al Covid-19.

**EUR-USD: politiche monetarie divergenti e differenziali di tasso d'interesse continueranno a contare**

La capacità dei differenziali di tasso d'interesse di influenzare il cambio EUR-USD è

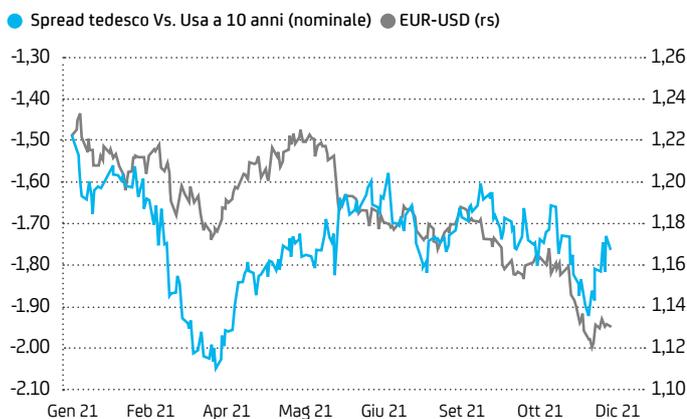
indubbiamente aumentata nel corso del 2021. Benché il cambio EUR-USD abbia continuato a seguire i differenziali dei tassi nominali a 2 anni che riflettono le diverse prospettive di politica monetaria dell'Eurozona e degli Stati Uniti, la correlazione tra EUR-USD e i differenziali di tasso d'interesse anche a scadenze più lunghe è diventata altrettanto rilevante, come mostrato nel Grafico 3, in cui il tasso di cambio è mostrato rispetto al differenziale di rendimento nominale UST-Bund a 10 anni. Guardando ai differenziali di tasso a 2 e 10 anni in termini reali, tuttavia, è importante sottolineare che l'allargamento dei differenziali di tasso d'interesse reali a breve termine a favore della valuta comune, che aveva offerto al cambio EUR-USD un cuscinetto al ribasso nei mesi scorsi e ne ha rallentato la discesa, non è riuscito a proteggere l'euro nell'ultima fase del deprezzamento sotto 1,15 (si veda il differenziale di tasso swap reale a 2 anni tra Usa e UE nel Grafico 4). La presidente della BCE Christine Lagarde ha costantemente ribadito che è improbabile che le condizioni per un rialzo dei tassi siano soddisfatte nel 2022,

lasciando l'euro totalmente scoperto su questo fronte, visti i toni aggressivi sentiti dalla Fed. Inoltre, il calo dell'EUR finora è stato anche molto inferiore in termini di TWI rispetto al dollaro (di circa 3.5% in termini di TWI e 7% contro il dollaro nel 2021) e quindi la BCE probabilmente non lo vede ancora come una minaccia per il quadro di inflazione dell'Eurozona.

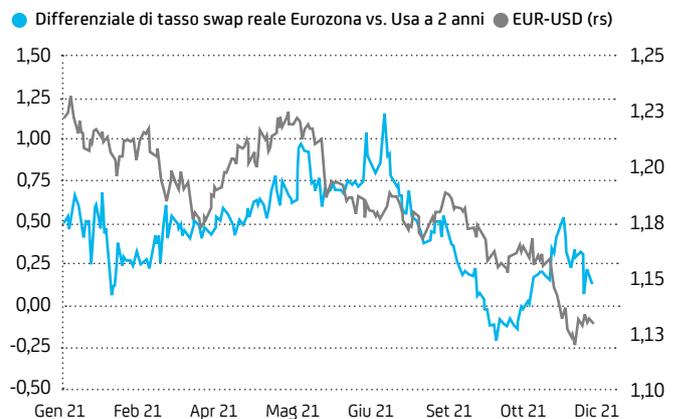
**Discesa a 1,10 e anche un po' sotto...**

Nel nostro scenario, la Fed aumenterà il tasso dei fed funds almeno cinque volte da settembre 2022 a dicembre 2023, mentre la BCE probabilmente manterrà inattivo lo strumento PEPP dopo marzo, rimanendo in attesa sui tassi almeno per tutto il nostro periodo di previsione biennale. Ci aspettiamo quindi che lo spread (nominale) a 10 anni tra gli Stati Uniti e l'Eurozona si muova maggiormente a favore degli Stati Uniti per la maggior parte dei prossimi due anni e che lo spostamento sia ancora maggiore sul termine di 2 anni, in cui le nostre previsioni sono più aggressive dei tassi a termine, soprattutto nel 2022 (cfr. Grafico 5, in cui si mostra lo spread di rendimento UE-Usa

**Grafico 3. L'EUR-USD è diventato sensibile anche ai differenziali dei tassi di interesse a lungo termine**



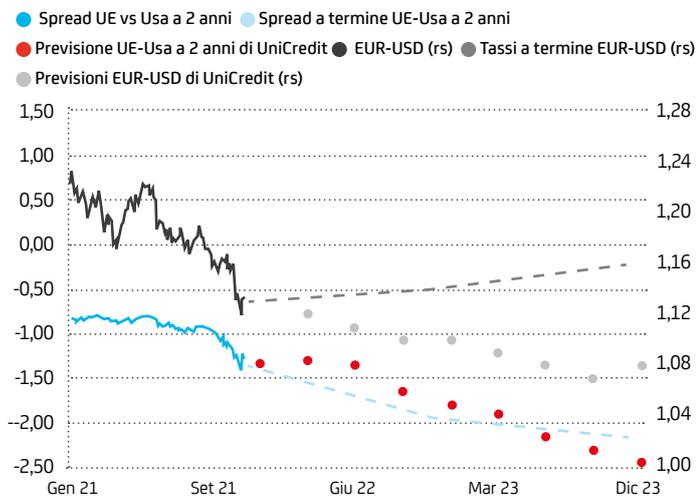
**Grafico 4. Mentre il cuscinetto offerto dai differenziali di tassi reali a breve termine è diminuito**



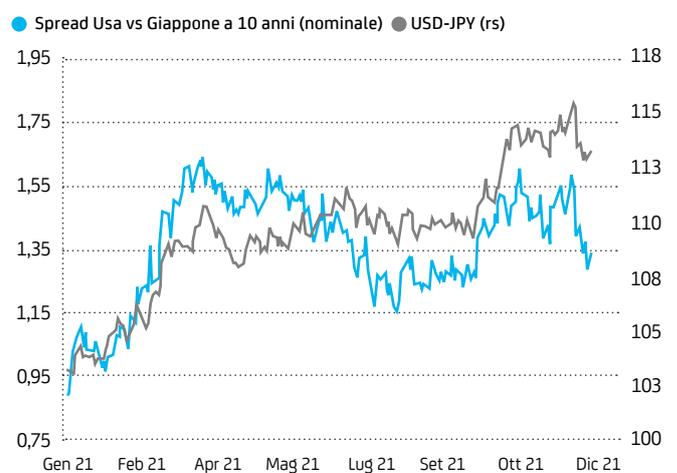
Fonte: Bloomberg, UniCredit Research



**Grafico 5. Le nostre previsioni su EUR-USD divergono dai tassi a termine che puntano ancora ad un euro più solido**



**Grafico 6. I differenziali di rendimento manterranno lo yen giapponese ancora sul lato dell'offerta contro l'USD**



Fonte: Bloomberg, UniCredit Research

nominale a 2 anni contro EUR-USD e rispetto ai tassi a termine e alle nostre previsioni). Le traiettorie divergenti dei tassi di interesse tra gli Stati Uniti e l'Eurozona anche nel 2022 e nel 2023 trascineranno probabilmente il cambio EUR-USD ancora più in basso, soprattutto se il picco previsto dei rialzi dei tassi negli Stati Uniti supererà il consenso del mercato, come nel nostro scenario. Tuttavia, la curva a termine statunitense ha già incorporato in modo sostanziale la stretta della Fed e questo probabilmente rallenterà e limiterà il margine per un ulteriore deprezzamento di EUR-USD. L'analisi della reazione dell'USD ai precedenti cicli di rialzo dei tassi negli Stati Uniti dalla svolta di Alan Greenspan nel 1994 suggerisce che il dollaro alla fine tende ad apprezzarsi, anche se gli investitori hanno anticipato abbastanza il cambio di politica. La quota di 1,10 sarà probabilmente toccata nel 2022 e superata nel 2023, ma al di sotto di questa soglia gli investitori potrebbero iniziare a mettere in discussione l'attrattiva di mantenere posizioni corte su EUR-USD a livelli così bassi e la BCE probabilmente si esprimerà contro la debolezza della propria valuta se il calo sotto 1,10 accelererà verso la parità trascinando con sé anche il cambio effettivo.

### ...e rischi associati

Il rischio principale per il nostro scenario è che la Fed possa essere costretta a rallentare il ritmo della stretta per motivi di

breve periodo (ossia, l'aumento dei problemi legati al Covid-19) o a questioni a medio-lungo termine (impatto negativo sulla crescita economica degli Stati Uniti derivante da un inizio troppo precoce del processo di stretta). Questo potrebbe riportare il cambio EUR-USD in area 1,15 e 1,18, ma probabilmente non molto al di sopra, dato che un aggravamento della crisi del Covid-19 o un peggioramento della crescita economica statunitense avrebbe probabilmente un impatto anche sulla politica della BCE. In effetti, i nostri obiettivi di previsione per EUR-USD si discostano dagli attuali tassi a termine, che indicano una moderata ripresa di questo tasso di cambio nel tempo (si veda ancora il Grafico 5). Tuttavia, anche con il nuovo calo che ci aspettiamo, il cambio EUR-USD non è destinato a diventare troppo sottovalutato. Ipotizzando una stabilizzazione intorno a 1,08 entro la fine del 2023, la sottovalutazione sarebbe di circa il 7% rispetto al suo fair value, che ora stimiamo a 1,16. In effetti, le nostre previsioni di 1,10 e 1,08 rispettivamente per la fine del 2022 e la fine del 2023 sono anche coerenti con i valori di BEER (behavioral equilibrium exchange rate) che otteniamo sulla base dei nostri obiettivi per i rendimenti dei Treasury e dei Bund a 10 anni per il 4° trimestre 2022 e il 4° trimestre 2023.

### Adottiamo un atteggiamento ribassista sul JPY, nonostante il sostegno del Covid-19

Riconosciamo che l'emergere della variante Omicron di Covid-19 e l'aumento dei contagi potrebbero offrire un po' di sollievo a breve termine al JPY, come indica il suo rally oltre 113, ma da una prospettiva di medio/lungo periodo, siamo diventati più cauti riguardo a una ripresa del JPY. L'ampliamento dei differenziali di tasso d'interesse tra Stati Uniti e Giappone (anche sul lungo termine) continuerà probabilmente a pesare sul JPY, poiché la BoJ rimane lontana dal seguire l'exit strategy della Fed (cfr. Grafico 6). Il Giappone vive ancora sull'orlo della deflazione e una valuta più debole soddisfa il doppio obiettivo di aiutare l'economia e di stimolare l'inflazione. A meno che la Fed non faccia marcia indietro sul fronte dei tassi, l'unico motivo per cui il cambio USD-JPY potrebbe tornare sotto i 110 sarebbe un periodo prolungato di avversione al rischio globale che danneggi anche l'economia statunitense, e quindi abbastanza forte da permettere al JPY di soppiantare l'USD come valuta rifugio preferita. Altrimenti, la zavorra sul JPY provocata dai differenziali di rendimento è destinato a prevalere. Ci aspettiamo che USD-JPY torni a 120 entro la fine del 2023. La sottovalutazione del JPY rispetto al suo fair value, che stimiamo essere intorno a 95 contro l'USD, è destinata ad ampliarsi ulteriormente.



### Cambio EUR-CHF leggermente più solido verso 1,10 e USD-CHF di nuovo oltre la parità

Le prospettive sono simili per il CHF: la SNB dovrebbe rimanere molto accomodante e soprattutto seguire le decisioni della BCE per quanto riguarda l'inizio della normalizzazione della politica, con limitate possibilità di una mossa "solitaria". Ci aspettiamo un cambio EUR-CHF di nuovo intorno a 1,10 nell'arco dei prossimi due anni. Il calo del CHF sarà probabilmente più intenso nei confronti dell'USD, tornando leggermente sopra la parità entro il 4° trimestre 2023.

### La BoE, che aumenta i tassi prima della Fed e della BCE può ancora offrire al GBP un leggero potenziale di rialzo

La BoE ha aumentato i tassi ufficiali a dicembre 2021. Ora ci aspettiamo che i rialzi continuino nel corso del 2022-2023 ma a un ritmo più lento di quanto la mossa di dicembre potrebbe. Il fatto che la BoE alzerà ancora i tassi prima della Fed e della BCE, come si riflette nelle rispettive curve a termine (cfr. grafico 7), potrebbe offrire alla sterlina un minimo potenziale di rialzo verso 1,40 per fine 2023. La sterlina guadagnerà probabilmente un po' di terreno anche contro l'euro, dato l'immobilismo della BCE, trascinando il cambio EUR-GBP

di nuovo sotto 0,80 nel nostro orizzonte biennale.

### Valute delle materie prime e NOK sostenute dalla normalizzazione della politica monetaria in patria

Le prospettive per le tre valute legate alle materie prime (AUD, NZD e CAD) saranno determinate dalla volatilità del mercato, dalla traiettoria dei prezzi del petrolio e delle materie prime e dalle prospettive di politica monetaria nei tre rispettivi paesi. La RBA, la RBNZ e la BoC inizieranno o continueranno ad attuare una stretta, a meno che il Covid-19 non diventi un serio ostacolo. La RBNZ e la BoC rimarranno probabilmente più attive, ma la RBA ha anche abbandonato il suo precedente impegno a rimanere in attesa fino al 2024, lasciando intendere che un inizio del ciclo di rialzo dei tassi è possibile entro il 2023. Le politiche monetarie più rigide in patria permetteranno probabilmente ad AUD, NZD e CAD di mantenere un percorso di leggero apprezzamento nei confronti dell'USD. La Norges Bank continuerà probabilmente ad aumentare i tassi, offrendo al NOK un ulteriore supporto anche di fronte alla ritrattazione delle prospettive dei prezzi del petrolio. Il SEK sarà probabilmente in ritardo rispetto al NOK nella sua ripresa, anche se la Riksbank è sembrata più aggressiva a novembre, affermando che non aumenterà i tassi prima della seconda parte

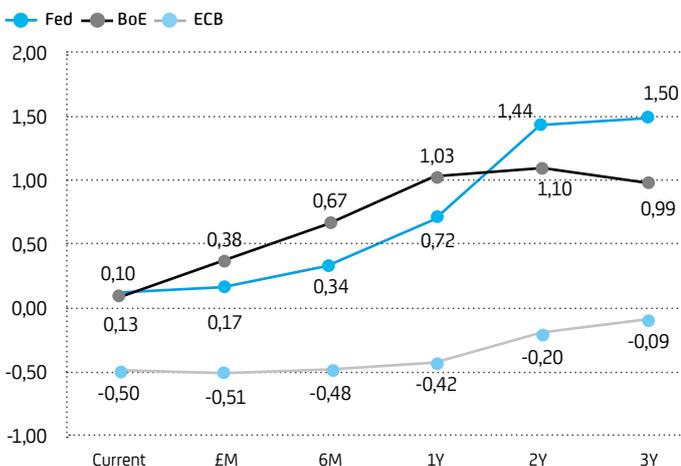
del 2024 (mentre in passato è stata più vaga sui tempi). È probabile che le due valute scandinave rimangano fortemente sottovallutate anche dopo il rally che ci aspettiamo nel 2022 e 2023.

### Maggiore solidità del CNY, ma ancora sotto stretto controllo della PBoC

Infine, ci aspettiamo un ulteriore apprezzamento del CNY rispetto all'USD. Il CNY è rimasto saldo durante la recente crisi immobiliare, data la mancanza di pressione sul mercato off-shore. Il CNH non è stato scambiato a sconto rispetto al CNY on-shore, cosa che in passato ha preannunciato tensioni sui cambi, come durante la crisi di agosto 2015 (cfr. grafico 8). Pechino porterà probabilmente avanti il suo piano per ridurre la dipendenza del paese dal settore esterno in favore dei consumi e degli investimenti interni come motore principale della crescita cinese. Questo renderebbe più facile tollerare un CNY più forte, anche come strumento contro l'inflazione. Tuttavia, spetterà ancora alla PBoC determinare la portata e il ritmo dell'apprezzamento del CNY, che difficilmente sarà molto ampio anche tenendo conto della decelerazione che ci aspettiamo nella crescita economica cinese nel 2022 e nel 2023. Pertanto, è improbabile che superi 6,30-6,25 nel nostro orizzonte biennale.

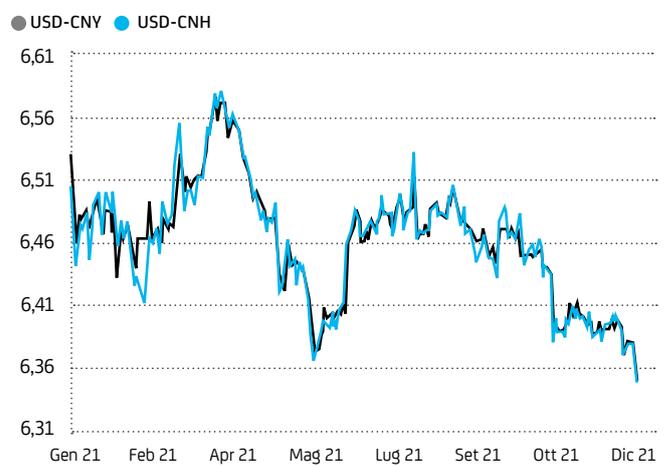
Fonte: Outlook 2022 UniCredit Research

Grafico 7. Le curve a termine vedono ancora la BoE davanti alla Fed e alla Bce nel ciclo di rialzo dei tassi



Nota: il tasso della Fed è il punto medio se l'intervallo corrente è 0,00-0,25%

Grafico 8. Finora il cambio USD-CNH off-shore è stato scambiato senza un grande divario rispetto al cambio USD-CNY on-shore



Fonte: Bloomberg, UniCredit Research



# Le banche centrali navigano nell'incertezza sul lato dell'offerta

- Stiamo rivedendo al ribasso la nostra previsione di crescita del Pil globale per il 2022 al 4,2%, sullo sfondo di strozzature dell'offerta e di una maggiore inflazione che durerà più a lungo del previsto. Per il 2023 prevediamo una crescita del 3,7%
- Gli Stati Uniti riprenderanno probabilmente il loro trend di Pil pre-pandemia entro il 4° trimestre 2022, mentre l'Eurozona ci arriverà un anno dopo. Riteniamo che la crescita della Cina rallenterà attestandosi sotto il 5%. La Fed probabilmente aumenterà i tassi quattro volte nel 2022 e tre volte nel 2023. La BCE lascerà probabilmente i tassi invariati
- L'incertezza è alta. I rischi per la crescita hanno un duplice risvolto, mentre i rischi per l'inflazione sono al rialzo

Daniel Vernazza  
PhD, Chief International Economist  
UniCredit

## 1. Previsioni di base

### Rallentamento in arrivo.

Ci aspettiamo che la crescita del Pil globale rallenti al 4,2% nel 2022 (in precedenza 4,6%) e al 3,7% nel 2023, dopo una crescita del 5,8% nel 2021. La spinta derivante dalla riapertura sta svanendo, e l'economia globale deve affrontare diverse difficoltà, dalle intense strozzature dell'offerta e l'aumento di nuovi casi di Covid-19, agli alti prezzi dell'energia e alla prospettiva di una politica fiscale e monetaria meno espansiva.

**Il Pil tornerà pre-pandemia negli Stati Uniti circa un anno prima che nell'Eu-**

**rozona; la crescita della Cina rallenterà.**

Negli Stati Uniti, vediamo un rallentamento della crescita del Pil al 3,5% (precedentemente 3,9%) nel 2022 e al 2,7% nel 2023, dal 5,5% del 2021. L'economia dovrebbe tornare al suo trend pre-pandemia nel 4° trimestre 2022, tre trimestri più tardi di quanto previsto in precedenza. Nell'Eurozona, abbiamo rivisto la nostra previsione di crescita al 3,9% (dal 4,3%) per l'anno prossimo e ci aspettiamo una crescita del 2,9% nel 2023, dopo una crescita del 5,0% nel 2021. Attendiamo che l'economia dell'Eurozona raggiunga la sua

tendenza pre-pandemia verso la fine del nostro orizzonte di previsione biennale. In Cina, stimiamo un significativo rallentamento della crescita, al 4,8% nel 2022 e al 4,7% nel 2023, a causa delle vulnerabilità finanziarie, concentrate nel mercato immobiliare, delle forze strutturali e del giro di vite normativo. La crescita in altri importanti mercati emergenti subirà probabilmente una decelerazione significativa nel 2022, riflettendo la lenta diffusione dei vaccini, l'elevata inflazione, i deflussi di capitale, la politica monetaria più rigida e il ridotto sostegno fiscale. I prezzi elevati delle materie prime, seppur probabilmente in calo, fanno ben sperare per la crescita dei paesi esportatori di petrolio nel prossimo anno.

**È probabile che l'inflazione torni verso il target l'anno prossimo, ma questo giudizio è circondato da una grande incertezza.**

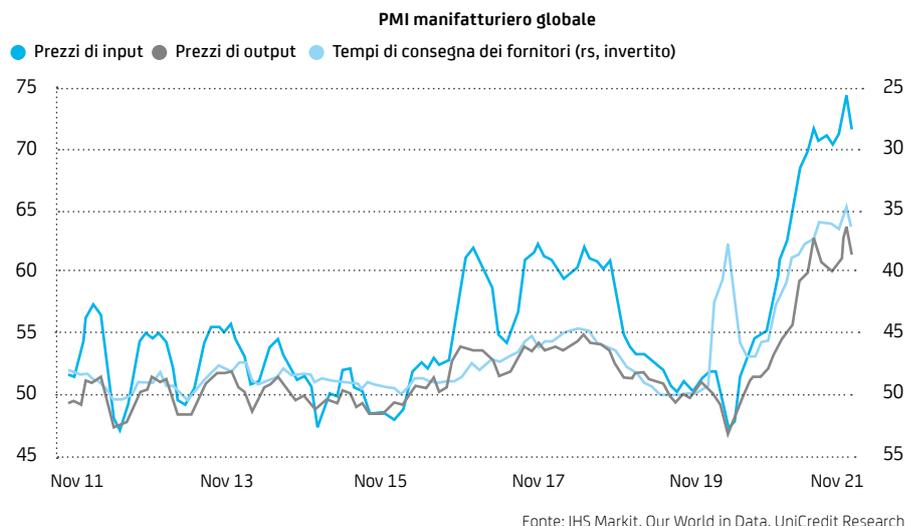
L'inflazione del CPI è salita al 6,2% a/a negli Stati Uniti e al 4,9% a/a nell'Eurozona a novembre ed è destinata a rimanere alta più a lungo di quanto inizialmente previsto. Continuiamo a pensare che l'inflazione elevata sia trainata principalmente da fattori temporanei, tra cui i prezzi dell'energia, le strozzature sul lato dell'offerta e gli effetti di base, ma l'inflazione è diventata recentemente più ampia negli Stati Uniti e nell'Eurozona e l'incertezza è aumentata. Negli Stati Uniti, prevediamo che raggiunga un picco del 7% circa su base annua entro la fine dell'anno, prima di scendere a poco più del 2% entro la fine del 2022. Nell'Eurozona, l'inflazione dovrebbe scendere per attestarsi sotto il 2% entro la fine del 2022. Nei mercati emergenti il deprezzamento della valuta, gli alti prezzi dei generi alimentari e i ritardati aumenti dei prezzi dell'energia faranno sì che l'inflazione rimanga alta fino al 2022.

## 2. Giudizi e ipotesi chiave

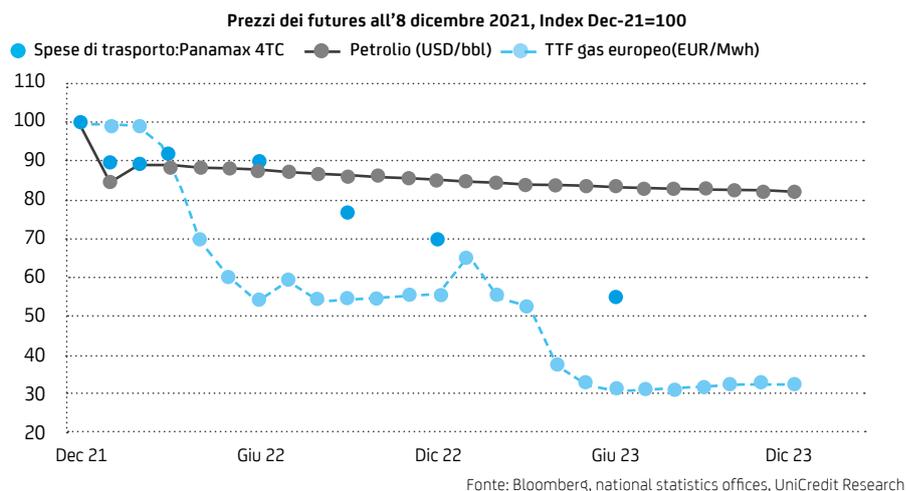
**Giudizio chiave 1: Le strozzature dell'offerta non si allenteranno prima della seconda metà del 2022.**

Abbiamo ipotizzato che le strozzature sul lato dell'offerta, che hanno pesato sulla produzione e hanno spinto sostanzialmente

**Grafico 1. Le strozzature sul lato dell'offerta rimangono elevate**



**Grafico 2. Prezzi dei futures per le materie prime**



i prezzi dei beni di base verso l'alto (cfr. Grafico 1), non si allenteranno significativamente prima della seconda metà del 2022, più tardi di quanto precedentemente previsto, e non si normalizzeranno completamente ai livelli pre-pandemia fino al 2023. La carenza di semiconduttori durerà probabilmente ancora più a lungo, per tutto il prossimo anno. Le strozzature riflettono, sia la forte domanda di beni (derivante dalla domanda repressa causata dalle restrizioni e dal cambiamento della spesa indotta dalla pandemia verso i beni), sia l'interruzione dell'offerta (causata dalla chiusura delle fabbriche, in particolare in Asia, dai problemi di trasporto e dalla carenza di

materiali e manodopera). Quando la situazione sanitaria migliorerà, dovrebbe verificarsi una graduale normalizzazione dei modelli di spesa e l'offerta dovrebbe adeguarsi, incentivata da prezzi più alti. Tuttavia, l'attuale ondata di Covid-19, così come l'accumulo di scorte e il forte capex, fa sì che probabilmente la domanda di beni rimarrà solida nel breve termine. Le indagini a livello societario<sup>1</sup> e i prezzi dei futures per i costi di spedizione (Grafico 2) sono coerenti con una diminuzione dei prezzi nel 2° semestre del 2022.

<sup>1</sup>Si vedano, per esempio, la ifo Business Survey, ottobre 2021, e il BoE Monetary Policy Report, novembre 2021 (Box E).



## Giudizio chiave 2: La situazione sanitaria migliorerà gradualmente dopo l'inverno.

Le prospettive dell'economia continuano a dipendere significativamente dall'andamento del coronavirus. I nuovi casi di Covid-19 sono in aumento negli Stati Uniti e, in particolare, in Europa. Secondo le prime indicazioni la variante Omicron è altamente trasmissibile ma non più mortale, mentre i vaccini esistenti potrebbero essere meno efficaci nel fornire protezione contro di essa. Molti paesi hanno reintrodotta delle restrizioni. Abbiamo ipotizzato che i nuovi casi di Covid-19 saranno alti per tutto l'inverno, ma che non ci sarà un ritorno generale ai lockdown, grazie ai vaccini che forniscono ancora protezione contro la malattia grave, a migliori terapie e alla ridotta volontà pubblica di accettare restrizioni. Insieme alla crescente adattabilità delle famiglie e delle aziende alle restrizioni, ciò significa che l'impatto negativo sull'attività economica sarà probabilmente molto inferiore a quello delle prime ondate di Covid-19, in linea con la tendenza di ogni ondata precedente. Presumiamo che la situazione sanitaria migliorerà gradualmente dopo l'inverno.

## Giudizio chiave 3: I prezzi delle materie prime scenderanno.

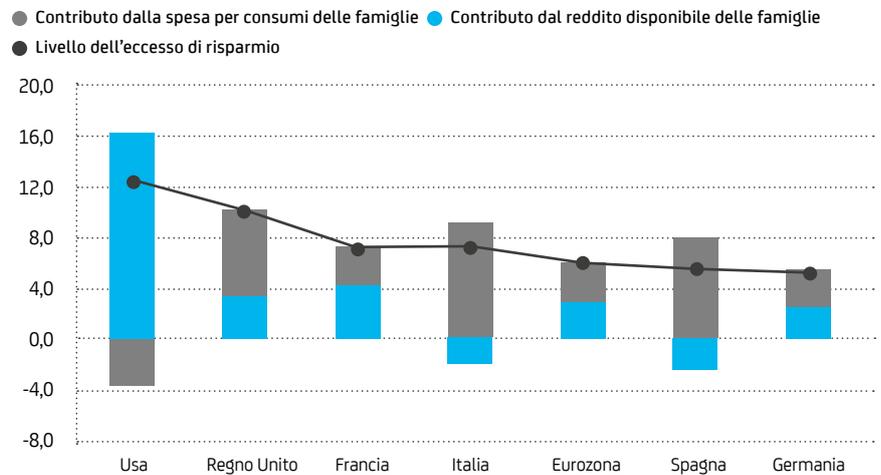
Le nostre previsioni d'inflazione si basano sul calo dei prezzi del petrolio Brent a 70 USD/barile entro la fine del 2022 e a 65 USD/barile entro la fine del 2023, nonché sulle curve dei futures inclinate verso il basso per altre materie prime. In particolare, il prezzo del gas naturale dovrebbe scendere bruscamente in primavera e poi diminuire ulteriormente nel corso della previsione (cfr. Grafico 2).

## Giudizio chiave 4: Le aspettative di inflazione rimarranno ben ancorate.

La ricaduta da costi più alti a prezzi e salari più alti (i cosiddetti "second round effect") sarà probabilmente ridotta. Le misure a lungo termine delle aspettative di inflazione rimangono ben ancorate.

## Grafico 3. "Eccesso di risparmio" delle famiglie

Livello dell'eccesso di risparmio nel 3° trim. 2021, % della somma su 4 trimestri del Pil (somma cumulativa 1° trim. 2020-3° trim. 2021 dei risparmi trimestrali sopra il livello medio del periodo 2018-19\*)



Nota: \*i risparmi delle famiglie nel 3° trim. 2021 per l'Eurozona, l'Italia, la Spagna e il Regno Unito sono stime di UniCredit Research.

Fonte: Bloomberg, istituti di statistica nazionali, UniCredit Research

Con il calo dei prezzi dell'energia, è probabile che anche le aspettative d'inflazione diminuiscano. I dati sugli accordi salariali in diverse economie avanzate suggeriscono che la crescita delle retribuzioni è stata guidata da un aumento dei flussi da lavoro a lavoro, mentre gli accordi salariali per coloro che hanno mantenuto il proprio posto di lavoro sono moderati. Ciò suggerisce che l'elevata inflazione non si è riversata in aumenti di stipendio generalizzati.

## Giudizio chiave 5: Le famiglie attingono al loro "eccesso di risparmio".

Ci aspettiamo che le famiglie attingano ai loro saldi di risparmio per aumentare la spesa nominale (in risposta alla compressione del reddito disponibile a causa dei salari che aumentano meno dell'inflazione e della riduzione dei trasferimenti fiscali), ma probabilmente non tanto quanto l'aumento dei prezzi, il che significa che la crescita reale della spesa delle famiglie sarà probabilmente moderata. Ciò è coerente con i sondaggi sulle intenzioni di spesa e sui tipici effetti ricchezza. I bilanci delle famiglie sono sani, il che è dovuto sia all'accumulo di un sostanziale "eccesso di risparmio"<sup>2</sup> creato durante la pandemia, sia all'aumento

dei prezzi delle case e delle azioni. Stimiamo che l'"eccesso di risparmio" delle famiglie ammonti al 12% del Pil negli Stati Uniti e al 6% del Pil nell'Eurozona (Grafico 3).

## Giudizio chiave 6: L'offerta potenziale dovrebbe salire man mano che i timori sulla salute si attenuano.

L'offerta potenziale è il livello di produzione coerente con l'inflazione che non cresce in modo sostenibile né sopra né sotto l'obiettivo. C'è una significativa incertezza riguardante l'impatto della pandemia, sia sull'offerta di manodopera, sia sulla produttività. La disoccupazione è scesa e i mercati del lavoro sono stretti, riflettendo una carenza di lavoratori disponibili e qualificati. Quest'ultima riflette soprattutto un calo nella partecipazione alla forza lavoro, in parte dovuto al timore del virus e alle necessità di assistenza, che dovrebbero rivelarsi temporanei e, in parte, ai prepensionamenti e agli studi, che probabilmente avranno effetti più duraturi sulla partecipazione. La pandemia potrebbe rafforzare la tendenza pre-pandemia

<sup>2</sup> L'"eccesso di risparmio" delle famiglie è il risparmio cumulativo delle famiglie durante la pandemia oltre al "normale" livello di risparmio.



verso la riduzione dell'orario di lavoro, in quanto le persone riscoprono l'equilibrio tra lavoro e vita privata. L'invecchiamento della popolazione continuerà a pesare leggermente sull'offerta di lavoro. La produttività potrebbe riprendersi dopo più di un decennio di crescita debole, il che compenserebbe la riduzione dell'offerta di manodopera. In effetti, ci sono motivi di ottimismo. Gli ordini di beni strumentali negli Stati Uniti e nell'Eurozona sono stati molto solidi. Le aziende hanno aumentato l'adozione di tecnologia. Anche l'aumento del lavoro da casa potrebbe incrementare la produttività (e la partecipazione), anche se le evidenze sono contrastanti. Negli Stati Uniti, le infrastrutture e il piano Build Back Better dovrebbero dare un leggero stimolo alla crescita potenziale e, nell'Eurozona, i fondi NextGenerationEU dovrebbero avere un effetto simile se le riforme saranno attuate con successo.

#### **Giudizio chiave 7: Divergenza di politiche monetarie.**

Con la ripresa ben avviata e le pressioni inflazionistiche in aumento, le banche

centrali stanno abbandonando le misure di emergenza. La Fed sembra intenzionata ad accelerare il processo di tapering, seguito da quattro rialzi dei tassi nel 2022 e tre nel 2023. La BCE terminerà probabilmente gli acquisti di attivi del PEPP a marzo e, a parziale compensazione, aumenterà il programma dell'APP, ma è improbabile che aumenti i tassi prima del 2024.

### **3. I rischi**

#### **Rischi per la crescita con duplice risvolto, rischi di rialzo dell'inflazione.**

L'incertezza che circonda le prospettive è insolitamente elevata. I rischi per la crescita hanno un duplice risvolto, mentre i rischi per l'inflazione propendono al rialzo. Le strozzature dell'offerta potrebbero allentarsi più rapidamente, o un'ondata del virus più dannosa di quanto ipotizzato potrebbe intensificarle. Vi è incertezza sull'andamento del virus e le restrizioni associate. Se saranno necessari nuovi vaccini per colpire la nuova variante, è improbabile che siano disponibili prima dell'inizio del prossimo anno, e non saranno prodotti in massa fino alla primavera. C'è considerevole incertezza

sul quanto i consumatori possano riprendere, dopo un periodo di "eccesso di risparmio", le loro vecchie abitudini di spesa per servizi a loro rivolti. C'è il rischio materiale di un rallentamento più pronunciato in Cina, alle prese con un'elevata leva finanziaria e un settore immobiliare gonfiato. Le nostre previsioni sull'inflazione sono sensibili all'ipotesi di un percorso al ribasso per i prezzi dell'energia. Un'inflazione elevata durerà più a lungo se si tradurrà in effetti indiretti attraverso i salari e le aspettative di prezzo. L'aumento del potere di determinazione dei prezzi da parte delle imprese, come reso evidente dall'aumento dei margini di profitto, potrebbe rivelarsi più persistente del previsto. Poiché la gestione delle scorte just-in-time si è dimostrata inadeguata durante la pandemia, in futuro le aziende potrebbero voler tenere un rapporto scorte/vendite più alto, ciò aumenterebbe i loro costi in modo più strutturale. Un effetto simile potrebbe risultare se le imprese cercassero di rendere le loro catene di fornitura più resilienti, a spese dell'efficienza. ●

Fonte: Outlook 2022 UniCredit Research



# Petrolio: l'eccesso di offerta peserà sui prezzi del Brent



**Edoardo Campanella**  
Economista  
UniCredit

Prevediamo che i prezzi del Brent raggiungeranno una media di 73 USD/barile nel 2022 e 66 USD/barile nel 2023, in calo rispetto ai 79 USD/barile del 2021. La discesa è coerente con la nostra opinione di lunga data secondo cui nel 2022 il tapering dell'OPEC+ porterà il mercato da un'offerta insufficiente a un'offerta eccessiva, come dimostrato dalle scorte dell'OCSE che dovrebbero aumentare, sia rispetto alla media mobile quinquennale, sia alla media precedente al boom dello scisto. La variante Omicron e il rilascio di riserve strategiche di petrolio da parte di alcuni dei principali paesi consumatori, con gli Stati Uniti che si sono impegnati per 50 milioni di barili, forniscono ulteriore sostegno a uno scenario di offerta abbondante per il prossimo anno.

## Domanda globale solida, ma con un 1° trimestre 2022 incerto

La domanda globale di petrolio ha attraversato un solido percorso di recupero per tutto il 2021, grazie al lancio del vaccino, alla riapertura delle economie nazionali, alla rimozione delle restrizioni di viaggio e, infine, alla crisi del gas naturale. Al momento, la domanda rimane di circa il 3% al di sotto dei livelli pre-pandemia – un divario che dovrebbe essere colmato nel 2022, anche se il 1° trimestre sarà probabilmente caratterizzato da un alto grado di volatilità a causa del clima freddo e delle varie interruzioni che potrebbero essere causate dalla diffusione della variante Omicron. Il trasporto aereo, e quindi la domanda di carburante per aviazione, è la principale componente in ritardo all'interno della domanda complessiva di petrolio e sarà probabil-

mente colpito negativamente all'inizio del 2022. Allo stesso tempo, con la fine dell'inverno e una probabile risoluzione delle tensioni intorno al gasdotto Nord Stream 2, le ricadute positive della domanda dovute alla crisi del gas naturale probabilmente svaniranno.

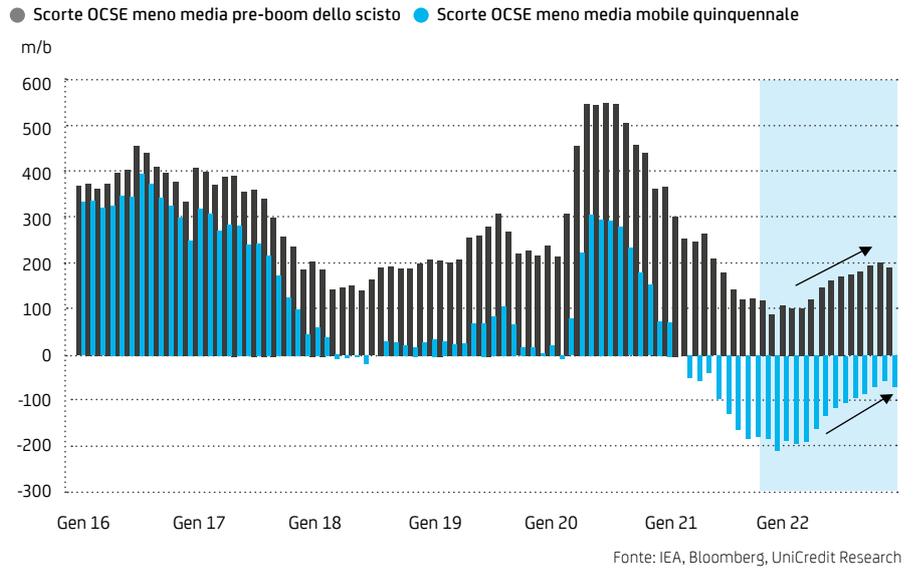
### Produzione statunitense in crescita

La produzione di petrolio negli Stati Uniti sta aumentando a causa del rafforzamento dei prezzi del petrolio. Il numero di impianti è in costante aumento, fino a 554 a metà novembre – quasi il doppio di un anno fa, ma ancora del 30% sotto il livello pre-pandemia. Data la flessibilità che caratterizza i produttori di scisto e la loro capacità di attivare rapidamente nuovi pozzi, c'è molta offerta potenziale sotto terra che potrebbe essere rapidamente portata sul mercato se i prezzi rimanessero interessanti. Con l'accelerazione dell'attività, gli operatori si sono rapidamente concentrati sull'arretrato di pozzi trivellati ma non completati (DUC) – l'equivalente per i produttori di scisto della capacità di riserva dell'OPEC+, che serve a rispondere a un improvviso aumento della domanda di petrolio.

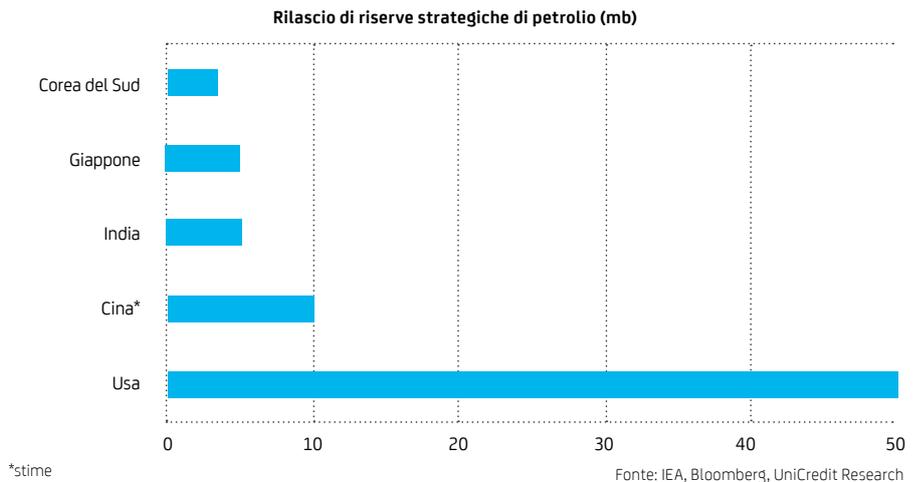
### L'OPEC+ rimane cauta

In un contesto di forte incertezza della domanda globale a breve termine, di aumento della concorrenza negli Stati Uniti e di immissione sul mercato di riserve strategiche, l'OPEC+ ha recentemente adottato un approccio flessibile al suo processo di taglio della produzione. Si atterrà

**Grafico 1. Da un'offerta insufficiente a un'offerta eccessiva**



**Grafico 2. Compensare le carenze dell'offerta**



al piano di aggiungere 400.000 barili al giorno a gennaio, pur mantenendo la flessibilità di regolare l'aumento della produzione con breve preavviso, non solo fermandolo ma persino invertendolo se la situazione sanitaria globale dovesse peggiorare e ripercuotersi sui consumi. L'OPEC+ si trova di fronte a un ambiente difficile in cui ridurre la produzione. Secondo il comunicato ufficiale, la riunione rimane in sessione proprio per tenere aperta una via d'uscita. Ci aspettiamo ancora che il taglio sia completato a dicembre.

Fonte: Outlook 2022 UniCredit Research





# IL 2022

## sarà decisivo per la riforma delle regole di bilancio dell'UE



**Tullia Bucco**  
Economista  
UniCredit



**Loredana Maria Federico**  
Capo Economista Italia  
UniCredit

Il dibattito sulla riforma delle regole di bilancio europee ha ripreso slancio dopo l'avvio di una consultazione pubblica da parte della Commissione europea a ottobre e l'instaurazione di un nuovo governo a Berlino. Se i limiti del quadro attuale sono ben noti – complessità, dipendenza da variabili non osservabili e distorsione prociclica – la crisi del Covid-19 ha ulteriormente sottolineato le sfide da affrontare. L'obiettivo della consultazione della Commissione è identificare le politiche più adatte ad affrontare le vulnerabilità socioeconomiche esistenti e le probabili sfide in “modo graduale, duraturo e favorevole alla crescita”. La Commissione lavorerà poi per tradurle in norme concrete per presentare una proposta di riforma del Patto di stabilità e crescita (PSC) entro il prossimo giugno.

**Elementi chiave da osservare:  
la comunicazione della Commissione**

**europa sugli orientamenti in materia di bilancio sarà pubblicata nel 1° trimestre del 2022**

Nel frattempo, ci si aspetta che la Commissione europea pubblichi una comunicazione a febbraio o marzo per fornire orientamenti agli Stati membri su come affrontare la disattivazione della clausola di salvaguardia nel PSC dal 2023 nella redazione dei loro bilanci. Il fatto che il dibattito sulle regole di bilancio sarà ancora in corso rende altamente improbabile un ritorno a un ritmo di consolidamento coerente con le regole pre-pandemia. Tuttavia, rispetto all'esperienza del 2020-21, ci aspettiamo che l'orientamento in materia della Commissione europea reintroduca in parte una dimensione quantitativa “soft” nella valutazione della conformità degli Stati membri agli indicatori rilevanti su cui si è basata la sorveglianza di bilancio dall'inizio della pan-



demia, comprese le variazioni relative alle misure temporanee di emergenza, gli investimenti finanziati a livello nazionale ed europeo e la spesa corrente primaria netta. Nel complesso, la comunicazione fornirà un'indicazione più chiara di dove sta andando la riforma.

### Orientamento di bilancio dell'Eurozona ancora espansivo nel 2022, ma non nel 2023

A breve termine, ci aspettiamo che si mantenga un orientamento di bilancio dell'Eurozona espansivo nel 2022 di circa l'1,0% del Pil, prima di renderlo neutrale/lievemente restrittivo nel 2023.

### La revisione delle regole di bilancio dell'UE: cosa aspettarsi

A nostro avviso, una buona riforma dovrebbe basarsi su due pilastri: in primo luogo, "standard" per la distribuzione tra investimenti pubblici e consumi all'interno di un obiettivo generale di riduzione del rapporto debito/Pil durante gli "anni buoni" per gli Stati membri più indebitati; e in secondo luogo, una "regola" a frequenza più elevata per segnalare in anticipo potenziali tendenze che potrebbero compromettere la futura sostenibilità del debito pubblico. La migliore di queste

regole è un limite massimo alla spesa per interessi in rapporto alle entrate fiscali<sup>1</sup>. Tuttavia, sulla base di come si è evoluto finora il dibattito, ci aspettiamo quanto segue:

#### Un ritmo più graduale di adeguamento del debito.

**1.** La "regola dell'1/20" che stabilisce il ritmo al quale i paesi ad alto debito devono ridurre i loro debiti, che finora è stata poco rispettata, sarà modificata. Se la regola fosse ripristinata, porterebbe a un ritmo di consolidamento che soffocherebbe la ripresa. Il numero di paesi in cui il rapporto debito/Pil dovrebbe rimanere sopra il 100% del Pil nel 2023 è raddoppiato rispetto al 2019 (da tre a sei). Pertanto, la regola potrebbe essere modificata per consentire una riduzione del debito più graduale e realistica, da 20 a 30 anni, o più.

#### Regole più semplici e meno procicliche.

**2.** Il cambiamento del saldo strutturale, che ha plasmato il monitoraggio dell'orientamento di bilancio fino al 2019, sarà probabilmente sostituito da un rafforzamento

<sup>1</sup> Cfr. Erik Nielsen (2021), "The need for better fiscal rules in Europe", VoxEU.org, 29 ottobre.

<sup>2</sup> La regola confronta la crescita della spesa primaria, al netto delle misure discrezionali delle entrate ma includendo i cambiamenti finanziati dal dispositivo di ripresa e resilienza (RRF) e da altre sovvenzioni UE, con il suo tasso di crescita potenziale medio decennale. Inoltre, sono escluse le misure temporanee di emergenza.

della regola di spesa, molto probabilmente prendendo come modello quella utilizzata dalla Commissione europea dal 2020<sup>2</sup>. Quest'ultima avrebbe il vantaggio di ridurre il ruolo delle variabili non osservabili come la crescita potenziale. Quest'ultimo, a sua volta, ridurrebbe la distorsione prociclica del quadro di bilancio.

#### Un margine molto più ampio per gli investimenti.

**3.** Il nuovo quadro di bilancio includerà probabilmente una regola d'oro volta ad escludere dal suo calcolo gli investimenti pubblici nel green, nel digitale e in qualsiasi altro progetto di valore paneuropeo. Tale regola creerebbe uno spazio per gli investimenti per sostenere lo sforzo finanziario che gli Stati membri dell'UE saranno chiamati a effettuare per tener fede al loro impegno nelle transizioni gemelle (verde e digitale). La Commissione europea stima che questo sforzo dovrebbe tradursi in un investimento aggiuntivo di circa 650 miliardi di euro (4,5% del Pil dell'UE27) all'anno in energia, trasporti e digitalizzazione fino al 2030. E sebbene il settore privato sarà, ovviamente, chiamato a rivestire un ruolo significativo nel finanziamento di questi investimenti, gli Stati dovranno fare la loro parte. Questo potrebbe ammontare a 100 miliardi di euro o circa l'1,0% del Pil dell'UE27 all'anno. ●

Fonte: Outlook 2022 UniCredit Research



# Italia:

## la domanda interna principale motore di crescita

Loredana Maria Federico  
Capo Economista Italia  
UniCredit

Dopo un 2021 sorprendentemente positivo, ci aspettiamo che la crescita continui al 4,1% nel 2022, prima di rallentare a un ancora solido 2,4% nel 2023. L'Italia ha sperimentato una visibile accelerazione nel suo percorso di ripresa e il Pil è atteso a recuperare il suo livello pre-Covid-19 nel 1° semestre del 2022. L'inflazione farà temporaneamente un balzo nel 2022 (al 2,5%) sullo sfondo di una diffusa pressione sui prezzi, prima di

tornare verso l'1,0%, principalmente a causa di effetti di base.

**L'Italia non sfuggirà all'impatto negativo delle persistenti strozzature sul lato dell'offerta...**

Nel nostro outlook economico, prevediamo che l'attività manifatturiera subisca l'effetto sfavorevole delle strozzature sul lato dell'offerta, moderando il ritmo della ripresa nella prima

metà del 2022. Nelle nostre proiezioni abbiamo considerato il fatto che la produzione industriale non ha subito una battuta d'arresto nel 2° semestre del 2021, nonostante la crescente gravità dei vincoli dell'offerta, un'indicazione che i danni potrebbero rimanere limitati a un numero selezionato di settori manifatturieri e che essi costituiscono una quota relativamente limitata della produzione economica.

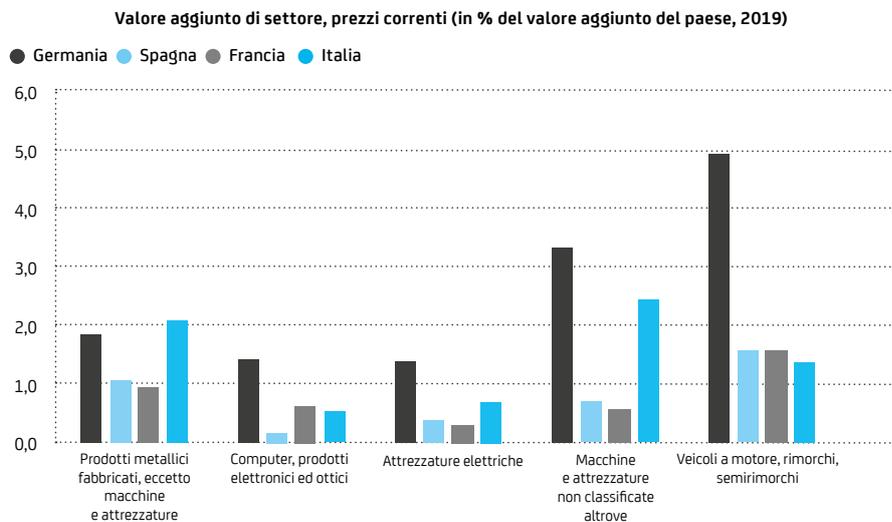
### ...mentre sarà probabilmente più protetta da quello delle restrizioni legate al Covid-19

Nonostante l'enorme incertezza, ci aspettiamo che in inverno saranno introdotte solo limitate restrizioni legate al Covid-19. Questo causerebbe un rallentamento, ma non un deragliamento, della ripresa dei servizi. La risposta positiva nel turismo nel 2021 è un buon segno. Ci aspettiamo che l'attività del settore delle costruzioni continui ad espandersi ad un buon ritmo, dato che la maggior parte degli incentivi fiscali rimarrà in vigore quest'anno, mentre la maggior parte delle risorse del piano di ripresa e resilienza dell'Italia (PNRR) sarà destinata a questo settore.

### La domanda interna sarà il principale motore di crescita

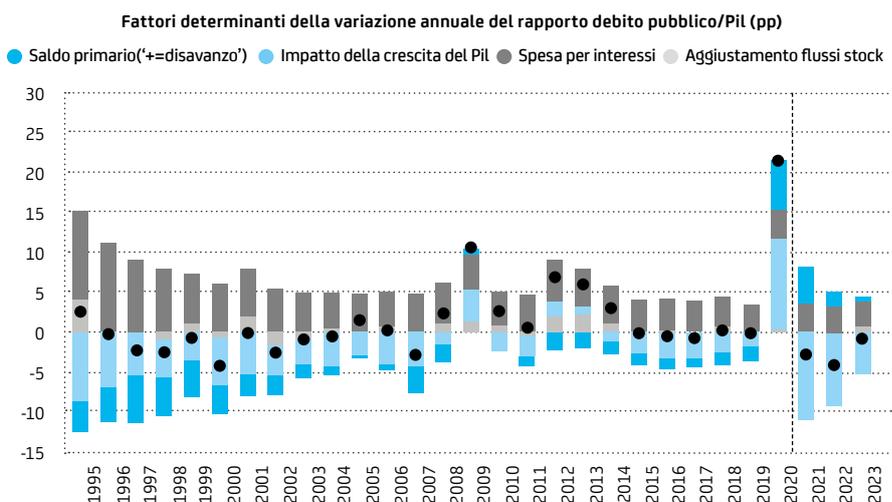
La domanda interna guiderà la ripresa del Pil. Ci aspettiamo che la crescita dei consumi privati rallenti di nuovo a cavallo dell'anno, quando le famiglie torneranno ad aumentare il risparmio precauzionale e l'inflazione salirà. Dalla primavera dovrebbe riaccelerare, sostenuta anche dalle maggiori risorse che la legge di bilancio 2022 destina alla riduzione delle tasse. Prevediamo che il tasso di risparmio ritorni gradualmente al 10% e che i consumi privati rimangano al di sotto del loro livello pre-pandemia per la maggior parte dell'orizzonte di previsione. Diversi fattori favorevoli continueranno a sostenere gli investimenti fissi, tra cui il PNRR, ulteriori risorse nazionali nella legge di bilancio destinate a stimolare la spesa per investimenti pubblici e

**Grafico 1. Difficoltà sul lato dell'offerta al centro della scena**



Fonte: Banca d'Italia, Eurostat, Istat, UniCredit Research

**Grafico 2. Il calo del rapporto debito/Pil è ben consolidato**



Fonte: Banca d'Italia, Eurostat, Istat, UniCredit Research

privati, un sentiment delle aziende positivo, condizioni di finanziamento che dovrebbero rimanere favorevoli e un'ampia liquidità delle imprese. Gli investimenti fissi torneranno a superare il 20% del Pil, recuperando l'enorme calo indotto dalla crisi finanziaria globale e del debito sovrano.

### Le condizioni per un miglioramento degli indicatori fiscali sono visibili

Gli indicatori fiscali sono migliorati rapidamente, e i rapporti del disavanzo

di bilancio e del debito pubblico ed il Pil hanno raggiunto il picco nel 2020. Grazie alla forte ripresa economica, il rapporto disavanzo di bilancio/Pil ha registrato una piacevole sorpresa e dovrebbe diminuire nel 2022 a causa dello svincolo di circa l'80% delle risorse pubbliche destinate a misure temporanee di emergenza. Tuttavia, rimarrà probabilmente vicino al 4,0% del Pil fino al 2023. Una crescita positiva, seppur in rallentamento, del Pil nominale e un miglioramento del deficit primario por-



teranno il rapporto debito/Pil sotto il 150%. L'incertezza rimarrà, poiché il governo non ha ancora stabilito misure di compensazione adeguate per le riduzioni strutturali delle tasse e probabilmente ricorrerà alla spesa corrente in misura maggiore rispetto ad altri paesi europei. Ciò potrebbe lasciare gli indicatori fiscali vulnerabili agli shock negativi che colpiscono l'attività economica. Questi sono temi che la Commissione europea ha già sollevato.

**Siamo fiduciosi che l'Italia possa rispettare il PNRR, nonostante l'incerta successione del presidente della repubblica.**

**L'attuazione del PNRR sarà la sfida chiave del prossimo anno...**

Mantenere in pista le riforme e gli investimenti inclusi nel PNRR costituirà la sfida principale per quest'anno. Per il 2022, ci sono un centinaio di traguardi e obiettivi che riguardano le riforme e gli investimenti. L'agenda delle riforme rimarrà fitta, compresa l'approvazione degli atti delegati per la riforma della giustizia civile e penale, la legge sull'insolvenza e la revisione del sistema fiscale, e la legislazione che consenta la riforma della pubblica amministrazione. Allo stesso tempo, l'attuazione dei progetti d'investimento dovrebbe iniziare ad accelerare significativamente rispetto allo scorso anno. Ciò rappresenterà un vero e proprio test per la capacità dei ministeri e degli enti locali di fornire risultati, così come per

i processi di monitoraggio e di governance stabiliti dal governo centrale.

**...e la ragione principale per evitare elezioni anticipate, a nostro avviso**

Ci aspettiamo che la necessità di ottenere risultati su tutti questi fronti per ricevere ulteriori esborsi di fondi europei rappresenti un incentivo per i partiti politici, che ne aumenti la responsabilità a livello nazionale ed europeo per garantire che il PNRR sia correttamente attuato. Riteniamo che ci sarebbe un costo politico per i partiti che spingono per le elezioni anticipate, e quindi lo consideriamo poco probabile. ●

Fonte: Outlook 2022 UniCredit Research



# Strategy Cross Asset: rimanere sulle azioni dei mercati sviluppati ma prepararsi a una maggiore volatilità

- Prevediamo una performance azionaria volatile ma ancora solida nel 2022, con rendimenti intorno al 10% per gli indici europei e statunitensi
- Le obbligazioni ad alto rating difficilmente registreranno performance positive poiché i rendimenti si sposteranno gradualmente verso l'alto e il carry è limitato, mentre i segmenti più rischiosi dei mercati obbligazionari europei hanno prospettive migliori
- L'elevata incertezza sui fronti della crescita e dell'inflazione, così come la riduzione dell'accomodamento da parte delle banche centrali, fanno pensare a una maggiore volatilità in futuro
- Saranno necessarie una gestione di portafogli e una selezione dell'esposizione più attive per destreggiarsi nelle oscillazioni di mercato previste



**Elia Lattuga**  
Co-Head of Strategy Research  
Cross Asset Strategist  
UniCredit

## Maggiori sfide dopo un anno di solide performance per gli asset rischiosi

Con l'avanzare della ripresa economica globale, le politiche monetarie e fiscali ultra-accomodanti che hanno caratterizzato gli ultimi due anni sono destinate a una progressiva riduzione. Tuttavia, alcune delle conseguenze della crisi, come gli alti livelli di debito (lordo) e i consistenti bilanci delle banche centrali sono destinati a rimanere. Le esigenze di finanziamento rimarranno elevate. Le

tendenze demografiche, le necessità di assistenza sanitaria, le questioni ambientali e la maggiore attenzione alla resilienza delle supply chains richiedono maggiori investimenti pubblici e privati nei prossimi anni, mentre l'inflazione elevata rappresenta un rischio per il costo del debito. La liquidità rimarrà ampia, ma le banche centrali si faranno strada in uno scenario di crescita del Pil in rallentamento ma ancora elevata e di inflazione alta, cercando di ridurre l'accomodamento ed evitando un ingiustificato irri-



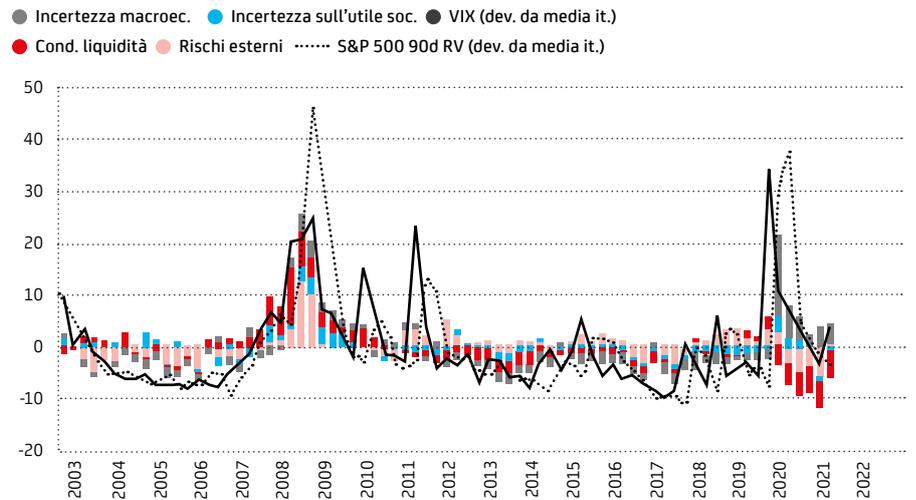
gidimento delle condizioni finanziarie. A complicare il quadro, la crisi e gli anni di bassi tassi di interesse hanno aumentato l'incertezza riguardante il livello del tasso neutrale e, dati i costi asimmetrici<sup>1</sup> di una stima errata, le considerazioni sulla gestione del rischio rimangono fondamentali per le scelte di politica monetaria. Tuttavia, la direzione è chiara: la Fed sembra destinata ad accelerare il processo di tapering e seguiranno rialzi dei tassi, mentre le altre principali banche centrali si muoveranno nella stessa direzione, al proprio ritmo. Le speculazioni sulla velocità e la portata di tali mosse aggiungeranno incertezza ai mercati, altrimenti ancora guidati da una solida crescita economica e dal miglioramento dei fondamentali societari. Prevediamo una performance azionaria più volatile ma ancora solida nel 2022 per i mercati europei e statunitensi. Per quanto riguarda il reddito fisso, è improbabile che le obbligazioni ad alto rating registrino performance positive, positive poiché i rendimenti si sposteranno gradualmente verso l'alto e il carry è limitato. Vediamo il rendimento dei Treasury statunitensi a 10 anni muoversi verso il 2% e quello dei Bund a 10 anni verso lo 0%. I segmenti più rischiosi (per gli ibridi e l'high yield) dei mercati obbligazionari europei hanno prospettive migliori. Un ampliamento del differenziale di rendimento Treasury-Bund favorirà il dollaro USA nei confronti dell'euro.

### Diverse fonti di incertezza potrebbero comportare oscillazioni della propensione al rischio

Il grafico 1 illustra una ripartizione della volatilità implicita dell'S&P 500 (VIX) stimata in base a misure di incertezza macroeconomica e degli utili societari, condizioni di liquidità e fattori esterni (globali). Il VIX è visualizzato come deviazione dalla sua media a lungo termine (circa 20 punti), mentre le colonne sovrapposte mostrano il contributo di

<sup>1</sup>The Asymmetric Costs of Misperceiving R-star, Lettera economica FRBSF, 01-2021 e Navigating by r\*: safe or hazardous? Keynote Lecture, BIS, 09-2021.

Grafico 1. Elevata incertezza (VIX e i suoi fattori trainanti)



Fonte: Haver, Bloomberg, UniCredit Research

ogni fattore al modello. Le strozzature sul lato dell'offerta, l'inflazione elevata e l'evoluzione della pandemia continuano a rappresentare rischi macroeconomici e agli utili societari e, mentre la liquidità delle banche centrali rimarrà abbondante, gli impulsi saranno progressivamente meno positivi. Nel frattempo, l'incertezza della politica economica/commerciale e i rischi geopolitici devono essere monitorati attentamente. Pertanto, il 2022 potrebbe essere caratterizzato da una maggiore volatilità e, anche se non riteniamo che ciò impedirà agli asset rischiosi di registrare una performance positiva, i rendimenti corretti per il rischio ne risentiranno.

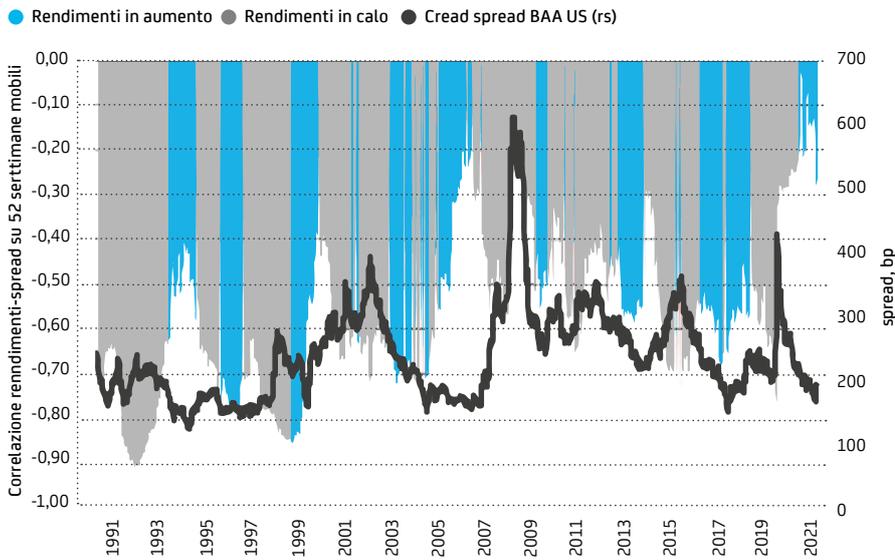
### La duration costituirà un ostacolo per la performance del reddito fisso

Di recente la volatilità nella parte breve della curva dei rendimenti statunitensi è stata elevata di recente e, a nostro avviso, i mercati potrebbero raffigurare dei rialzi della Fed troppo anticipati, con i tassi che si stabilizzano a un livello troppo basso. Le prospettive di crescita e inflazione degli Stati Uniti richiedono rendimenti più alti nella parte lunga, e prevediamo che il rendimento dei Treasury a 10 anni raggiunga il 2% alla fine del 2022, quando i rendimenti reali diventeranno meno negativi.

Tuttavia, con l'avvio dei rialzi dei tassi, emergerà una tendenza di bear flattening duraturo. Nell'Eurozona, i rendimenti a lungo termine saliranno lentamente, data la minore pressione inflazionistica e la maggiore cautela della banca centrale, mentre la parte a breve resterà fissa. Pertanto, riteniamo che i Treasury e i titoli di Stato europei forniranno rendimenti negativi nel 2022 e raccomandiamo una posizione di duration breve su entrambi i mercati del reddito fisso.

### Esposizione creditizia: rischi dalla maggiore correzione con tassi, rendimenti positivi nei segmenti più rischiosi

Nei segmenti più rischiosi del mercato obbligazionario europeo, un carry più elevato contribuirà a compensare gli effetti sfavorevoli dei tassi d'interesse e, dopo il recente ampliamento, potrebbe esserci un certo margine per la compressione degli spread nel corso del 2022. I solidi fondamentali creditizi, la persistente domanda di rendimento e un quadro di offerta neutrale supportano questa visione. Ci aspettiamo che le obbligazioni societarie IG (senior) registrino rendimenti di poco superiori allo zero, mentre gli ibridi e l'high yield, caratterizzati da un carry più elevato e da una duration inferiore, potrebbero rendere tra l'1,5 e il 4,5%, ma con una mag-

**Grafico 2. Rendimenti dei Treasury statunitensi e credit spread**


Fonte: Bloomberg, UniCredit Research

giore volatilità, date le prospettive dei tassi e delle azioni. Un rischio chiave per il credito è rappresentato dal grado di correlazione tra i movimenti dei tassi e dei credit spread. Negli ultimi trent'anni, la correlazione tra le variazioni dei rendimenti dei Treasury statunitensi a 10 anni e i credit spread BAA negli Stati Uniti è stata in media negativa (circa -0,50), con consistenti oscillazioni soprattutto nei periodi di stress. Recentemente questa metrica ha iniziato ad aumentare. Nell'Eurozona, gli acquisti della BCE hanno contribuito a movimenti più sincroni dei tassi e delle obbligazioni corporate, spingendo gli spread a livelli storicamente bassi. L'abbondanza di liquidità e i bassi costi di finanziamento hanno alimentato l'offerta di obbligazioni a lunga scadenza, mentre dal lato della domanda hanno prevalso le strategie di miglioramento del rendimento. In questo contesto, le istituzioni finanziarie dell'Eurozona hanno allungato la duration del proprio portafoglio<sup>2</sup>.

In caso di un rapido cambiamento dei livelli dei tassi, una duration più lunga potrebbe portare a una riduzione delle posizioni e a riscatti più indiscriminati, aumentando così la correlazione tra

spread e variazioni dei tassi d'interesse, in particolare quando il carry è basso e/o le posizioni sono a leva. Ravvisiamo maggiori difficoltà per il credito statunitense, a causa del più elevato rischio di tasso d'interesse e d'inflazione, nonché di politiche societarie più favorevoli agli azionisti.

### Azioni: ampi vantaggi ma con rischi maggiori

Le azioni rimangono l'asset class con le migliori prospettive di rendimento. La performance sarà trainata principalmente da una solida tendenza alla crescita degli utili e caratterizzata da una maggiore volatilità rispetto al 2021. L'inasprimento della politica monetaria potrebbe rivelarsi un fattore sfavorevole, in particolare per i segmenti di mercato in cui le valutazioni sono elevate. Osservando gli ultimi due cicli di rialzo dei tassi della Fed, la performance dell'S&P 500, a partire da tre trimestri prima della data dell'aumento dei tassi e, durante i due anni successivi è stata complessivamente solida (7-10% annualizzato), ma con rendimenti negativi durante diversi trimestri e con perdite massime intorno al 10%. Tali episodi suggeriscono che un aumento della volatilità azionaria e brevi periodi di

correlazione positiva tra la performance di azioni e obbligazioni potrebbero essere all'orizzonte. Le banche centrali probabilmente agiranno per evitare una stretta materiale delle condizioni finanziarie; tuttavia, date le prospettive di politica monetaria previste, la cosiddetta "Fed-put" potrebbe perdere il suo potere. Prevediamo rendimenti nell'ordine del 10% per le azioni europee e statunitensi nel 2022, e preferiamo le prime, dati i rischi più significativi sostenuti dagli indici statunitensi a causa delle loro valutazioni elevate. Dopo un 2021 debole e nonostante valutazioni relativamente convenienti, le azioni dei mercati emergenti dovranno affrontare un anno difficile, a nostro avviso, a causa della diminuzione del sostegno delle banche centrali, del rallentamento della crescita in Cina e dei persistenti rischi legati alla pandemia.

### Materie prime: prospettive divergenti tra segmenti di mercato

Le materie prime hanno messo a segno performance particolarmente positive nel 2021, sostenute dalla situazione di reflazione, dalla solida domanda e dalla carenza di offerta. Pensiamo che i metalli industriali continueranno a beneficiare della ripresa degli investimenti pubblici e privati. I prezzi dell'energia potrebbero rimanere elevati a breve termine, ma osserviamo un riequilibrio del mercato verso prezzi del petrolio più bassi nei prossimi trimestri. L'aumento dei tassi reali e l'attenuazione dei timori di inflazione rappresentano un fattore sfavorevole per i metalli preziosi.

L'alto livello di incertezza riguardante le dinamiche di mercato per il 2022 richiede una gestione attiva del portafoglio e il perseguimento di obiettivi di diversificazione attraverso la selezione di settori/segmenti di mercato all'interno di ogni asset class. Tali allocazioni dovranno anche considerare l'impatto dei rischi geopolitici e pandemici, nonché il rischio di persistenti strozzature nell'offerta e di prezzi elevati dell'energia.

<sup>2</sup>Rapporto sulla stabilità finanziaria della BCE, 11-2021

Fonte: Outlook 2022 UniCredit Research



Articolo tratto  
da Project Syndicate

# Un cambio di regime nell'economia globale



**Michael Spence**

premio Nobel per l'economia, è professore emerito di economia ed ex preside della Graduate School of Business della Stanford University. È Senior Fellow presso l'Hoover Institution, fa parte del comitato accademico della Luohan Academy e co-presidente dell'Advisory Board dell'Asia Global Institute. È stato presidente della Commissione indipendente per la crescita e lo sviluppo, un organismo internazionale che dal 2006 al 2010 ha analizzato le opportunità per la crescita economica globale, ed è l'autore di *The Next Convergence: The Future of Economic Growth in a Multispeed World* (Macmillan Publishers, 2012).

MILANO – Nel 1979 W. Arthur Lewis vinse il premio Nobel per l'economia per la sua analisi delle dinamiche di crescita nei paesi in via di sviluppo. Tale riconoscimento era assolutamente meritato: il suo modello concettuale si è rivelato preziosissimo per comprendere e guidare il cambiamento strutturale in diverse economie emergenti. Il concetto di fondo evidenziato da Lewis è che, nella fase iniziale, i paesi in via di sviluppo crescono grazie a un'espansione dell'export, che assorbe l'eccedenza di manodopera in settori tradizionali quali l'agricoltura. Con l'aumento dei redditi e del potere d'acquisto, i settori interni registrano un'espansione insieme a quelli dei beni scambiabili. La produttività e i redditi nei settori manifatturieri ad alta intensità di lavoro, perlopiù urbani, tendono a essere 3-4 volte superiori che nei settori tradizionali, perciò i redditi medi aumentano man mano che un maggior numero di persone viene impiegato nel settore dell'export in continua espansione. Tuttavia, come Lewis notava, ciò significa anche che la crescita dei salari nel settore dell'export resterà

depressa finché vi è un surplus di manodopera altrove.

Dal momento che la disponibilità di manodopera non è un vincolo, il fattore chiave riguardante la crescita è il livello dei capitali investiti, necessari anche in settori ad alta intensità di lavoro. Il rendimento di tali investimenti dipende dalle condizioni di concorrenza nell'economia globale.

Tali dinamiche possono dare luogo a una crescita molto elevata che a volte continua per anni, perfino decenni. Ma c'è un limite: quando l'offerta di manodopera eccedentaria si esaurisce, l'economia raggiunge il cosiddetto punto di svolta di Lewis. Generalmente, ciò si verificherà prima che un paese abbia superato la fascia di reddito medio-bassa. La Cina, ad esempio, ha raggiunto il suo punto di svolta di Lewis 10-15 anni fa, e ciò ha determinato un cambiamento radicale nelle dinamiche di crescita del paese. Al punto di svolta di Lewis, il costo opportunità di spostare una maggior quantità di manodopera dai settori tradizionali a quelli in via di modernizzazione non è più trascurabile. I salari iniziano a crescere in tutti i



comparti dell'economia, il che significa che, per continuare, la crescita deve basarsi non sul passaggio di lavoratori da settori a bassa produttività ad altri ad alta produttività, ma su un incremento della produttività all'interno dei vari settori. Poiché questa transizione spesso fallisce, il punto di svolta di Lewis è quando molte economie in via di sviluppo finiscono nella trappola del reddito medio.

Vale la pena rispolverare il modello di crescita di Lewis perché qualcosa di simile sta accadendo oggi. Quando, svariati decenni fa, l'economia globale ha cominciato ad aprirsi e a diventare più integrata, grandi quantità di manodopera e capacità produttiva nelle economie emergenti, prima scollegate e inaccessibili, si sono riversate sui settori manifatturiero e dell'export producendo risultati impressionanti. L'attività manifatturiera si è spostata dai paesi sviluppati e le esportazioni delle economie emergenti sono cresciute più rapidamente dell'economia globale.

Data la quantità di manodopera a basso costo nelle economie emergenti (specialmente la Cina), la crescita dei salari nei settori dei beni scambiabili delle economie avanzate è rimasta schiacciata, anche quando l'attività non si è spostata verso economie emergenti. Il potere contrattuale del lavoro si è ridotto nelle economie sviluppate, e la pressione negativa sui salari delle fasce di reddito medio-basse ha contagiato i settori dei beni non scambiabili man mano che i lavoratori rimasti disoccupati nel manifatturiero vi si sono riversati.

Ma quel processo è perlopiù terminato. Molte economie emergenti sono diventate paesi a medio reddito, e l'economia globale non dispone più di ampie riserve di manodopera a basso costo per alimentare la dinamica iniziale. Ovviamente, restano sacche di manodopera e di potenziale capacità produttiva sottoutilizzate, ad esempio in Africa. È difficile, però, che questi lavoratori possano confluire nei settori produttivi dell'export in modo abbastanza rapido e in quantità tali da prolungare le dinamiche precedenti il punto di svolta.

Il punto di svolta di Lewis avrà profonde conseguenze per l'economia globale. Le forze che hanno depresso i salari e l'inflazione

negli ultimi quarant'anni stanno regredendo. Varie economie emergenti e sviluppate stanno invecchiando, rafforzando così il trend, e la pandemia da Covid-19 ha ulteriormente ridotto l'offerta di manodopera in molti settori, forse in modo permanente. In tali condizioni, il declino ormai quarantennale dei redditi da lavoro come quota del reddito nazionale è destinato a registrare un'inversione di tendenza, anche se la rapida evoluzione dell'automazione e di altre tecnologie incentrate sul risparmio di manodopera potrebbe contrastare entro certi limiti il processo.

In sintesi, ora che vari decenni di crescita dei paesi in via di sviluppo hanno esaurito buona parte della capacità produttiva inutilizzata del mondo, la crescita globale è sempre più vincolata non dalla domanda, ma dalle dinamiche dell'offerta e della produttività. E non si tratta di un cambiamento transitorio.

Una conseguenza evidente di questo processo è il fatto che le forze inflazionistiche sono mutate radicalmente. Dopo essersi appiattita o scomparsa per un lungo periodo, la curva di Phillips (che descrive una relazione inversa tra inflazione e disoccupazione) sembra tornata sulla scena, e per restarvi. I tassi di interesse aumenteranno insieme alle pressioni inflazionistiche che stanno già costringendo le principali banche centrali a ritirare liquidità dai mercati dei capitali.

Un'economia globale fortemente indebitata (l'eredità di anni di tassi di interesse a livelli minimi) attraverserà un periodo di turbolenza man mano che i livelli del debito verranno reimpostati per una "nuova normalità" nel contesto dei tassi di interesse. Le allocazioni di attività di portafoglio verranno adeguate di conseguenza, e la prolungata luna di miele durante la quale la performance delle attività di rischio è stata migliore di quella economica raggiungerà il suo epilogo.

È difficile dire quanto repentinamente avverrà tutto questo. Prevedere risultati specifici con precisione è impossibile. L'incontro dell'economia globale con il punto di svolta di Lewis darà adito a un periodo

di notevole incertezza, come sempre succede con qualunque spostamento tetto-nico.

Molte parti dell'economia globale subiranno un cambio di regime radicale. Svariati decenni di crescita nelle economie emergenti hanno favorito un massiccio incremento dei consumatori a medio reddito e del potere di acquisto in generale, eliminando al tempo stesso la capacità produttiva a bassissimo costo a livello mondiale.

Naturalmente, potrebbero esserci comunque periodi di crescita vincolata dalla domanda a seguito di crisi come la pandemia o di shock legati al clima. Ma lo schema fondamentale sarà quello di una crescita vincolata dall'offerta e dalla produttività, poiché le restanti riserve di capacità produttiva sottoutilizzate non sono abbastanza ampie da soddisfare la crescente domanda globale.

Il lavoro di Lewis non era incentrato sull'economia mondiale in modo preponderante, a eccezione dei casi in cui i mercati internazionali forniscono la tecnologia e la domanda necessarie per alimentare una crescita nei paesi in via di sviluppo inizialmente trainata dalle esportazioni. Ciò nonostante, la sua intuizione che i modelli di crescita cambiano radicalmente a seconda che vi siano risorse produttive non utilizzate accessibili (specialmente manodopera) è più rilevante che mai.

Applicate alle transizioni attualmente in corso nell'economia globale, le idee di Lewis implicano importanti cambiamenti negli schemi di crescita, nella struttura delle economie, nella configurazione delle catene di approvvigionamento globali, e nei prezzi relativi di quasi tutto – da beni, servizi e manodopera fino alle materie prime e ad altre categorie di attività. Altrettanto importante è che esse indicano che questa transizione sarà irreversibile.

Orientarsi nella versione globale del punto di svolta di Lewis non sarà facile. Comprendere i cambiamenti strutturali che ne sono alla base è il punto di partenza necessario.



# Tutelarsi dall'inflazione: caccia al rendimento con rischio calcolato

- Tassi in rialzo all'inizio del 2022 su attese di una stretta da parte della Fed e con gran parte delle banche centrali pronte a ritirare le misure straordinarie di stimolo monetario
- In un contesto di volatilità in aumento, è importante orientarsi su investimenti con rendimenti sostenibili e in linea con la propria propensione al rischio
- I nuovi Certificate Fixed Cash Collect su azioni e indici settoriali rappresentano una soluzione per chi vuole costruire un portafoglio diversificato e ottenere cedole mensili fisse



**Roberto Maggi**  
Private Investor Products Southern Europe  
- Internal Network Coverage Italy  
UniCredit

Inizio 2022 all'insegna della volatilità per l'azionario mondiale, alle prese con la fiammata dei tassi dei Treasuries Usa sulle crescenti attese di una stretta da parte della Fed. Secondo un sondaggio Reuters, la Fed alzerà i tassi tre volte quest'anno, più rapidamente di quanto ipotizzato un mese fa, per arginare il balzo dell'inflazione. Tra gli economisti si diffonde intanto l'aspettativa di un maxi rialzo dei tassi Usa nel mese di marzo, pari a 50 punti base, per calmierare le aspettative

sull'inflazione. Anna Wong, responsabile economista di Bloomberg Economics, ritiene che, in base alla BE rule (la regola di Bloomberg Economics), a questo punto la Federal Reserve potrebbe alzare i tassi sui fed funds di 50 punti base nel mese di marzo, per poi procedere con altre cinque strette monetarie, ciascuna di 25 punti base, fino alla fine del 2022.

Al momento della redazione dell'articolo (20 gennaio), i decennali hanno toccato la soglia dell'1,90% per la



prima volta in più di due anni, esattamente dal dicembre del 2019. I tassi a 30 anni sono saliti fin oltre il livello del 2,20%. Al di sopra della soglia dell'1%, riaggiuntata per la prima volta in due anni, dal periodo precedente la pandemia Covid-19, i rendimenti dei bond Usa a due anni. Focus anche in Germania, con il tasso del Bund decennale che ha superato la soglia psicologica dello 0%, sconfinando in territorio positivo per la prima volta dal maggio 2019, mentre il nostro Btp si è portato in area 1,40%.

Mentre le banche centrali di tutto il mondo si preparano a ritirare le misure straordinarie di stimoli monetari lanciate nel periodo più buio della pandemia Covid-19 (in molti casi lo stanno già facendo), la Cina continua a tagliare i tassi. Il 20 gennaio la People's Bank of China ha tagliato il tasso di finanziamento loan prime rate (LPR) a un anno al 3,7%, dal 3,8% precedente e il tasso a cinque anni dal 4,65% al 4,6%. Il tasso LPR a 1 anno

era stato tagliato per la prima volta dall'inizio della pandemia già nel mese di dicembre, passando dal 3,85% al 3,80% (e oggi è stato ulteriormente abbassato al 3,70%). Il tasso a 5 anni è stato tagliato per la prima volta dall'aprile del 2020. Quest'ultimo è cruciale per il mercato immobiliare, in quanto influenza i tassi sui mutui. I tassi LPR sono i tassi di riferimento sui prestiti che vengono stabiliti mensilmente da 18 banche cinesi. Nei giorni scorsi, il presidente cinese Xi Jinping, in occasione di un discorso che ha tenuto durante il World Economic Forum 2022 (l'evento di Davos che anche quest'anno si tiene in modalità virtuale), ha lanciato un appello alle banche centrali di tutto il mondo affinché non alzino i tassi troppo e troppo rapidamente.

In questo contesto di elevata volatilità, contraddistinto da quotazioni dell'azionario in calo rispetto ai recenti massimi e dal passaggio da un'era pre-pandemia deflazionistica di lunga durata all'inizio

di una nuova, caratterizzata da una maggiore crescita e inflazione, risulta di vitale importanza per l'investitore orientarsi su investimenti che possano offrire da un lato dei rendimenti sostenibili e compatibili con le recenti spinte inflazionistiche e, dall'altro, risultino in linea con la propria propensione al rischio.

Per chi volesse raggiungere tale obiettivo utilizzando i Certificate, UniCredit mette a disposizione una vasta gamma di strumenti che offrono in taluni casi anche delle cedole periodiche incondizionate.

Attraverso tali strumenti l'investitore può costruirsi un portafoglio diversificato, sia in termini di sottostanti, sia di profondità di Barriera, in modo tale da ottenere un rendimento medio prefissato per il proprio portafoglio e garantirsi nel contempo una protezione "condizionata" e una efficienza fiscale importante, anche in caso di moderato ribasso dei mercati azionari.

Facendo un esempio pratico puramente



indicativo, nella tabella seguente vengono evidenziate alcune soluzioni presenti attualmente sul mercato. In particolare, UniCredit in data 24/01/2021 ha lanciato sul mercato una mini-gamma di Fixed Cash Collect Certificate sui principali titoli italiani e internazionali, aventi Barriere tra il 60% e il 70%, e su alcuni indici settoriali europei, con Barriere al 75%.

La scadenza dei Certificate è 18/01/2024. Utilizzando tali strumenti, l'investitore si garantirebbe un flusso periodico (mensile) incondizionato nel medio termine e riceverebbe a scadenza l'intero

capitale investito (100), a condizione che il titolo o l'indice sottostante il Certificate sia maggiore o uguale alla Barriera fissata all'emissione.

Di conseguenza, si tratterebbe di una strategia conservativa e vincente anche in caso di forti ribassi dei mercati, nei limiti della Barriera selezionata.

Di seguito il dettaglio dell'emissione.

### Nuovi Fixed Cash Collect su azioni e indici settoriali

I Fixed Cash Collect consentono di ottenere cedole mensili fisse, pagate qua-

lunque sia l'andamento dell'azione sottostante.

A scadenza, il capitale è protetto nel caso in cui il sottostante risulti pari o superiore alla Barriera.

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

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

#### Fixed Cash Collect su azioni e indici settoriali

ISIN	Sottostante	Strike	Barriera (%)	Barriera	Scadenza	Importo aggiuntivo mensile incondizionato (%)	Importo aggiuntivo incondizionato per anno (%)
DE000HB2UA59	AIRBNB	154,58	60	92,748	18/01/2024	0,60	7,20
DE000HB2URU5	ALLIANZ	223,8	70	156,66	18/01/2024	0,25	3,00
DE000HB2UA34	BOEING	217,08	65	141,102	18/01/2024	0,40	4,80
DE000HB2URP5	BPER	1,915	70	1,341	18/01/2024	0,50	6,00
DE000HB2UA67	CARNIVAL	1445,8	60	867,48	18/01/2024	0,65	7,80
DE000HB2URT7	CREDIT AGRICOLE	13,54	70	9,478	18/01/2024	0,45	5,40
DE000HB2UA26	DISNEY	150,11	70	105,077	18/01/2024	0,30	3,60
DE000HB2UA75	EASYJET	625,2	60	375,12	18/01/2024	0,45	5,40
DE000HB2UA18	EUROSTOXX AUTO	675,62	75	506,715	18/01/2024	0,35	4,20
DE000HB2UA83	EUROSTOXX BANKS	107,38	75	80,535	18/01/2024	0,50	6,00
DE000HB2UAA3	EUROSTOXX INSURANCE	322,62	75	241,965	18/01/2024	0,25	3,00
DE000HB2UA91	EUROSTOXX OIL & GAS	317,16	75	237,87	18/01/2024	0,40	4,80
DE000HB2UAC9	EUROSTOXX TECH	912,24	75	684,18	18/01/2024	0,40	4,80
DE000HB2URQ3	INTESA SANPAOLO	2,534	60	1,520	18/01/2024	0,40	4,80
DE000HB2URR1	INTESA SANPAOLO	2,534	70	1,774	18/01/2024	0,50	6,00
DE000HB2URM2	NEXI	13,645	70	9,552	18/01/2024	0,45	5,40
DE000HB2UA18	PAYPAL	173,55	65	112,808	18/01/2024	0,45	5,40
DE000HB2URN0	TUI	2,927	60	1,756	18/01/2024	0,60	7,20
DE000HB2UA42	VISA	214,68	70	150,276	18/01/2024	0,30	3,60
DE000HB2URS9	VOLKSWAGEN	191,7	65	124,605	18/01/2024	0,50	6,00
DE000HB2URL4	ZALANDO	68,44	65	44,486	18/01/2024	0,40	4,80

Tabella: fonte elaborazioni UniCredit

Ricordiamo che i Certificate possono 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.



# Nuovi Cash Collect

## Worst of con rimborso anticipato facilitato da Step Down e cedole con memoria

- Cedole trimestrali dal 2,40% all'8,25% con effetto memoria, condizionate al livello di Barriera
- Barriera europea posta tra il 60% e 70% del Valore Iniziale, sull'andamento dell'azione con la performance peggiore del paniere
- Rimborso anticipato facilitato dal meccanismo Step Down
- Scadenza a tre anni (dicembre 2024)



**Silvia Turconi**  
Private Investor Products Southern Europe  
- Public Distribution Italy  
UniCredit

L'anno solare appena concluso è da record sui Certificate di investimento. Con un tasso di crescita del 25,3% anno su anno, i volumi scambiati sui Certificate di Investimento nei sistemi multilaterali di negoziazione gestiti da Borsa Italiana SeDeX e CERT-X sono passati da 11,24 miliardi di EUR nel 2020 a oltre 14 miliardi nel 2021<sup>1</sup>.

Questo conferma il crescente interesse per i Certificate come valida alternativa

<sup>1</sup> Fonte: Borsa Italiana Analisi e Statistiche a Dicembre 2021  
[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

alle soluzioni di investimento più tradizionali.

Il 2022 si apre con un'emissione di 17 Step Down Memory Cash Collect Worst of su panieri di azioni italiane ed internazionali in negoziazione sul SeDeX-MTF. Scopriamo la nuova emissione nel dettaglio!

### Il flusso cedolare con memoria

Elemento distintivo dei Cash Collect è la possibilità di ottenere dei premi periodici. L'emissione prevede delle cedole trimestrali condizionate al livello di Barriera,



comprese tra il 2,40% e 8,25% lordo del prezzo di emissione. In altre parole, alla data di osservazione trimestrale, se l'azione sottostante, facente parte del paniere e con la performance peggiore (caratteristica Worst of), ha un valore pari o superiore al livello della Barriera, posto tra il 60% e il 70% del Valore Iniziale, il possessore del Certificate incasserà la cedola. Grazie all'**effetto memoria**, i premi eventualmente non corrisposti non vengono persi ma saranno liquidati successivamente se, in una delle successive date di osservazione, la condizione dell'evento cedolare sarà soddisfatta.

### Il rimborso anticipato è facilitato dal meccanismo Step Down

A partire dalla data di osservazione trimestrale del 16 giugno 2022, se l'azione sottostante, facente parte del paniere e con la performance peggiore, è superiore al livello Trigger, si verifica la scadenza anticipata automatica del Certificate, che viene rimborsato al prezzo di emissione di 100 EUR maggiorato del premio (o premi), in quanto sono soddisfatte le condizioni di entrambi gli eventi di scadenza anticipata (cd. Early redemption) e coupon.

Il meccanismo **Step Down** incrementa le probabilità di scadenza anticipata automatica, riducendo la duration dell'investimento, e si concretizza in livelli di Trigger decrescenti nel corso del tempo. Ogni due date di osservazione, infatti, il livello Trigger per la scadenza anticipata automatica diminuisce del 10%. Alle date di osservazione di giugno e settembre 2022 la soglia per il rimborso anticipato è posta al 100% del Valore Iniziale, a dicembre 2022 e marzo 2023 al 90% del Valore Iniziale, a giugno e settembre 2023 all' 80%, infine dalle date di osservazione di dicembre 2023 al 70% del Valore Iniziale. Grazie al meccanismo Step Down, l'investitore ha la possibilità di ottenere l'importo di rimborso massimo prima della scadenza, non solo in caso di performance positiva dei sottostanti, ma anche in caso di moderato ribasso nei limiti del livello Trigger.

### A scadenza

Qualora il Certificate non sia stato rimborsato anticipatamente, a scadenza il 12 dicembre 2024 sono possibili due scenari: a) se l'azione sottostante,

facente parte del paniere e con la performance peggiore, ha un valore pari o superiore al livello di Barriera, il Certificate rimborsa 100 EUR oltre al premio e gli eventuali premi non pagati in precedenza; b) se l'azione sottostante, facente parte del paniere e con la performance peggiore, ha un valore inferiore al livello di Barriera, il Certificate rimborsa un importo proporzionale all'andamento dell'azione sottostante, facente parte del paniere e con la performance peggiore, senza protezione del capitale investito.

### I sottostanti

I panieri sono stati pensati per offrire la possibilità di investire anche su temi specifici, come ad esempio il settore automobilistico, con un basket che comprende Ford, Tesla e Volkswagen (az. privilegiate) e un premio trimestrale del 5,75% e Barriera al 60%, le biotecnologie, con un paniere su Moderna, Biogen e BioNtech con un premio trimestrale pari al 6,55% e una Barriera al 60%. Non mancano panieri sul settore bancario, assicurativo, food&beverage, entertainment. Svariati panieri di azioni italiane, come ad esempio il



Certificate composto da Enel, Intesa Sanpaolo e Telecom Italia, che paga un premio del 4,55% con una Barriera al

70% e altri che vi invitiamo a scoprire nella tabella che segue. Prima di ogni investimento, consultare la

documentazione d'offerta disponibile sul sito [www.investimenti.unicredit.it](http://www.investimenti.unicredit.it).

### Step Down Cash Collect Worst of con effetto memoria

ISIN	Sottostante	Strike	Barriera	Premio lordo Trimestrale Condizionato	Scadenza
DE000HB26F70	FORD MOTOR	20,76 USD	12,456 USD (60%)	6,25%	12/12/2024
	RENAULT	30,05 EUR	18,03 EUR (60%)		
	TENARIS	9,302 EUR	5,5812 EUR (60%)		
	TESLA	1088,47 USD	653,082 USD (60%)		
DE000HB26F47	BEYOND MEAT	66,31 USD	39,786 USD (60%)	5,35%	12/12/2024
	COCA COLA	58,88 USD	35,328 USD (60%)		
DE000HB26F39	MCDONALD'S	267,88 USD	160,728 USD (60%)	5,30%	12/12/2024
	COINBASE	261,33 USD	156,798 USD (60%)		
DE000HB26EX7	JPMORGAN	158,64 USD	95,184 USD (60%)	4,25%	12/12/2024
	PAYPAL	190,10 USD	114,06 USD (60%)		
	BANCO BPM	2,625 EUR	1,8375 EUR (70%)		
DE000HB26F54	BPER BANCA	1,813 EUR	1,2691 EUR (70%)	5,75%	12/12/2024
	INTESA SANPAOLO	2,2835 EUR	1,59845 EUR (70%)		
	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	30,145 EUR	21,1015 EUR (70%)		
	FORD MOTOR	20,76 USD	12,456 USD (60%)		
DE000HB26F21	TESLA	1088,47 USD	653,082 USD (60%)	4,45%	12/12/2024
	VOLKSWAGEN (AZ. PRIV)	179,34 EUR	107,604 EUR (60%)		
	META PLATFORMS	346,22 USD	207,732 USD (60%)		
DE000HB26F88	SNAP	47,71 USD	28,626 USD (60%)	6,55%	12/12/2024
	TWITTER	43,43 USD	26,058 USD (60%)		
	MODERNA	241,44 USD	144,864 USD (60%)		
DE000HB26F62	BIOGEN	235,99 USD	141,594 EUR (60%)	6,05%	12/12/2024
	BIONTECH	241,4 USD	144,84 USD (60%)		
	NIO	29,63 USD	17,778 USD (60%)		
DE000HB26F96	NETFLIX	610,71 USD	366,426 USD (60%)	6,70%	12/12/2024
	VARTA	114,25 EUR	68,55 EUR (60%)		
	PLUG POWER	28,33 USD	16,998 USD (60%)		
	INFINEON TECHNOLOGIES	41 EUR	24,60 EUR (60%)		
DE000HB26F13	SOLAREEDGE TECHNOLOGIES	278,82 USD	167,292 USD (60%)	3,70%	12/12/2024
	AMERICAN EXPRESS	164,41 USD	98,646 USD (60%)		
	BLOCK INC	163,67 USD	98,202 USD (60%)		
	NEXI	14,13 EUR	8,478 EUR (60%)		
DE000HB26F05	PAYPAL	190,10 USD	114,06 USD (60%)	2,40%	12/12/2024
	ALLIANZ	209,15 EUR	146,405 EUR (70%)		
	ASSICURAZIONI GENERALI	18,75 EUR	13,125 EUR (70%)		
	AXA	26,31 EUR	18,417 EUR (70%)		
DE000HB26EU3	SWISS RE	90,86 CHF	63,602 CHF (70%)	2,95%	12/12/2024
	ENI	12,404 EUR	8,6828 EUR (70%)		
	ENEL	7,036 EUR	4,9252 EUR (70%)		
	INTESA SANPAOLO	2,2835 EUR	1,59845 EUR (70%)		
DE000HB26EW9	ENEL	7,036 EUR	4,9252 EUR (70%)	4,15%	12/12/2024
	ASSICURAZIONI GENERALI	18,75 EUR	13,125 EUR (70%)		
	TELECOM ITALIA	0,4354 EUR	0,30478 EUR (70%)		
DE000HB26FA2	NIO	29,63 USD	20,741 USD (70%)	8,25%	12/12/2024
	TESLA	1088,47 USD	761,929 USD (70%)		
	VARTA	114,25 EUR	79,975 EUR (70%)		
DE000HB26EV1	ENEL	7,036 EUR	4,9252 EUR (70%)	3,65%	12/12/2024
	LEONARDO	6,36 EUR	4,452 EUR (70%)		
	SAIPEM	1,865 EUR	1,3055 EUR (70%)		
DE000HB26EY5	BANCO BPM	2,625 EUR	1,8375 EUR (70%)	4,35%	12/12/2024
	STMICROELECTRONICS	44,005 EUR	30,8035 EUR (70%)		
	STELLANTIS	16,854 EUR	11,7978 EUR (70%)		
DE000HB26EZ2	ENEL	7,036 EUR	4,9252 EUR (70%)	4,55%	12/12/2024
	INTESA SAN PAOLO	2,2835 EUR	1,59845 EUR (70%)		
	TELECOM ITALIA	0,4354 EUR	0,30478 EUR (70%)		

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



# Puntare sui rendimenti in un contesto di reflazione e volatilità

Certificate Cash Collect Maxi Cedola Worst of 31/01/2025 su Enel S.p.A., Stellantis NV, STMicroelectronics NV e Schneider Electric SE



**Deborah Dall'Armi**  
Private Investor Products Southern Europe  
- Internal Network Coverage Italy  
UniCredit

Il 2022 si presenta come un anno caratterizzato da un aumento della volatilità dei mercati azionari in un contesto reflazionistico. Il ritorno dell'inflazione, dettato principalmente da strozzature dell'offerta e dall'aumento del prezzo delle materie prime, sta già impattando i nostri investimenti rendendo sempre meno conveniente mantenere la liquidità in portafoglio, erosa dall'impennata dei prezzi. In tale scenario si inserisce anche una previsione di aumento della volatilità, che rende ancor più focale la scelta dei temi d'investimento su cui fare stock picking. È proprio in questa direzione che si sta muovendo sempre più la proposizione d'investimento di UniCredit e, in particolare, quella di Certificate attraverso un nuovo modello 'Choice' che punta

sulle tematiche d'investimento come filo conduttore del catalogo dei Certificate per meglio indirizzare le scelte della nostra clientela. Il Certificate Cash Collect Maxi Cedola Worst of con scadenza 3 anni (31/01/2025) nasce proprio all'interno di questo progetto, per andare a puntare sul tema delle Infrastrutture 2.0 e, nello specifico, su quello delle Smart City, investendo su un paniere di titoli così composto: Enel S.p.A., Stellantis NV, STMicroelectronics NV e Schneider Electric SE.

Oggi scegliere il settore delle infrastrutture significa selezionare titoli ad alto potenziale di crescita con particolare attenzione agli investimenti nelle città "intelligenti". Già 33 grandi città nel mondo sono in un continuo processo di miglioramento verso un



ambiente più sicuro, pulito e sostenibile che richiede investimenti significativi e sviluppi non stop cui le società nel paniere del nostro Certificate contribuiscono a vario titolo.

Questo Certificate prende posizione su 4 titoli ben diversificati e solidi, puntando ad aumentare la redditività complessiva di portafoglio e, nello stesso tempo, a ridurre il potenziale orizzonte temporale di investimento. Con questo prodotto l'investitore riceve una Maxi Cedola del 10% subito dopo un mese se il titolo che ha performato peggio (caratteristica Worst of) all'interno del paniere non è sceso più del 45% rispetto al suo valore iniziale. Inoltre, a partire dal secondo mese e con cadenza mensile, dà diritto a ricevere un rendimento dello 0,33% (3,96% su base annuale) se si verifica la medesima condizione di cui sopra.

A scadenza, dopo 3 anni, si possono verificare due scenari: se il titolo che ha performato peggio non è sceso al di sotto del livello Barriera (55% del valore iniziale) è rimborsato l'intero il capitale investito (EUR 1.000) più l'ultima cedola mensile di 0,33%. Diversamente, il Certificate rimborsa un ammontare equivalente alla performance del titolo peggiore, restituendo in questo caso una esposizione lineare al sottostante che è sceso di più, esponendo l'investitore a una perdita in conto capitale.

Per chi è adatto questo Certificate? Per tutti gli investitori che hanno aspettative di rialzo, di movimento laterale, ma anche di ribasso del mercato azionario (fino al 45% dei titoli componenti il paniere); per coloro che hanno bisogno di recuperare nel breve perdite pregresse in portafoglio grazie all'alta redditività

del prodotto (10% subito dopo il primo mese e 3,96% annuale - condizionati) e la possibilità di rivendere il Certificate anche prima della scadenza facciale del prodotto pari a 3 anni e anche per compensare eventuali minusvalenze in portafoglio. Ricordiamo, infatti, che la fiscalità applicata ai Certificate è quella dei redditi diversi, con aliquota fiscale del 26% e la possibilità di compensare a livello di portafoglio le plusvalenze con le minusvalenze accantonate fino a quattro esercizi precedenti.

Il catalogo prodotti Certificate di UniCredit è molto ampio e variegato e consente di scegliere tra prodotti adatti a diverse tipologie di esigenze, lasciamo a te la definizione della tua preferenza:

Buona scelta!

#### Date di Pagamento / Osservazione

21/02/2022 (t=1m)

**mensilmente** dal 24/03/2022 (t=2m) al 20/12/2024 (t=35m)

**Scadenza**  
24/01/2025 (t=36m)

#### Condizione

Sottostante  $\geq$  **Barriera**

Sottostante  $\geq$  **Barriera**

Sottostante  $\geq$  **20% Barriera**  
Sottostante  $<$  **Barriera**

#### Ammontari di Pagamento / Rimborso

Importo aggiuntivo **10,00%**

Importo aggiuntivo **0,33%** (3,96% p.a.)

**100% + 0,33%**  
**100% x Sottostante/Strike**



# CHOICE:

## Il nuovo approccio di UniCredit sugli Investment Certificate



**Cristiana Vai**  
Group Investment & Protection Products

Abbiamo la capacità di scegliere per ottenere il meglio dalle nostre azioni e per proteggere il nostro futuro. Il Choice, ovvero “la scelta”, è nelle nostre mani.

*“La scelta è un libero atto di volontà per cui, tra due o più offerte, proposte, possibilità o disponibilità, si manifesta o dichiara di preferirne una (in qualche caso anche più di una), ritenendola migliore, più adatta o conveniente delle altre.”*

Fonte: Enciclopedia Treccani

**Quando siamo chiamati a scegliere sui nostri risparmi, come possiamo ottenere il meglio e proteggere il nostro futuro? Quale è la nostra vera forza?**

In realtà abbiamo a disposizione 2 “armi”: la diversificazione e il valore del tempo. In uno scenario economico che vede i rendimenti obbligazionari prossimi allo zero (se non in molti casi negativi) e una inflazione che inciderà sulla capacità di spesa, la nostra strategia di investimento deve spaziare verso orizzonti necessariamente diversi da quelli che abbiamo affrontato

negli anni passati, se non addirittura contemplarli tutti in un giusto equilibrio.

I dati di crescita economica sono allettanti e si possono tradurre in opportunità di investimento sui mercati azionari: il dividendo azionario, si prospetta, ora più che mai, come il sostituto perfetto per il concetto di cedola obbligazionaria cui tanto eravamo affezionati, ma tutto ciò può essere affrontato solo con un atteggiamento “paziente” e “consapevole”.

Occorre, quindi, elaborare un piano, e il nostro si chiama scegliere una diversificazione nel tempo. Una definizione ottimale su come ripartire i nostri risparmi in base alle nostre esigenze quotidiane e a quelle che pensiamo saranno le nostre necessità future.

In tutto questo piano ben elaborato, rimane quindi il difficile e molto emotivo equilibrio fra la volontà di vedere un “+” sul nostro conto e quello di capire il tempo necessario per ottenerlo, soprattutto se, in quel tempo necessario per ottenerlo, il nostro conto oscilla fra “+” e “-” svariate volte.

**Siamo pronti ad affrontare tutto questo senza spaventarci o senza abbandonare gli investimenti al primo segnale di cedimento?**

La nostra forza risiede nella capacità di saper far fruttare nel tempo i nostri risparmi (quello che gli inglesi chiamerebbero “Keep Calm. Stay invested”) e di utilizzare semplici strategie con le quali è possibile re - investire in modo più efficiente gli interessi che si accumulano nel breve periodo (ovviamente per aumentare i profitti potenziali nel lungo termine).

Per affrontare questo nuovo piano non siamo soli.

Avere uno specialista finanziario a fianco, che può accompagnarci, diventa a questo punto un elemento fondamentale.

Dotati di forza e di un partner, siamo quindi pronti a iniziare un viaggio che insegue un nostro obiettivo specifico, ma al pronti-via manca ancora il come.

**Ovvero quali sono gli strumenti che abbiamo a disposizione per mettere in atto questa nuova strategia?**

In questo senso, esistono diversi strumenti finanziari che possono aiutarci a costruire una strategia di diversificazione del tempo. A differenza degli ingredienti di una ricetta, non esistono delle “dosi” standard, perché ognuno di noi ha situazioni differenti e obiettivi diversi.

Il giusto mix dipende da noi, da quello che vogliamo e da come siamo in grado di sop-

portare i famosi “+” e “-” sui nostri conti d’investimento.

Choice è una delle opportunità che UniCredit offre per far fronte al nuovo contesto di mercato e aiutarci a spostare i nostri risparmi verso fonti di reddito certamente più promettenti.

Choice parte dai bisogni delle persone, quelle che lavorano per costruire un sistema Italia migliore o studiano per essere i talenti del futuro. Quelli che hanno creato il nostro paese fino ad adesso e che assistono con curiosità a cambiamenti di cui non pensavano potessero essere testimoni. Quelli che camminano per strada o si spostano in macchina e/o monopattino per rispettare gli appuntamenti.

Choice parte da noi, insomma. E da questo punto di partenza include elementi di investimento sostenibile attraverso gli Investment Certificate. Il tutto per poter scegliere un modo giusto ed equo per accrescere i nostri risparmi e fronteggiare un’inflazione che diminuisce la nostra capacità di spesa.

La struttura delle soluzioni realizzate si basa sull’andamento di uno o più specifici titoli azionari o indici che sono stati selezionati dal team di ricerca di Group Investment Strategy. Esse hanno delle prospettive di crescita più elevate, perché cavalcano dei temi di lungo periodo che caratterizzeranno la nostra società per i prossimi anni e hanno un impatto positivo sul nostro eco-sistema.

Si tratta quindi di investire, proteggendo

una certa percentuale del capitale o semplicemente avendo un obiettivo di accrescere i nostri risparmi entro un certo periodo di tempo, in soluzioni che investono nelle fasi che caratterizzeranno i prossimi anni della nostra economia.

Possiamo scegliere a questo punto di avere della protezione e partecipare ai movimenti positivi dei mercati, in uno scenario che sappiamo già essere di grandi “alti e bassi”, oppure di avere delle fonti alternative di reddito, con quello che in gergo finanziario chiamiamo protezione condizionata.

La cosa più importante, a nostro parere, è che scegliendo un investimento in questi strumenti optiamo per sostenere e migliorare non solo la nostra quotidianità, ma quella dell’intero sistema in cui viviamo.

I nostri risparmi vanno verso quelle aziende che si sono impegnate a raggiungere obiettivi specifici che l’ONU ha sancito per l’umanità: siano essi l’azzeramento delle emissioni di CO2, l’impegno verso l’uguaglianza oppure la transizione verso una energia più sostenibile e pulita. È per questo che abbiamo deciso di chiamare il nostro nuovo approccio ai Certificate - Choice, perché tutti noi adesso siamo chiamati a scegliere e a costruire qualcosa che non sia solo per noi, per i nostri obiettivi e per il nostro tempo, ma che generi un impatto positivo e sostenibile per il mondo in cui viviamo. ●



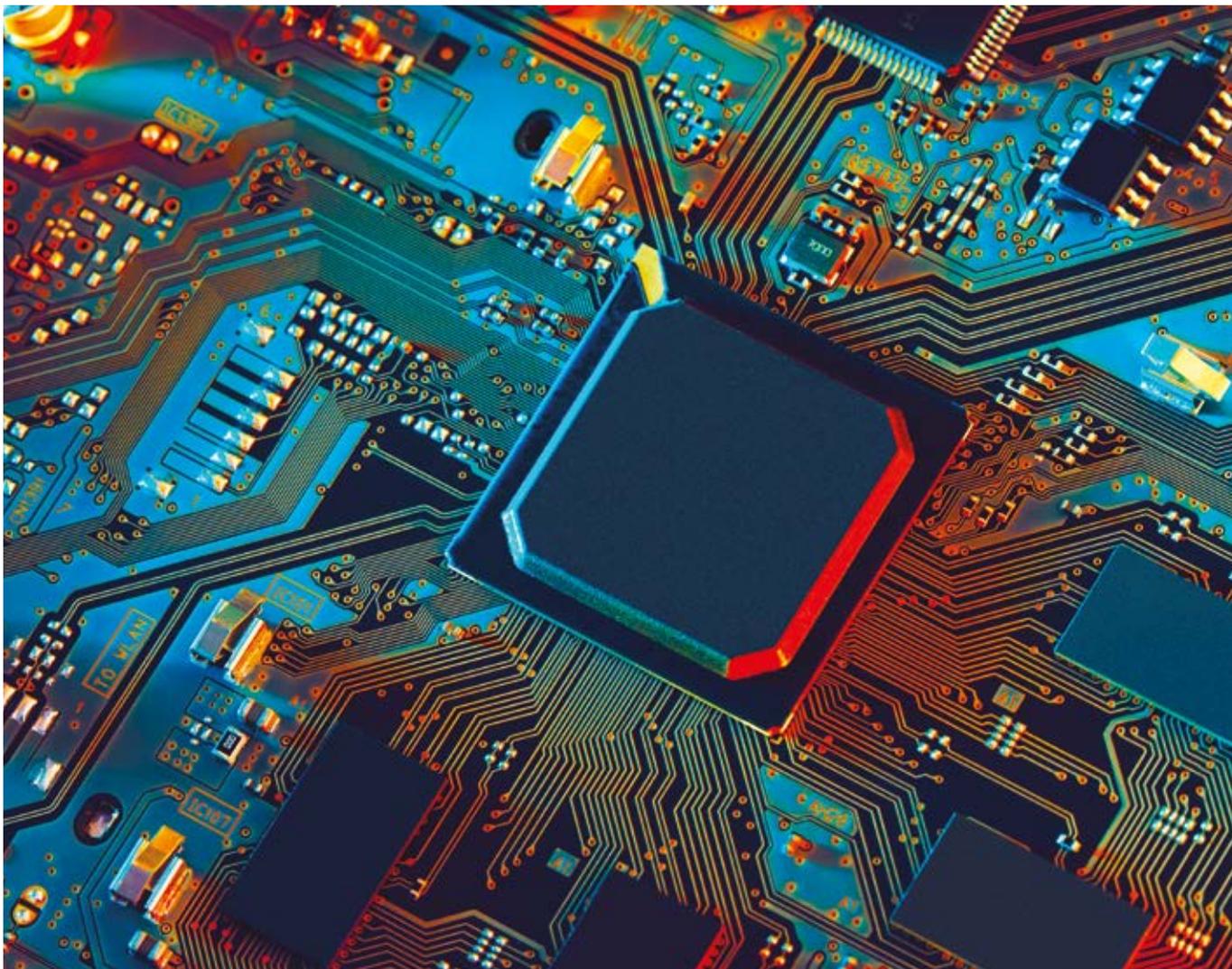
# Datemi una leva e vi solleverò il mondo

Sette trend che cambieranno il nostro mondo e quello degli investimenti



**Alessandro Caviglia**  
Group Investment Strategy

Proviamo ad immaginare un oggetto fondamentale per far funzionare la nostra routine. Quello che fa muovere la macchina con cui ci spostiamo, che ci permette di messaggiare con i nostri amici e conoscenti, che ci aiuta a conservare i cibi nel nostro frigo o addirittura che ci fa raggiungere New York in meno di 10 ore. Se le dimensioni fossero proporzionate all'importanza, si tratterebbe di un oggetto enorme o prodotto in materiale preziosissimo. Ed invece stiamo parlando di un piccolo "aggeggio" di pochi millime-



tri che rappresenta l'intera industria del silicio: un microchip.

Se solo 20 anni fa avessimo pensato che un micro-oggetto avrebbe potuto mettere in crisi gli approvvigionamenti globali, essere - in parte - la causa di un innalzamento dell'inflazione a cui neanche tutte le politiche delle Banche Centrali mondiali avevano contribuito o fonte di scontri fra due super potenze mondiali, ci avrebbero dato dei pazzi. Eppure è così. Tralasciando il tema degli approvvigionamenti dei semi conduttori che - nel lungo periodo - rientrerà alla normalità imponendo un ripensamento sugli hub di produzione mondiali di questi chip, quello che forse deve stupire di più di questa cronaca è che ad una velocità che pare impressionante stanno emergendo trend industriali, sociali ed economici che non possiamo arrestare, ma che stanno cambiando (o hanno già cambiato, a nostra insaputa) le economie globali e il nostro modo di vivere quotidiano in maniera radicale.

Arriviamo al punto, quindi. Nei mercati finanziari quando si parla di cambiamenti e rivoluzioni non si può che associarvi delle opportunità di investimento ed è per questo che la struttura di Group Investment Strategy di UniCredit ha individuato - ormai da un paio di anni - 7 temi di investimento di lungo periodo che vengono selezionati all'interno delle nostre strategie per fornire un "booster" (parola ormai di moda) agli investimenti dei nostri clienti.

Proviamo ad analizzarli uno ad uno.

### **1) Una nuova era di "reflazione"**

Dopo anni di austerità fiscale, i Paesi avanzati hanno riscoperto una politica fiscale orientata alla crescita. Allo stesso tempo, le principali Banche Centrali si stanno preparando a ridimensionare i propri programmi di acquisto d'emergenza legati alla pandemia, pur mantenendo le proprie politiche monetarie ampiamente espansive.

Riteniamo, quindi, che questi sviluppi

stiano inaugurando una nuova era di reflazione che porterà a cambiamenti importanti e duraturi.

Consapevoli che l'aumento dell'inflazione inciderà sul nostro potere di acquisto e sulla capacità di preservare il valore dei nostri risparmi, questo fenomeno si traduce in opportunità di investimento su aziende con dividendi costanti e in crescita e sui titoli del settore Real Estate che offrono caratteristiche difensive e di sviluppo, soprattutto per i developer immobiliari e delle ristrutturazioni.

### **2) Geopolitica**

Dagli anni '80, la Cina sta cercando di acquisire un ruolo di primo piano nella finanza internazionale e sta spingendo la propria integrazione economica globale con progetti di espansione delle sue reti commerciali nell'ambito l'iniziativa denominata "Nuova Via della Seta". Inoltre, è riuscita a realizzare la maggiore area di libero scambio del mondo che rappre-



senta circa il 30% del Pil globale.

È chiaro che questo faccia pensare ad un alto potenziale di crescita a lungo termine nella regione asiatica, anche se le prospettive possono essere più incerte a causa della crescente pressione internazionale sul rispetto dei diritti umani e della minore crescita derivanti dalla sua trasformazione in un'economia basata sui servizi.

Dall'altra parte del globo, la lotta agli effetti economici della pandemia sembra aver alimentato una volontà politica più marcata nel portare avanti l'integrazione europea. Questo non potrebbe che essere uno sviluppo positivo, perché non solo pone l'Europa su una base di crescita più ampia, ma anche perché rende l'Europa più interessante come sede di affari nella competizione internazionale con gli Stati Uniti e l'Asia.

### 3) Innovazione tecnologica

Abbiamo già parlato della crucialità dei microchip nella nostra vita quotidiana e ne abbiamo vissuto l'importanza, ma in questo mondo immenso abbiamo deciso di focalizzarci su determinati trend come lo Smart Manufacturing che mira a migliorare l'efficienza, la flessibilità e la sostenibilità di tutta la catena del valore delle aziende; l'integrazione dei sistemi, necessaria poiché le aziende continuano ad aggiornare i propri processi e/o implementano nuove soluzioni software; la "Softwarization" come ad esempio l'Internet of Things che sta cambiando rapidamente la domanda di servizi e – infine (se così si può dire) l'e-commerce, fenomeno che la pandemia ha accelerato in maniera esponenziale, favorendo gli acquisti online rispetto a quelli "brick & mortar".

### 4) Cambiamento climatico

L'aumento del riscaldamento globale pone enormi sfide alle maggiori economie. La comunità scientifica è d'accordo sul fatto che l'aumento di 1,5°C della temperatura globale rispetto ai livelli pre-industriali deve essere limitato per evitare un cambiamento climatico catastrofico. Ciò significa che dobbiamo ridurre le emissioni annuali di gas serra dai circa 50 miliardi di tonnellate attuali a zero entro il 2050. La buona notizia è che abbiamo già molte

tecnologie idonee a ridurre efficacemente le emissioni dei gas serra. Tuttavia, sono necessari massicci investimenti pubblici e privati per rispettare i recenti accordi di COP26 e l'accordo sul clima di Parigi.

Temi come la conversione verso energia pulita, la gestione dei rifiuti e la capacità di riciclo, le tecniche di innovazione agricole e il miglioramento dell'edilizia abitativa, con un uso più efficiente di gas e acqua sono solo alcuni dei temi che contribuiranno all'ottenimento degli obiettivi climatici.

### 5) Uguaglianza

Investire in ogni genere di uguaglianza, che sia di genere o quella per l'accesso alle opportunità di istruzione o lavorative è un requisito base per migliorare la nostra società e fare in modo che i veri talenti possano apportare cambiamenti significativi al nostro modo di vivere.

Identificare nuove forme di istruzione che siano meno costose rispetto ai tradizionali percorsi formativi è un requisito fondamentale per diminuire i disequilibri economici e sociali di un paese. Inoltre, la parità di genere diventerà uno dei fattori chiave per aiutare le aziende a creare valore per gli azionisti ricercando talenti da risorse precedentemente sottoutilizzate, contribuendo così a sostenere la crescita del Pil.

### 6) Stile di vita Sano

Un altro trend sociale con enormi implicazioni è la crescente consapevolezza di uno stile di vita sano. Secondo un recente studio, l'eliminazione dei tre fattori di rischio (non fumare, peso normale e bassa pressione sanguigna) ha allungato l'aspettativa di vita dei partecipanti allo studio di una media di 6 anni. Tuttavia, oltre a uno stile di vita più sano, un'assistenza sanitaria primaria in continuo miglioramento ha certamente aumentato l'aspettativa di vita media nell'OCSE: nei quattro principali Paesi dell'Eurozona (Germania, Francia, Italia e Spagna), l'aspettativa di vita media è in continua crescita generando implicazioni e opportunità per quelle aziende specializzate nella silver economy.

Con più persone che escono dalla soglia della povertà nei mercati emergenti e una

maggiore consapevolezza dell'importanza salute nelle regioni sviluppate, la nutrizione è destinata a mostrare un solido ritmo di crescita nei prossimi anni.

### 7) Infrastruttura 2.0

L'infrastruttura di un'economia rappresenta un importante motore economico. Gli investimenti in infrastrutture hanno un effetto moltiplicatore significativo, che aumenta la crescita economica complessiva a lungo termine, a condizione che gli investimenti siano fatti in modo efficace e nel posto giusto. Le infrastrutture comprendono per lo più beni fisici come strade, reti elettriche o porti.

"Infrastruttura 2.0", costituisce l'integrazione della tecnologia intelligente con quella delle infrastrutture pubbliche. Ad esempio, in merito alla mobilità si possono costruire nuove strade e autostrade che contengono sensori, e tracciare veicoli anch'essi dotati di sensori. L'interazione tra veicolo e strada, quindi, potrà non solo permettere un migliore controllo del traffico, ma anche aumentare l'efficienza operativa dei veicoli per ridurre le emissioni di CO2. Questo ottimizzerà anche la logistica globale, garantendo catene di approvvigionamento resilienti e più efficienti. Assisteremo alla nascita di città intelligenti dove sarà possibile attivare un monitoraggio ambientale, di gestione dei parcheggi, della sicurezza per non parlare dei risparmi energetici dovuti ad una illuminazione stradale efficiente e una gestione dei rifiuti ottimale.

In un contesto economico in cui i rendimenti del 65% delle obbligazioni governative europee sono prossime allo zero o negativi, spostarsi verso investimenti azionari diventa fondamentale per ottenere rendimenti positivi. La volatilità sui mercati che da adesso in poi ci attendiamo richiederà ai clienti un approccio di medio-lungo termine che si concretizza in quello che noi abbiamo chiamato "Stay Invested". La gestione attiva degli investimenti, ovvero la capacità di selezionare i titoli più promettenti e con solidi basi in ogni settore, trend o area geografica sarà il vero "booster" del nostro portafoglio.

..... ●



# Impegnati nella formazione per una crescita sostenibile del mercato dei Certificate



**Giovanna Zanotti**  
Direttore scientifico  
ACEPI

## **Quali sono i trend che hanno caratterizzato il mercato dei Certificate nel 2021?**

In un contesto di generale incertezza, come è stato ancora il 2021, il mercato primario dei Certificate è stato caratterizzato da una sostanziale continuità dei trend rispetto al 2020, sia in termini di volumi mercato primario, sia in termini di numero di prodotti emessi.

Il mercato primario dei Certificate è stato caratterizzato da una sostanziale continuazione della lieve flessione del collocato registrata nel 2020 per effetto della diminuita esigenza di protezione del capitale e del trend positivo dei mercati azionari globali.

Nella prima parte del 2021 si è invece verificato un significativo cambiamento delle preferenze degli investitori. Il 2020 aveva infatti visto il prevalere della ricerca di protezione del capitale e, di conseguenza, la preferenza degli investitori per i prodotti a capitale protetto. Questi ultimi avevano rappresentato il 57% dell'ammontare complessivamente

collocato a fronte del 43% costituito da prodotti a capitale condizionatamente protetto.

I primi nove mesi del 2021 hanno visto il ritorno dell'appetito per il rischio e la ricerca di rendimento: i prodotti a capitale condizionatamente protetto collocati sul mercato primario hanno così rappresentato il 68% del totale a fronte del 30% dei prodotti a capitale protetto con il rimanente 2% costituito da prodotti a capitale non protetto e credit linked notes.

Sul fronte dei payoff, gli investitori sono andati alla ricerca soprattutto di prodotti in grado di offrire un rendimento cedolare. Tra il capitale protetto infatti, i digital hanno collocato il 62% a fronte del 34% degli equity protection e del 5% di altri prodotti. Tra i prodotti a capitale condizionatamente protetto il collocato dei cash collect è stato pari al 50% a fronte del 31% rappresentato dagli express e del 15% rappresentato dai bonus. I sottostanti più utilizzati sono stati, in continuità con gli altri anni, le



azioni dell'energetico e automotive (Enel, Eni e Stellantis i tre titoli più utilizzati), seguite dagli indici azionari.

Dall'analisi del mercato secondario emerge come il 2021 sia stato caratterizzato da un significativo incremento del turnover degli investment Certificate, mentre il turnover dei leverage Certificate è stato in linea con quello del 2020. Tale crescita contribuisce a migliorare la liquidità del segmento di prodotti maggiormente presenti nei portafogli degli investitori e rende l'Italia il secondo paese a livello europeo, dopo la Germania, per livello di turnover sugli investment. Per i Certificate a leva, l'Italia si pone al terzo posto a livello europeo, dietro Germania e Svezia, con un mercato 2021 caratterizzato dall'incremento di turnover sui prodotti a leva variabile.

**La sostenibilità è un tema dominante sui mercati. Qual è stato l'andamento della domanda e dei volumi nel mondo dei Certificate?**

ACEPI è impegnata da tempo nella diffusione tra i propri associati e presso gli altri stakeholder della cultura della sostenibilità e nella promozione di un approccio responsabile agli investimenti anche con riferimento alle tematiche ambientali, sociali e di governance (ESG).

Il tema della sostenibilità è stato dominante nei lavori dell'associazione

del 2021, con la definizione dei criteri che portano a classificare i Certificate come ESG, sia a livello europeo (con i lavori dell'associazione-ombrello dei prodotti strutturati, EUSIPA, [www.eusipa.org](http://www.eusipa.org)) sia a livello italiano. L'impegno di ACEPI è di fornire al mercato, e in particolare agli investitori, criteri condivisi, adottati da tutti gli emittenti, così da rendere la classificazione ESG univoca e trasparente. Questo lavoro arriverà a conclusione nella primavera 2022, quando saranno presentati i criteri ACEPI per definire la sostenibilità dei Certificate. La tassonomia e i criteri così definiti saranno adottati anche da Borsa Italiana, con cui ACEPI intrattiene costanti rapporti di confronto e collaborazione.

La sostenibilità è stata inoltre il tema centrale della conferenza annuale ACEPI dello scorso 17 novembre ([www.conferenza2021.acepi.it](http://www.conferenza2021.acepi.it)) e che ha visto la partecipazione di vari esponenti di spicco dell'industria automobilistica che si sono confrontati con gli emittenti con l'obiettivo di descrivere i trend dei prossimi anni su uno dei sottostanti più utilizzati dagli emittenti di Certificate.

**ACEPI ha vinto il premio Best Educational Initiative all'SRP Europe 2021 Awards, un riconoscimento importante per lo sforzo dell'associazione nel promuovere la formazione. Soddisfatti del risultato conseguito?**

ACEPI da diversi anni pone un'enfasi particolarmente rilevante sull'importanza della formazione ai fini di una crescita sostenibile del mercato dei Certificate e di un utilizzo efficace e consapevole di tali strumenti finanziari. Il premio rappresenta il riconoscimento di un impegno costante e di una missione, quella dell'education, in cui l'Associazione ha fortemente creduto. La pandemia ha visto l'immediata trasformazione dei corsi ACEPI realizzati dal 2014 nelle principali città italiane con la nuova formulazione online e questo ci ha consentito di renderli maggiormente accessibili e di raggiungere una platea ampia e più diversificata a livello geografico. Nel 2021 ACEPI ha offerto, a titolo gratuito, a 1725 consulenti finanziari, 18 sessioni formative, coinvolgendo tre diversi docenti. Accanto al corso base e al corso avanzato, nel 2021 sono stati introdotti tre nuovi corsi tematici, illustrando i prodotti a capitale non protetto, la costruzione dei portafogli di Certificate con cedole periodiche e l'utilizzo dei Certificate nei portafogli in consulenza. Siamo quindi particolarmente orgogliosi di questo premio e continueremo a offrire i corsi ACEPI anche per il 2022 con un'offerta in crescita (consultabile sul sito dell'associazione alla pagina [www.formazione.acepi.it](http://www.formazione.acepi.it)), giungendo a 23 sessioni formative.



# Catalogo Certificate

Aggiornamento: gennaio 2022

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 passaporto 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 liquidabilità 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:

- Step Down Cash Collect con cedole trimestrali con effetto memoria su panieri di azioni con meccanismo di scadenza facilitata
- Bonus Cap, Top Bonus, Top Bonus Doppia Barriera e Reverse Bonus Cap su azioni ed indici
- Benchmark Open end su indici tematici, replicano linearmente la performance dell'indice sottostante e riflettono aspettative rialziste sul tema di riferimento

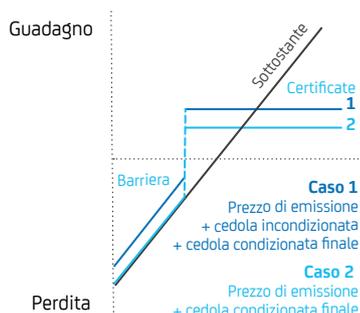
>> Maggiori informazioni sono disponibili sito pubblico [investimenti.unicredit.it](http://investimenti.unicredit.it).



# 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 addizionale. 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 certificate 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 addizionale.

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

Codice ISIN	Sottostante	Strike	Barriera	Importi addizionali condizionati P.A.	Frequenza di pagamento	Scadenza	Pross. data rilevazione rimborso anticipato	Ammontare rimborso anticipato EUR
DE000HB17XJ5	AMAZON.COM INC. / MONCLER S.P.A.	3384,02/ 64,58	Livello Barriera 60%	4,08% con effetto memoria dal 4° trimestre	TRIMESTRALE	29/12/2023	22/12/2022	1000
DE000HR97E51	BASKET WORST OF (ELECTRICITÉ DE FRANCE S.A. (E.D.F.) / ENEL S.P.A. / NEXTERA ENERGY INC)	11,14/ 6,793/ 78,35	Livello Barriera 60%	5% con effetto memoria	TRIMESTRALE	29/09/2023	23/09/2022	1000
DE000HV8C2L8	BASKET WORST OF (ELECTRICITÉ DE FRANCE S.A. (E.D.F.) / ENEL S.P.A. / NEXTERA ENERGY INC)	11,51/ 7,788/ 84,14	Livello Barriera 55%	4,4% con effetto memoria	MENSILE	25/08/2023	25/08/2022	1000
DE000HV4LRV4	BASKET WORST OF (ENEL S.P.A, STELLANTIS N.V.)	8,338/ 13,844	Livello Barriera 50%	5,64% con effetto memoria	MENSILE	30/04/2024	24/01/2022	1000
DE000HV4M5V2	BASKET WORST OF (AMAZON.COM, INC. / MICROSOFT CORP. / TWILIO INC.)	3223,07/ 249,68/ 336	Livello Barriera 50%	7% con effetto memoria	TRIMESTRALE	31/05/2023	24/05/2022	1000
DE000HB0R6A5	BNP PARIBAS S.A. / INTESA SANPAOLO S.P.A. / JPMORGAN CHASE	58,64/ 2,327/ 164,35	Livello Barriera 55%	4,4%	TRIMESTRALE	23/11/2023	16/11/2022	1000



## Cash Collect Certificate Worst of su azioni (negoziazione 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	28/03/2024
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
DE000HV4L7Y3	ENEL S.P.A. / ENI S.P.A. / INTESA SANPAOLO S.P.A. / ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A.	16,78 / 8,338 / 10,202 / 2,3175	Livello Barriera 65%	(10% il 31/05/2021; 5,76%)	MENSILE	30/04/2024
DE000HV4M251	ENEL S.P.A. / ENI S.P.A. / STELLANTIS N.V. / STMICROELECTRONICS N.V.	8,147 / 10,10 / 16,078 / 30,25	Livello Barriera 60%	(10% il 28/06/2021; 6,36%)	MENSILE	14/05/2024
DE000HV8B305	ENEL S.P.A. / ENI S.P.A. / STELLANTIS N.V. / STMICROELECTRONICS N.V.	8,038 / 10,338 / 16,822 / 31,175	Livello Barriera 55%	(2% il 30/06/2022 e il 30/06/2023, 2,5% il 28/06/2024, 3% il 30/06/2025 e il 30/06/2026, 3/5% il 30/06/2027 e il 30/06/2028, 4% il 29/06/2029 e il 28/06/2030, il 6% il 30/06/2031)	ANNUALE	30/06/2031
DE000HB0FZNB	ENEL S.P.A. / INTESA SANPAOLO S.P.A. / STELLANTIS N.V. / STMICROELECTRONICS N.V.	6,952 / 2,327 / 17,458 / 45,71	Livello Barriera 55%	(10% il 23/12/2021; 5,16%)	MENSILE	25/11/2024
DE000HB14RQ9	ENEL S.P.A. / INTESA SANPAOLO S.P.A. / STELLANTIS N.V. / STMICROELECTRONICS N.V.	7,01 / 2,277 / 16,702 / 43,795	Livello Barriera 55%	(10% il 31/01/2022; 4,56%)	MENSILE	30/12/2024
DE000HV8CS61	ENEL S.P.A. / SCHNEIDER ELECTRIC SA / STELLANTIS N.V. / STMICROELECTRONICS N.V.	3,7361 / 79,673 / 9,163 / 20,6167	Livello Barriera 55%	(10% 22/10/2021; 3,6%)	MENSILE	30/09/2024
DE000HV8BNY9	ENEL S.P.A. / SCHNEIDER ELECTRIC SA / STELLANTIS N.V. / STMICROELECTRONICS N.V.	8,015 / 138,80 / 16,354 / 35,04	Livello Barriera 55%	(10% 23/08/2021; 3,84%)	MENSILE	30/07/2024

## Cash Collect Certificate (negoziazione EuroTLX)

Codice ISIN	Sottostante	Strike	Barriera	Importi aggiuntivi P.A.	Frequenza di pagamento	Scadenza
DE000HV448H3	INTESA SANPAOLO S.P.A.	2,164	Livello Barriera 60%	4,32%	MENSILE	29/11/2022
DE000HV4HC6	ORO (UN'ONCIA)	1857,35	Livello Barriera 75%	1,55%	ANNUALE	20/11/2024

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

Codice ISIN	Sottostante	Strike	Barriera	Importi aggiuntivi P.A. incondizionati	Frequenza di pagamento	Scadenza
DE000HV4FD77	AMAZON.COM, INC.	3051,88	Livello Barriera 70%	4,08%	MENSILE	31/01/2024
DE000HV453T8	CNH INDUSTRIAL N.V.	8,92	Livello Barriera 65%	2,40%	TRIMESTRALE	27/06/2023
DE000HV44X98	ENI S.P.A.	15,798	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.	2,164	Livello Barriera 60%	4,50%	MENSILE	29/09/2022
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.	9,214	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 (negoziazione EuroTLX)

Codice ISIN	Sottostante	Strike	Barriera	Importi aggiuntivi P.A.	Frequenza di pagamento	Scadenza
DE000HV4GDR2	FACEBOOK INC.	280,83	Livello Barriera 65%	5%	QUADRIMESTRALE	30/04/2024
DE000HV455H8	GENERAL MOTORS CO.	36,06	Livello Barriera 60%	2%	ANNUALE	23/08/2023
DE000HV455T3	INFINEON TECHNOLOGIES AG	17,088	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.	9,032	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.

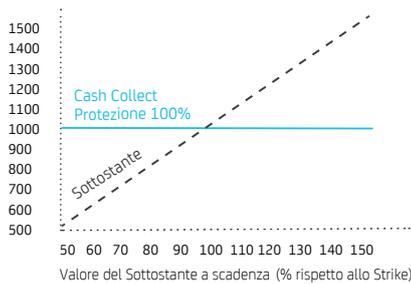
Prima di ogni investimento si raccomanda di prendere visione del Prospetto di Base, dei successivi supplementi al Prospetto di Base e del Documento contenente le Informazioni Chiave (Key Information Document - KID) degli strumenti finanziari disponibili sul sito web di UniCredit Bank AG Milan Branch [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 (negoiazione 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.	14,165	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3,00%	ANNUALE	31/10/2025
IT0005406555	ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A.	13,587	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.	15,455/ 5,234	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.	14,535/ 5,148	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
IT0005446270	ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A. / INTESA SANPAOLO S.P.A.	18,84 / 2,438	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2% 2% 2% 2% 2% 2% 3% 3% 3% 4%	ANNUALE	29/10/2031
IT0005435752	BASKET WORST OF (ENEL S.P.A. / ENI S.P.A.)	7,788 / 10,35	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	(2% il 11/08/2022, 11/08/2023, 12/08/2024, 11/08/2025, 11/08/2026, 2,5% il 11/08/2027, 11/08/2028, 13/08/2029, 3% il 12/08/2030, 4% il 11/08/2031)	ANNUALE	11/08/2031
IT0005446148	BASKET WORST OF (INTESA SANPAOLO S.P.A. / ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A.)	18,42 / 2,459	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	(2% il 30/09/2022, 29/09/2023, 30/09/2024, 30/09/2025, 30/09/2026, 30/09/2027, 3% il 29/09/2028, 28/09/2029, 30/09/2030, il 4% il 30/09/2031)	ANNUALE	30/09/2031
IT0005435539	BASKET WORST OF (INTESA SANPAOLO S.P.A. / ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A.)	16,81/ 2,3565	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	(2% il 30/06/2022 e il 30/06/2023, 2,5% il 28/06/2024, 3% il 30/06/2025 e il 30/06/2026, 3/5% il 30/06/2027 e il 30/06/2028, 4% il 29/06/2029 e il 28/06/2030, il 6% il 30/06/2031)	ANNUALE	30/06/2031
IT0005435414	BASKET WORST OF (INTESA SANPAOLO S.P.A. / ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A.)	16,845/ 2,409	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	1,5%; 1,5%; 2%; 2%; 2%; 2,5%; 2,5%; 2,5%; 3,5%; 4,5%	ANNUALE	30/05/2031
IT0005322521	ENEL S.P.A.	4,837	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.	6,786	Livello Barriera 100% / Protezione 95%	2,80%	ANNUALE	30/09/2027
IT0005381337	ENEL S.P.A.	6,768	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,00%	ANNUALE	25/06/2027
IT0005406514	ENEL S.P.A.	6,792	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3%; 3,25%; 3,5%; 4%; 5%	ANNUALE	28/11/2025
IT0005406522	ENEL S.P.A.	7,0323	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2%; 2%; 3%; ; 3% 3,5%; 4,5%	ANNUALE	29/05/2026
IT0005446379	ENEL S.P.A. / ENI S.P.A. / INTESA SANPAOLO S.P.A.	6,952/ 12,328/ 2,327	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2% 2% 3% 3% 3% 4% 4% 5% 6%	ANNUALE	24/11/2031
IT0005456121	ENEL S.P.A. / ENI S.P.A. / INTESA SANPAOLO S.P.A.	7,01/ 12,28/ 2,277	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2% 2% 3% 3% 3% 4% 4% 4% 5%	ANNUALE	30/12/2031
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.	14,102	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,10%	ANNUALE	11/03/2027
IT0005379612	ENI S.P.A.	13,102	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,00%	ANNUALE	16/02/2027
IT0005349045	ENI S.P.A.	14,216	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3%; 3%; 3%; 3,50%; 4%; 5%; 6%	ANNUALE	28/11/2025
IT0005353260	ENI S.P.A.	13,826	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	4%; 4%; 5%; 5%; 6%; 7%; 8%	ANNUALE	29/12/2025
IT0005393670	ENI S.P.A.	11,345	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3% 3%; 3%; 3,5%; 3,5%; 3,5%; 4%; 4%; 4%; 5%	ANNUALE	28/02/2030



Codice ISIN	Sottostante	Strike	Barriera/Protezione	Importi aggiuntivi condizionati P.A.	Frequenza di pagamento	Scadenza
IT0005393746	ENI S.P.A.	9,0043	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.	8,5968	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3,00%	ANNUALE	30/06/2027
IT0005413882	ENI S.P.A.	7,7696	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,25%	ANNUALE	31/07/2028
IT0005446213	EURIBOR 3 MESI	tra 0,55 e 0,10	Protezione 100%	1%	ANNUALE	28/04/2028
IT0005446106	EURIBOR 3 MESI	tra -0,54 e 0	Protezione 100%	0,55%	ANNUALE	14/09/2027
IT0005417552	EURIBOR 3 MESI	-0,55	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	0,80%	1,5 ANNI	29/09/2028
IT0005435265	EURIBOR 3 MESI	-0,55	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	0,40%	ANNUALE	30/04/2026
IT0005435430	EURIBOR 3 MESI	tra -0,54 e 0	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	0,70%	ANNUALE	31/05/2027
IT0005435596	EURIBOR 3 MESI	tra -0,55 e 0	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	0,90%	ANNUALE	30/06/2027
IT0005417396	EURO 3 MONTH EURIBOR	-0,55	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	0,80%	ANNUALE	22/06/2026
IT0005367369	EURO STOXX ESG LEADERS 50 NR DECREMENT 5% PRICE EUR	966,80	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,70%	ANNUALE	25/05/2026
IT0005413973	EURO STOXX ESG LEADERS 50 NR DECREMENT 5% PRICE EUR	953,132	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,40%	ANNUALE	17/09/2029
IT0005417297	EURO STOXX® RESPONSIBILITY SCREENED SELECT 30 (PRICE) INDEX (EUR)	102,722	Livello Barriera da 100% a 110% / Protezione 100%	2,00%	ANNUALE	30/04/2029
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
DE000HV44713	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
DE000HV444U1	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1773,74	Livello Barriera 100% / Protezione 85%	4,00%	ANNUALE	31/01/2022
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.	2,2827	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.	1,8156	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,50%	ANNUALE	27/02/2029
IT0005381378	POSTE ITALIANE S.P.A.	10,9955	Livello Barriera 100% / Protezione 95%	2,55%	ANNUALE	29/10/2027
IT0005376501	POSTE ITALIANE S.P.A.	9,389	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,50%; 2,50%; 2,50%; 3,00%; 3,00%; 3,50%	ANNUALE	29/01/2027
IT0005393738	ROYAL DUTCH SHELL PLC (CLASS A)	14,578	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	legato alla performance	ANNUALE	29/03/2030
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
IT0005446338	STOXX® GLOBAL ESG LEADERS (PRICE) INDEX (EUR)	204,59	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2% 2% 2% 2% 2% 4%	ANNUALE	29/10/2032
IT0005176448	STOXX® GLOBAL SELECT DIVIDEND 100 (PRICE) INDEX (EUR)	2620,70	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,50%	ANNUALE	28/04/2023
IT0005456139	UC NEXT GENERATION ENERGY INDEX	968,82	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,5%, 4% il 30/12/2026	ANNUALE	30/12/2027
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.

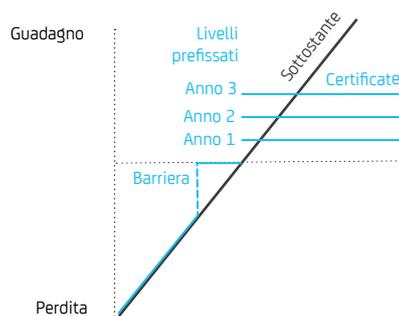
Prima di ogni investimento si raccomanda di prendere visione del Prospetto di Base, dei successivi supplementi al Prospetto di Base e del Documento contenente le Informazioni Chiave (Key Information Document - KID) degli strumenti finanziari disponibili sul sito web di UniCredit Bank AG Milan Branch [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	Pross. data rilevazione rimborso anticipato	Ammontare rimborso anticipato EUR
DE000HV453U6	BANCO SANTANDER S.A.	4,036	Livello Barriera 65%	ANNUALE	28/06/2023	21/06/2022	110
DE000HV4M947	BASKET WORST OF (ALLIANZ SE / ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A. / AXA S.A.)	217,75/ 16,845/ 22,805	Livello Barriera 55%	SEMESTRALE	31/05/2023	24/05/2022	1080
DE000HV40UP8	BNP PARIBAS S.A.	55,10	Livello Barriera 65%	ANNUALE	30/09/2022	-	-
DE000HV40RRO	ENI S.P.A.	15,49	Livello Barriera 65%	TRIMESTRALE	28/02/2022	-	-
DE000HV40TT2	INTESA SANPAOLO S.P.A.	2,488	Livello Barriera 65%	ANNUALE	21/07/2022	-	-
DE000HV40RN9	INTESA SANPAOLO S.P.A.	2,799	Livello Barriera 65%	ANNUALE	23/06/2022	-	-
DE000HV40RQ2	INTESA SANPAOLO S.P.A.	2,5525	Livello Barriera 65%	ANNUALE	07/07/2022	-	-

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

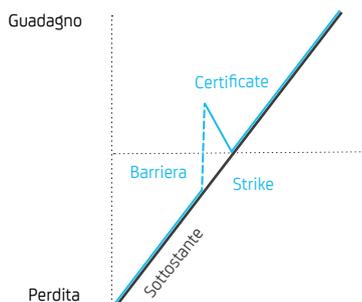
Prima di ogni investimento si raccomanda di prendere visione del Prospetto di Base, dei successivi supplementi al Prospetto di Base e del Documento contenente le Informazioni Chiave (Key Information Document - KID) degli strumenti finanziari disponibili sul sito web di UniCredit Bank AG Milan Branch [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	Pross. data di rilevazione rimborso anticipato	Ammontare rimb. anticipato EUR
DE000HV8BNZ6	EURO STOXX® BANKS (PRICE) INDEX (EUR)	93,62	Livello Barriera 70%	120%	SEMESTRALE	31/07/2023	22/07/2022	105,2
DE000HV8B7W5	EURO STOXX® BANKS (PRICE) INDEX (EUR)	94,74	Livello Barriera 70%	130%	SEMESTRALE	30/06/2023	23/06/2022	105
DE000HV4CXU3	FTSE MIB INDEX	18067,29	Livello Barriera 80%	105%; 145%	NO	31/10/2022	-	-
DE000HV42K85	TELEFÓNICA S.A.	7,562	Livello Barriera 70%	130%	SEMESTRALE	19/08/2022	14/02/2022	107,8

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

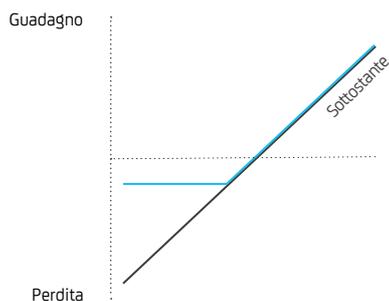
Prima di ogni investimento si raccomanda di prendere visione del Prospetto di Base, dei successivi supplementi al Prospetto di Base e del Documento contenente le Informazioni Chiave (Key Information Document - KID) degli strumenti finanziari disponibili sul sito web di UniCredit Bank AG Milan Branch [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 (negoziabile EuroTLX)

Codice ISIN	Tipologia	Sottostante	Strike	Protezione/Partecipazione	Scadenza	Pross. data rilevaz. rimborso anticip.	Ammontare rimb. anticipato EUR
IT0005381386	PROTECTION AUTOCALLABLE	FTSE MIB INDEX	23279,78	Protezione 100% / Partecipazione 100%	22/11/2024	15/11/2023	1042
IT0005381436	PROTECTION AUTOCALLABLE	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	2066,92	Protezione 90% / Partecipazione 100%	28/11/2025	22/11/2021	1000
IT0005381477	PROTECTION AUTOCALLABLE	STOXX EUROPE SUSTAINABILITY SELECT 30 (PRICE) INDEX (EUR)	147,66	Protezione 90% / Partecipazione 100%	30/12/2025	20/12/2023	1000
IT0005446122	PROTECTION CERTIFICATE CON CAP	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1890,30	Protezione 90% / Partecipazione 100%	18/09/2028	-	-
IT0005435513	PROTECTION CERTIFICATE CON CAP	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1872,20	Protezione 90% / Partecipazione 100%	30/06/2027	-	-
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 (CPRCAC 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)	1431,784	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%	1355,30	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.	2,3235	Protezione 90% / Partecipazione 100%	31/03/2026	-	-
IT0005435281	PROTECTION CERTIFICATE CON CAP	PROTECTION WITH CAP SU EURO ISTOXX 50 CARBON ADAPTATION GR	1687,21	Protezione 90% / Partecipazione 100%	28/04/2028	-	-

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

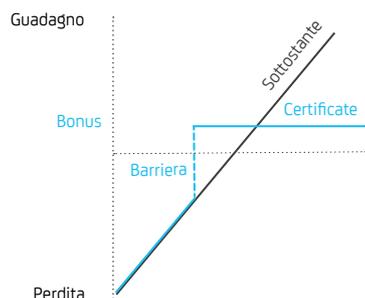
Prima di ogni investimento si raccomanda di prendere visione del Prospetto di Base, dei successivi supplementi al Prospetto di Base e del Documento contenente le Informazioni Chiave (Key Information Document - KID) degli strumenti finanziari disponibili sul sito web di UniCredit Bank AG Milan Branch [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 (negoziazione EuroTLX)

Codice ISIN	Sottostante	Strike	Barriera	Rimborso a scadenza	Scadenza
DE000HV4JRY2	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
DE000HV8CX15	BASKET WORST OF (INTESA SANPAOLO S.P.A. / STELLANTIS N.V.)	2,459/ 16,66	Livello Barriera 60%	A scadenza se Worst Performance sopra Barriera 1.050 EUR; se sotto Barriera Perf. del sottostante peggiore	23/12/2022
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.	1,702	Livello Barriera 70%	A scadenza se sopra Barriera Max tra 1.100 EUR e Perf. del sottostante	29/12/2023
DE000HV4K4R5	STELLANTIS N.V.	14,3546	Livello Barriera 60%	A scadenza se sopra Barriera 1.145 EUR	30/03/2023
DE000HV4L808	STMICROELECTRONICS N.V.	32,52	Livello Barriera 50%	A scadenza se sopra Barriera 1.050 EUR	31/10/2022

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 Step-Down Cash Collect Worst Of

Premi condizionati trimestrali fino all'8,25% con effetto memoria e Barriere dal 60% al 70% del Valore Iniziale

- Premi periodici con effetto memoria fino all'8,25% se nelle date di Osservazione trimestrali il Valore dell'azione Sottostante, facente parte del Paniere e con la performance peggiore, è pari o superiore alla Barriera, posta tra il 60% ed il 70% del Valore Iniziale.
- Possibile Rimborso Anticipato con effetto Step-Down 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 Livello di Rimborso Anticipato. La soglia di rimborso è di tipo Step-Down: va a diminuire del 10% ogni due date di Osservazione sino al 70% del Valore Iniziale. Questo particolare meccanismo permette di rendere più probabile il Rimborso Anticipato.
- Barriera a scadenza tra il 60% ed il 70% 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 e gli eventuali premi non pagati; se il valore dell'azione Sottostante, facente parte del Paniere e con la performance peggiore, è inferiore al Livello di Barriera, viene corrisposto un Importo di Rimborso pari all'andamento del Sottostante con la performance peggiore; in questa ipotesi, i Certificate non proteggono il capitale investito.

ISIN	Sottostante	Valore Iniziale (Strike)	Barriera (%)	Premio* Trimestrale Condizionato	Scadenza
DE000HB26EZ2	ENEL	7,036 EUR	4,9252 EUR (70%)	4,55%	12/12/2024
	INTESA SANPAOLO	2,2835 EUR	1,59845 EUR (70%)		
	TELECOM ITALIA	0,4354 EUR	0,30478 EUR (70%)		
DE000HB26F39	COINBASE	261,33 USD	156,798 USD (60%)	5,3%	12/12/2024
	JPMORGAN	158,64 USD	95,184 USD (60%)		
	PAYPAL	190,10 USD	114,06 USD (60%)		
DE000HB26F62	NIO	29,63 USD	17,778 USD (60%)	6,05%	12/12/2024
	NETFLIX	610,71 USD	366,426 USD (60%)		
	VARTA	114,25 EUR	68,55 EUR (60%)		
DE000HB26EY5	BANCO BPM	2,625 EUR	1,8375 EUR (70%)	4,35%	12/12/2024
	STMICROELECTRONICS	44,005 EUR	30,8035 EUR (70%)		
	STELLANTIS	16,854 EUR	11,7978 EUR (70%)		
DE000HB26F54	FORD MOTOR	20,76 USD	12,456 USD (60%)	5,75%	12/12/2024
	TESLA	1088,47 USD	653,082 USD (60%)		
	VOLKSWAGEN	179,34 EUR	107,604 EUR (60%)		

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

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



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://investimenti.unicredit.it) - 800.01.11.22  
#UniCreditCertificate

 UniCredit

**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) al fine di comprendere a pieno i potenziali rischi e benefici connessi all'investimento. Il programma per le emissioni (<https://www.investimenti.unicredit.it/it/info/documentazione.html>) di strumenti è stato approvato da Consob, BaFin o CSSF 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.

# Le mie idee di trading spinte alla massima potenza.



## Turbo Open End Certificate

### Soluzioni di trading per investire con una leva variabile.

- I Turbo Open End sono certificati a leva che consentono di "amplificare" le variazioni al rialzo (versione Long) o al ribasso (versione Short) del sottostante. Non hanno data di scadenza e hanno la particolarità di avere Strike e Barriera uguali tra loro.
- Lo Strike è il livello di riferimento per il calcolo della Leva e aumenta (Long) o diminuisce (Short) ogni giorno per consentire la durata potenzialmente illimitata dell'investimento.
- Turbo Open End si rivolgono a investitori con aspettative sull'andamento del sottostante al rialzo o al ribasso, disposti ad accettare rischi pari ad opportunità altrettanto elevate.
- L'investitore è esposto al rischio di perdita anche totale del capitale investito nel caso in cui, in qualsiasi momento, il valore del Sottostante risultasse inferiore (Long) o superiore (Short) a quello corrispondente alla Barriera.

ISIN	Sottostante	Tipo	Leva Dinamica*	Strike e Barriera*	Distanza da Barriera*
DE000HV4HJK2	DAX®	LONG	6,19	13.271,558029 PTI	-16,12%
DE000HV8BQR6	DAX®	SHORT	7,82	17.778,452203 PTI	12,37%
DE000HV4HJM8	DOW JONES	LONG	5,84	29.473,368643 PTI	-16,66%
DE000HB27M96	DOW JONES	SHORT	5,23	41.949,18296 PTI	18,62%
DE000HV4K818	EURO STOXX 50	LONG	6,67	3.635,486013 PTI	-15,03%
DE000HB165R6	EURO STOXX 50	SHORT	6,09	4.953,415484 PTI	15,78%
DE000HV4L2E6	FTSE MIB	LONG	5,98	23.205,145216 PTI	-15,50%
DE000HB165P0	FTSE MIB	SHORT	8,2	30.553,004943 PTI	11,26%
DE000HV4LSC2	NASDAQ-100®	LONG	6,42	13.003,443357 PTI	-15,58%
DE000HB22GW3	NASDAQ-100®	SHORT	5,87	17.957,259268 PTI	16,58%
DE000HV4KH35	S&P 500®	LONG	5,41	3.761,298619 PTI	-18,11%
DE000HB2AZM7	S&P 500®	SHORT	6,38	5.294,643525 PTI	15,27%

\*valori aggiornati alle 16.30 del 18 Gennaio 2022.

Aliquota fiscale al 26%. Reddito diverso. Negoziazione su SeDeX-MTF di Borsa Italiana.

State per acquistare un prodotto che non è semplice e può essere di difficile comprensione.  
Strumenti finanziari strutturati a complessità molto elevata senza protezione del capitale.



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



**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 Turbo Open End Certificates emessi da UniCredit Bank AG sono negoziati su SeDeX-MTF 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) disponibile sul sito [www.investimenti.unicredit.it](http://www.investimenti.unicredit.it) al fine di comprendere a pieno i potenziali rischi e benefici connessi all'investimento. Il programma per l'emissione di strumenti di tipologia Knock-out e Covered Warrants (Base Prospectus for the issuance of Knock-out Securities and warrants) è stato approvato da Consob, BaFin o CSSF 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. In relazione alle conoscenze e all'esperienza, alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento, i Turbo Open End Certificates potrebbero risultare non adeguati per tutti gli investitori. Si invitano pertanto gli investitori a rivolgersi ai propri consulenti prima di effettuare l'investimento. Il rendimento può variare in funzione del prezzo di negoziazione sul SeDeX-MTF di Borsa Italiana. Questo annuncio non costituisce un'offerta di vendita né una sollecitazione all'investimento.