



**onemarkets**  
VEDI CHIARO, INVESTI MEGLIO.

GIUGNO | 2020

## Economia

Crescita e debito: le due sfide dei prossimi anni

## Focus

Euro-dollaro: probabile un recupero nel secondo semestre 2020

## Interviste

**Marco Valli**, Uniti nel contrastare la crisi

**Michele Manzari e Andrea Eusebi**, Sicurezza ed efficienza a garanzia del servizio alla clientela

**Pietro Poletto**, In crescita l'interesse per i Certificate

# Numero 16

## Giugno 2020

### ECONOMIA E MERCATI

- 04 Banche centrali e governi uniti nel contrastare la crisi
- 07 Focus euro-dollaro: probabile un recupero nel secondo semestre 2020
- 09 Crescita e debito: le due sfide dei prossimi anni
- 11 Covid-19 deragliano i piani di investimento
- 14 Primi segnali di un ritorno dell'appetito per il rischio

### OSSERVATORIO INTERNAZIONALE

- 17 La tesi sui tassi d'interesse profondamente negativi

### SOTTO LALENTE

- 19 Una strategia long/short per cavalcare la volatilità del petrolio

### EDUCATION

- 22 La nuova emissione di Top Bonus ed un esempio di sostituzione di posizioni in sofferenza
- 24 Mercato primario dei Certificate: attesi volumi in linea con il 2019

### MERCATO DEI CERTIFICATE

- 26 Sicurezza ed efficienza a garanzia del servizio alla clientela
- 28 In crescita l'interesse per i Certificate

### CATALOGO PRODOTTI

- 30 Catalogo Certificate

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/adequazione degli investimenti negli strumenti ivi rappresentati, basandosi sui relativi rischi e meriti, nonché sulla propria strategia di investimento e situazione legale, fiscale, finanziaria.

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

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

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

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

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

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



**Nicola Francia**  
**Responsabile Private Investor Products Italy**  
**UniCredit**  
**Presidente ACEPI**

## L'impatto della pandemia sulle decisioni d'investimento

Nel precedente numero di gennaio commentavamo un mercato azionario sostenuto dall'ottimismo degli investitori, nonostante alcuni elementi di preoccupazione. Tra le possibili cause d'incertezza c'erano anche i primi casi di Covid-19 in Cina ed il rischio di una possibile propagazione ad altre parti del mondo. Quello che è successo nei mesi successivi è noto a tutti: la pandemia si è diffusa rapidamente su scala globale ed ha impattato pesantemente sui mercati finanziari. I movimenti a cui abbiamo assistito sono stati paragonati alle peggiori crisi finanziarie di tutti i tempi, ma l'elemento che ha colpito maggiormente è la violenza della discesa e la rapidità con cui le notizie negative del numero dei contagi indirizzavano le scelte degli operatori sul mercato. Movimenti di tale portata sono stati agevolati dalla globalizzazione e dalla digitalizzazione dei mercati avvenuta negli ultimi anni, oltre che dalla presenza di un'elevata leva finanziaria derivante da anni di abbondante liquidità a tassi bassi. L'eccezionale gravità della situazione ha avuto come risposta una reazione degli stati tempestiva (anche se non in tutti i casi), con dispiegamento di ingenti risorse a sostegno dell'economia. Anche la risposta delle banche centrali è stata poderosa, con interventi d'emergenza che non si vedevano dai tempi dell'ultima crisi finanziaria e le autorità di controllo dei mercati sono dovute intervenire vietando le vendite allo scoperto temporaneamente.

Come sappiamo, i mercati anticipano gli impatti che grandi sconvolgimenti come questo hanno sull'economia. Mi riferisco alle possibili ripercussioni sul Pil mondiale, sull'occupazione, sulla pianificazione degli investimenti futuri, sulla situazione finanziaria delle aziende e la loro capacità di sopravvivenza allo shock o di ripresa futura, che non siamo ancora in grado di valutare con precisione. Le pagine che seguono, a cura dei nostri economisti, sono focalizzate ad analizzare in dettaglio l'impatto della pandemia sulle economie, le misure più adeguate di politica monetaria e fiscale e la previsione degli scenari economici futuri. Ci si aspetta che uno degli effetti di questa pandemia sarà un cambiamento radicale delle nostre abitudini di vita. Cambierà soprattutto il nostro modo di lavorare, mettendo in discussione i modelli di business tradizionali a favore di quelli più digitali. Le aziende che avranno una capacità di adattamento rapido ai nuovi modelli competitivi, si imporranno sul mercato e beneficeranno maggiormente della ripresa economica.

Sul fronte degli investimenti finanziari, il crollo dei mercati iniziato a fine febbraio ha avuto ripercussioni immediate sulla fiducia degli investitori che hanno prontamente azzerato la propria propensione al rischio e rivisto le scelte d'investimento di conseguenza. I volumi dei Certificate (sul mercato primario e secondario), confermano esattamente questo cambiamento di sentiment. Nei primi due mesi dell'anno abbiamo assistito ad una predominanza dei prodotti a capitale condizionatamente protetto, che hanno contribuito per il 60% circa dei volumi di primario del primo trimestre. Nei mesi di marzo e aprile, invece, abbiamo assistito all'esplosione dei volumi di secondario (guidati soprattutto da attività di trading su strumenti a leva) e alla discesa dei volumi di collocamento sul mercato primario, con predilezione assoluta per Certificate a capitale protetto. La buona reazione delle borse nelle ultime settimane sta favorendo il ritorno della propensione al rischio. Come sempre avviene dopo le tempeste finanziarie, la paura ed il pessimismo lasciano spazio ad un nuovo clima di fiducia e si creano le condizioni per valutare nuove opportunità d'investimento. Il compito più difficile in questo momento per gli investitori è costruire o rivedere il proprio portafoglio, puntando su settori e aziende che hanno le caratteristiche per uscire rafforzati dalla crisi. In questi momenti, la vicinanza ed il lavoro del consulente è determinante per individuare i nuovi trend e le migliori opportunità d'investimento.

*Buoni investimenti!*



# Banche centrali e governi uniti nel contrastare la crisi

Una risposta senza precedenti, su scala globale, da parte delle politiche fiscali e monetarie per contenere il più possibile l'attuale fase recessiva e sostenere una ripresa economica che, prima di raggiungere i livelli pre-crisi, avrà bisogno di tempo

**Stiamo affrontando un'emergenza sanitaria unica ed inaspettata che si sta riflettendo sui mercati e sulle economie mondiali. Cosa pensa delle politiche fiscali e monetarie sino ad ora adottate per contrastarne gli effetti sull'economia reale?**

Non c'è dubbio che stiamo affrontando una situazione eccezionale. Siamo di fronte ad una fase recessiva di proporzioni storiche, sia per rapidità sia per intensità. Basti pensare che in soli due trimestri, il primo e il secondo di quest'anno, prevediamo una contrazione cumulativa del Pil che, in alcune delle principali economie sviluppate, potrebbe arrivare a circa il 25%. Ma la quasi totalità del crollo dell'attività di fatto si è concentrata fra marzo e aprile. Come termine di paragone, consideriamo che nel 2008-2009, a seguito della crisi del credito e del fallimento di Lehman, l'attività della zona euro scese del 5,5-6,0% su un lasso temporale di un anno. La portata dello shock è stata tale da generare una risposta senza precedenti da parte delle politiche fiscali e monetarie su scala globale. Né gli stati né le banche centrali hanno

potuto impedire il tracollo dell'attività causato dalle politiche di lockdown. Ciò che invece possono e devono fare è creare le condizioni perché la fase recessiva sia limitata il più possibile e la seguente ripresa possa avvenire a un buon ritmo, minimizzando le perdite permanenti di reddito e occupazione. Perciò la priorità per i governi è stata quella di alleviare la tensione sui flussi di cassa delle società ed evitare licenziamenti di massa, mentre le banche centrali, con le loro operazioni straordinarie, hanno permesso di mantenere bassi i costi di finanziamento per gli stati, le imprese e i cittadini. Ritengo che le misure adottate siano adeguate, anche se va evidenziato che gli Stati Uniti si sono mossi prima e con maggiore forza. Sul fronte fiscale, nell'area euro, abbiamo avuto una certa differenza fra il tempismo e la dimensione delle riposte dei paesi meno indebitati rispetto a quanto fatto dai paesi con debito pubblico più elevato. La BCE ha tentennato all'inizio, ma poi ha agito con la giusta aggressività. Possiamo dire che in questa crisi stia emergendo una "collaborazione" fra governi e ban-



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



che centrali che sarebbe stata impensabile solo qualche mese fa.

**Un coordinamento tra politica fiscale e politica monetaria potrebbe rendere possibile l'utilizzo del cosiddetto helicopter money? Lo ritiene uno strumento da prendere in considerazione?**

In generale, si parla di “helicopter money” riferendosi a una distribuzione di denaro da parte di una banca centrale direttamente a famiglie e imprese per stimolare l'economia durante un periodo di recessione o deflazione. L'helicopter money è molto diverso da una manovra di quantitative easing (QE), che invece mira a supportare l'economia reale tramite acquisti di titoli di stato o di altri titoli finanziari. Attualmente, tutte le principali banche centrali stanno optando per una strategia di QE molto aggressiva, con cui di fatto mantengono schiacciata la curva dei tassi su livelli estremamente bassi, nonostante il massiccio aumento delle emissioni di titoli pubblici. Si tratta del cosiddetto “yield curve control”, che solo la BoJ ha formalizzato esplicitamente, ma che

in pratica, in questa crisi, viene attuato anche da Fed, Bank of England e BCE (quest'ultima in modo da tenere conto della peculiarità della sua giurisdizione). Ritengo che questo sia l'approccio giusto. Per prima cosa, spetta ai governi più che alle banche centrali decidere come distribuire le risorse a disposizione, perché sono loro ad avere un mandato democratico ricevuto dagli elettori. Inoltre, l'helicopter money potrebbe mettere a rischio l'indipendenza delle banche centrali, perché i governi sarebbero incentivati a forzare un proseguimento di questa politica super espansiva che non genera debito pubblico anche una volta finita l'emergenza economica, creando il rischio di iperinflazione e svalutazione del cambio. Questa crisi ha dimostrato che non devono esistere taboos per le banche centrali. Ma ritengo che l'helicopter money costituisca una scelta di ultima istanza, da attuare solo nel caso in cui tutti gli strumenti più convenzionali non riescano a ottenere il risultato sperato e si corra il rischio concreto di una depressione economica e/o una forte deflazione. Uno scenario che nessuno si augura.

**Quali le prospettive di ripresa dei mercati e delle economie mondiali? Che tipo di ripresa vi aspettate: V,U,W o L?**

Penso che lo scenario più probabile sia una traiettoria a metà strada tra una V e una U, in cui il Pil comincerà a risalire nella seconda metà dell'anno ma i livelli di attività pre-crisi non verranno recuperati prima del 2022 negli Stati Uniti, mentre nell'area euro sembra più probabile il 2023 o 2024. In Italia potrebbe volerci ancora più tempo. Ovviamente, si tratta di stime soggette a un livello di incertezza molto elevato, perché entrano in gioco fattori sia sanitari che economici. Il passo di ripresa del Pil, dal punto di minimo del secondo trimestre, dipenderà molto dalla dinamica della curva epidemiologica e dalla velocità con cui le restrizioni governative verranno allentate. Su questo fronte, il rischio principale è dato da una potenziale nuova ondata di contagio in autunno o inverno, che ci farebbe ricadere in uno scenario a W – ipotizziamo che un vaccino non sia disponibile in larga scala per buona parte dell'anno prossimo. Dal punto di vista strettamente macro, una variabile importan-

te sarà la velocità con cui il tasso di risparmio dei consumatori comincerà a scendere dopo l'impennata registrata nei mesi del lockdown, quando i progetti di spesa sono stati in gran parte congelati. Il rischio principale è che, pur in fase di progressivo allentamento delle restrizioni alle attività economiche, le persone rimangano comunque caute nei loro spostamenti e consumi per timore di contrarre il virus. Ovviamente, questo rallenterebbe la dinamica di normalizzazione dell'economia. Ci sono poi tutte quelle incertezze legate agli stravolgimenti delle catene globali del valore che potrebbero frenare la ripresa del settore manifatturiero. Inoltre, risulta attualmente molto difficile stimare la perdita permanente di attività dovuta al fatto che molte aziende saranno purtroppo costrette a chiudere nonostante gli sforzi profusi dai governi e dalle banche centrali.

**Lo stimolo all'economia produrrà un allargamento del deficit ed un aumento del debito vs Pil. Sono aspetti che la preoccupano?**

No, in questa fase i governi devono spendere tutto quello che è necessario per facilitare la ripresa dell'attività dopo il lockdown e limitare il danno strutturale provocato dalla crisi. Essere troppo prudenti oggi sul fronte fiscale vuol dire perdere capacità produttiva in modo permanente, con effetti negativi sulla tenuta dei conti pubblici nel medio termine. Come ho spiegato in precedenza, stiamo vedendo un grado di cooperazione tra governi e banche centrali impensabile fino a poco tempo fa e penso che questo rimarrà in atto ancora a lungo. L'aiuto delle banche centrali nel tenere bassi i costi di rifinanziamento è fondamentale per preservare la sostenibilità delle finanze pubbliche, a fronte di un forte aumento del deficit e un crollo dell'attività. È chiaro che l'Italia è una sorvegliata speciale da parte dei mercati per via del suo debito pubblico alto già prima della crisi. Ma teniamo presente che solo un terzo del nostro debito è detenuto da investitori esteri, mentre il

resto è in mano al settore privato domestico (soprattutto istituzioni finanziarie) e alla Banca d'Italia. Gli investitori domestici sono più tolleranti verso episodi di volatilità e meno propensi a liquidare velocemente le posizioni. Inoltre, gli interessi che il tesoro paga sui BTP ritornano in gran parte all'economia italiana – questo vale anche per i titoli detenuti dalla Banca d'Italia, i cui profitti generano dividendi per il Tesoro – in una sorta di grande partita di giro.

**Quali sono i rischi ma anche le opportunità che ci saranno per l'Unione Europea in seguito a Covid-19? Ritiene che ci sarà una profonda revisione del trattato di Maastricht?**

Lo shock sta mettendo a dura prova tutte le economie europee, ma vedo un rischio importante di ampliamento delle differenze esistenti prima della crisi. Questo vale per gli stati membri, così come per le diverse classi sociali. Per esempio, è probabile che soffrano di più i paesi a maggiore vocazione turistica e con una posizione fiscale di partenza più debole (e quindi con meno spazio per politiche espansive). Tipicamente, questo è il caso delle economie del sud Europa, che potrebbero vedere ampliarsi il gap di crescita con i paesi del nord Europa. A livello sociale, la crisi colpisce più duramente il settore dei servizi dove è maggiore la presenza di lavoratori precari e a basso grado di istruzione. È quindi probabile che la distribuzione del reddito diventi più diseguale. Tutto questo pone problematiche e sfide rilevanti. Se non si agisce in modo tempestivo si corre il rischio di uno sfaldamento del tessuto sociale che potrebbe rappresentare terreno fertile per il populismo e le tendenze anti-europeiste. Penso che ci sia una presa di coscienza di questi problemi, come testimoniato di recente dalla proposta franco-tedesca per il Recovery Fund, poi ripresa e potenziata dal piano della Commissione Europea. Non parliamo di cifre che possano fare la differenza per i paesi più in difficoltà, ma si tratta di un segnale politico importante, di discontinuità con il passato, che va sommato a tutte

le altre iniziative a livello comunitario per sostenere la ripresa. Penso si possa affermare che sia visibile un cambio di passo dell'Europa, anche se con i soliti tempi lunghi dettati dalla difficoltà del processo decisionale. Non è un caso che il piano franco-tedesco sia stato presentato dopo la sentenza della Corte Costituzionale tedesca sul QE della BCE. Il cambiamento dei trattati probabilmente non avverrà a breve, sarà un processo che richiede lunghe negoziazioni e forse altre fasi di tensione. Ma, alla fine, penso ci arriveremo. Nel frattempo, sarà cruciale che i governi si impegnino a trasmettere ai cittadini europei un quadro franco e realistico della situazione, spiegando chiaramente che una maggiore integrazione comporta più benefici reciproci ma non può avvenire senza una maggiore condivisione della sovranità nazionale.

**Guardando al futuro, ritiene che la guerra che si combatte contro il virus, sarà lo spartiacque per la nascita di un nuovo modello economico e/o di un nuovo equilibrio geo-politico?**

La globalizzazione era già in fase di arretramento prima dell'avvento del virus, e la pandemia accentuerà la tendenza in atto. Trump è il principale responsabile dell'indebolimento dell'ordine internazionale lasciatoci in eredità dallo sforzo di cooperazione del XX secolo. Da difensori di quest'ordine, gli Stati Uniti sono diventati il suo destabilizzatore alla ricerca di nuovi equilibri mondiali allo slogan di "America first". Sull'altro fronte abbiamo la Cina, che vuole affermare la sua supremazia tecnologica mondiale con un'agenda economica ambiziosa e desiderosa di espandere la sua influenza sull'Europa, mentre la Russia di Putin cerca di proporsi come terzo polo. L'Europa, con le sue insicurezze e lentezza decisionale, in questo contesto si trova "schiacciata". Sarà l'efficacia della sua risposta alla crisi economica e sociale scatenata dal virus che determinerà la sua capacità di ergersi a polo alternativo in un mondo sempre più ostile e unilaterale.



# Focus euro-dollaro: probabile un recupero nel secondo semestre 2020

**Roberto Mialich**  
Director, Global FX Strategist  
UniCredit

La dinamica del cambio EUR-USD resta saldamente condizionata all'evolversi del quadro macro globale e al possibile recupero dei cicli economici nella seconda metà dell'anno, anche se la proposta della Commissione Europea sul Fondo per la Ripresa (Recovery Fund) di 750 mld di euro ha dato una ulteriore spinta al cambio oltre quota 1,10.

Va comunque osservato che le economie delle singole aree geografiche appaiono molto sincronizzate tra loro, così come le rispettive banche centrali dovrebbero aver esaurito gran parte del proprio intervento in aiuto della ripresa. Eventuali nuove espansioni monetarie saranno ugualmente comuni nei tempi e nelle quantità. Il che implica che difficilmente potranno emergere significative differenze tra Paesi e politiche monetarie tali da influenzare e orientare in modo esclusivo il mercato valutario. La dinamica delle monete, specie nella seconda parte dell'anno, rifletterà ancora di più la percezione di appetito/avversione per il rischio degli investitori.

Finora il dollaro – insieme allo yen e al franco svizzero – si è dimostrato la moneta rifugio per eccellenza, ma nell'ipotesi

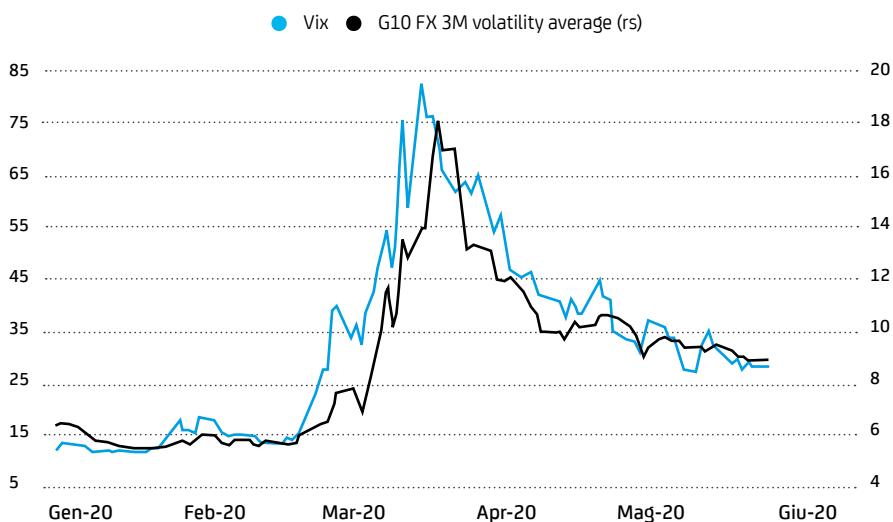
- Un ritorno dell'appetito per il rischio sul mercato, specie in eurozona, dovrebbe quindi tradursi in un dollaro meno forte e in un cambio EUR-USD in recupero
- La sterlina dovrebbe potenzialmente beneficiare della progressiva minore forza del dollaro, ma rimane l'incertezza legata alla Brexit

che, dopo il tracollo nel secondo trimestre, il ciclo economico globale inizi a manifestare segnali di recupero che andranno intensificandosi a fine anno e nel corso del 2021, la necessità di mantenere una sovra-

esposizione sulla moneta americana si farà meno stringente.

Il grafico sottostante mostra una buona dose di correlazione tra l'andamento del VIX (volatilità del mercato azionario

**Grafico 1. La volatilità sui cambi ha seguito e anticipato il rialzo e il calo di quella sul mercato azionario**



Fonte: Bloomberg, UniCredit Research



americano) e la media della volatilità a tre mesi delle valute del G10 contro dollaro. Un ritorno dell'appetito per il rischio sul mercato – di riflesso a un'ulteriore spinta dei mercati azionari, specie in eurozona – dovrebbe quindi tradursi in un dollaro meno forte e in un cambio EUR-USD in recupero. Non si tratterà comunque di un rialzo molto sostenuto, almeno per quest'anno: le condizioni macro di eurozona sono ugualmente molto pesanti e questo spiega perché la moneta comune ha fatto finora fatica a capitalizzare il rialzo messo a segno dai mercati azionari. La volatilità del prezzo del petrolio, e le conseguenti oscillazioni del dollaro che ne derivano, ha inoltre fatto da freno finora a un più ampio recupero dell'euro.

A rendere il quadro ancora più complicato si aggiungono tanto l'altalena delle tensioni politiche e commerciali tra Stati Uniti e Cina quanto il recente pronunciamento della Corte Costituzionale tedesca sulla politica di allentamento quantitativo operata dalla BCE. Se un tracollo dell'euro richiederebbe, quindi, un più rapido miglioramento del ciclo economico in America e un contestuale peggioramento ulteriore della congiuntura europea, spingersi molto oltre 1,15 sarà altrettanto complicato.

### BREXIT ANCORA UN FATTORE DI INCERTEZZA

Anche la sterlina dovrebbe potenzialmente beneficiare della progressiva minore forza del dollaro che ci attendiamo nella seconda parte del 2020 di riflesso ai segnali attesi di recupero del ciclo economico mondiale dopo i pesanti cali registrati soprattutto nel secondo trimestre dell'anno.

Ciononostante, sulla moneta britannica

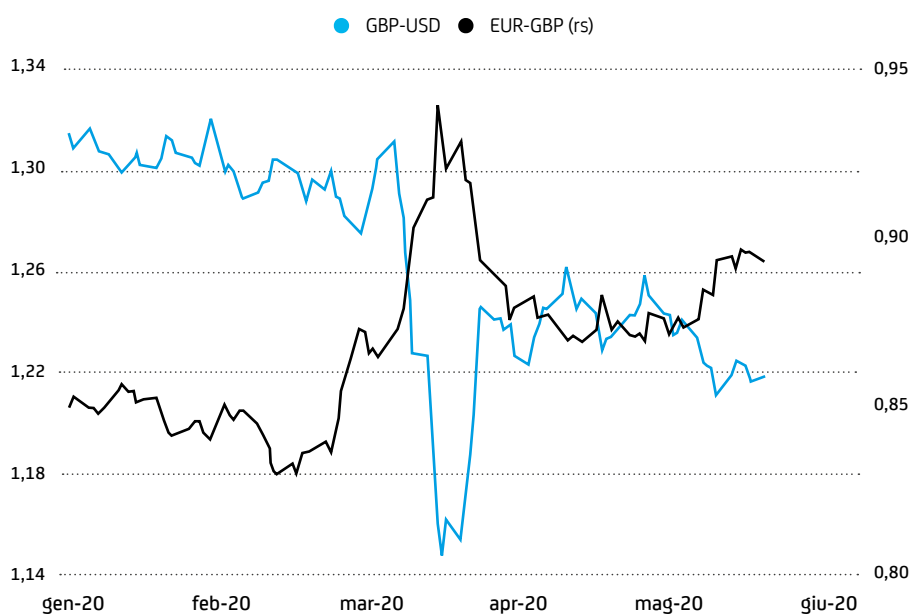
pesano due fattori di freno. In primo luogo, la possibilità di nuove espansioni monetarie e addirittura tassi negativi da parte della Banca d'Inghilterra. Secondariamente, la moneta britannica resta altresì condizionata dalle trattative sulla Brexit, peraltro da poco riprese a causa della crisi Covid e subito già interrotte.

Pesa soprattutto la posizione del premier Boris Johnson che non ha fatto mistero di essere pronto ad abbandonare il tavolo delle trattative se non sarà raggiunta un'intesa entro fine giugno, senza peraltro ipotizzare una proroga del "periodo di transizione" che formalmente terminerà a fine dicembre. La nostra ipotesi di base resta che alla fine una

sorta di compromesso sarà comunque raggiunto per evitare una Brexit senza accordo.

Un simile scenario dovrebbe quindi permettere al cambio GBP-USD di recuperare terreno verso 1,30, mentre è più difficile ipotizzare un calo di EUR-GBP molto sotto a causa del contemporaneo recupero atteso sul cambio EUR-USD. Molto più pesante sarebbe l'ipotesi di un'uscita senza accordo che ovviamente finirebbe per pesare in modo massiccio sulla divisa britannica: i minimi in area 1,15 di GBP-USD e i picchi in area 0,94 di EUR-GBP toccati a maggio e riportati nel grafico sottostante solo lì a ricordarlo.

Grafico 2. Dinamica della sterlina contro euro e dollaro prima e dopo i minimi di marzo



Fonte: Bloomberg, UniCredit Research



# Crescita e debito: le due sfide dei prossimi anni



**Loredana Maria Federico**  
Capo Economista Italia  
UniCredit

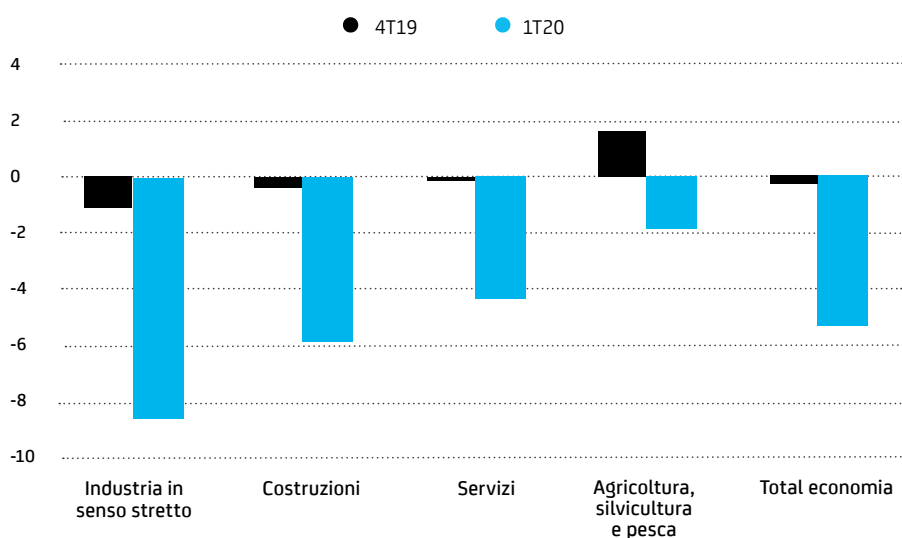
Nel primo trimestre del 2020, il prodotto interno lordo in Italia si è contratto del 5,3% t/t. Ad indicare la profondità della caduta, la riduzione del Pil è la più ampia in quasi 25 anni (da quando la serie storica ha avuto inizio) e circa il doppio delle dimensioni della maggiore contrazione osservata durante la crisi globale finanziaria (-2,8% t/t nel primo trimestre 2009). La flessione del Pil è il riflesso dell'impatto sulla attività economica delle restrizioni adottate per contenere la diffusione del Covid-19, introdotte in Italia a partire dall'ultima settimana di febbra-

- **L'incertezza sulle prospettive di crescita rimane molto elevata. Le nostre attese sono di una contrazione del Pil di circa il 15% per tutto il 2020**
- **Sul medio-lungo periodo, il tema sarà porre il rapporto debito/Pil su di un sentiero discendente**

io ed intensificatesi nel corso del mese di marzo, fino a consentire lo svolgimento delle sole attività definite "essenziali". I dettagli sulla stima del Pil del primo trimestre mostrano una contrazione del valore aggiunto del 8,6% t/t per l'industria in senso stretto, del 5,8% t/t per il settore delle costruzioni e del 4,4% per il complesso del settore dei servizi. Per i servizi colpisce la caduta di attività per i settori del commercio, trasporto, ospitalità e ristorazione, in contrazione di più del 9% su base trimestrale, confermando che sono stati questi i settori più vulnerabili alla

crisi, perché particolarmente esposti alla caduta della domanda, man mano che le misure di contenimento limitavano la circolazione delle persone. Nel primo trimestre, i dati sull'andamento del fatturato (seppure a prezzi correnti) ci mostrano come le industrie dell'ospitalità e della ristorazione abbiano registrato il calo maggiore (-25% t/t), seguiti da una riduzione del 6,4% per le attività di trasporto e magazzinaggio e del 6% per il commercio. Secondo le nostre aspettative, il passo di contrazione del Pil si intensificherà nel secondo trimestre del 2020 (intorno

Grafico 1. Valore aggiunto per settore di attività economica (variazione t/t, %)



Fonte: Istat, UniCredit Research

al -20% t/t), riflettendo principalmente un peggioramento del trend del valore aggiunto dei principali settori, a causa del mantenimento delle misure di contenimento per tutto il mese di aprile e in parte nel mese di maggio, che hanno accentuato il rallentamento della domanda domestica. Inoltre, la progressiva diffusione delle restrizioni a livello globale ha innescato un indebolimento della domanda da parte dei principali partner commerciali. La chiusura delle frontiere, quella degli impianti e le difficoltà nei trasporti hanno probabilmente intensificato lo shock di offerta che ha colpito l'industria.

La ripresa delle attività è partita in lieve anticipo rispetto a quanto da noi ipotizzato inizialmente, grazie alle notizie incoraggianti sulla evoluzione della curva epidemiologica. Tuttavia, la necessità di introdurre misure di distanziamento fisico, per convivere con il virus fino allo sviluppo di un vaccino, probabilmente renderanno più graduale il recupero, soprattutto per i settori dei servizi più vulnerabili, prima che una ripresa si consolidi nel terzo e nel quarto trimestre dell'anno. L'incertezza sulle prospettive di crescita rimane molto elevata, e noi manteniamo la nostra aspettativa di una contrazione del Pil di circa il 15%

per tutto il 2020, valore che è attualmente più cauto del consenso, che a maggio era orientato verso una contrazione di circa il 10%.

Dopo una partenza "timida", il governo ha aumentato le dimensioni del pacchetto di misure di stimolo fiscale (sia in termini di sostegno diretto sia di garanzie e liquidità) volte principalmente a mitigare le ripercussioni dell'epidemia e a porre le basi per la fase di ripresa. In linea con quanto approvato dagli altri paesi, gli interventi di bilancio sono stati mirati a incrementare le risorse a disposizione del sistema sanitario, fornire liquidità alle imprese e a sostenere l'occupazione ed i redditi delle famiglie. La decisione delle istituzioni europee di attivare rapidamente la clausola di salvaguardia generale del Patto di Stabilità e Crescita è stata una risposta decisiva, che ha consentito ai singoli governi nazionali, inclusa l'Italia, di affrontare l'emergenza economica con tutta la flessibilità di bilancio necessaria.

Il materializzarsi di una fase di ripresa sostenuta, nel secondo semestre, sarà fondamentale anche per garantire una eredità positiva alla crescita del 2021, in attesa che, nella seconda metà del prossimo anno, quest'ultima riconver-

ga su livelli più simili a quelli del periodo pre-crisi. Un buon passo di crescita l'anno prossimo consentirebbe infatti di riassorbire in parte gli squilibri macroeconomici, in particolare sugli indicatori di finanza pubblica, indotti dal collasso del Pil quest'anno.

Al di là delle divergenze sulle aspettative per quest'anno ed il 2021, le previsioni dei principali organismi internazionali, del governo e di consenso concordano nel ritenere che il prossimo anno il debito pubblico in Italia si attesterà su un livello di circa 20 punti percentuali più alto rispetto a quello del 2019 (a 134,8% del Pil). Un debito pubblico così elevato rende inevitabilmente un paese più vulnerabile e più esposto a possibili tensioni sui mercati finanziari, oltre a ridurre le risorse disponibili per affrontare ulteriori crisi economiche in futuro.

Inoltre, si dovrebbe porre attenzione sulla capacità del paese di servire un più elevato debito pubblico. In questo senso, un indicatore di riferimento è il rapporto tra spesa per interessi ed entrate fiscali. Nel 2019, questo rapporto si è attestato in Italia al 7,2%, il livello più basso in prospettiva storica (era al 14%, per esempio, all'inizio dell'UME), anche grazie ad un aumento delle entrate fiscali. Ipotizzando una stabilizzazione del tasso di interesse implicito sul debito ai livelli del 2019 – anche se i minori tassi di interesse sulle nuove emissioni ad oggi suggeriscono una sua possibile discesa – la maggiore spesa per interessi, legata all'aumento del debito pubblico, si accompagnerà sì ad un aumento del costo del servizio del debito, ma le aspettative sono che questo indicatore possa comunque attestarsi ben al di sotto del livello osservato nel 2008 e nel 2012, e prossimo all'11%.

Sul medio-lungo periodo, il tema sarà porre il debito pubblico/Pil su un sentiero discendente, che renderà non più procrastinabile uno sforzo per stimolare la crescita nominale di medio periodo su livelli ben superiori ad un tasso di poco superiore all'1% osservato nella decade appena trascorsa.



# Covid-19 deragliano i piani di investimento

- Maggio ha dato inizio a un lento processo di normalizzazione per l'industria petrolifera con il graduale venir meno delle misure di distanziamento sociale e l'entrata in vigore dei tagli OPEC+, anche se le differenze nella capacità di stoccaggio a livello regionale potrebbero allargare gli spread tra benchmark e aumentare la volatilità di prezzo
- La crisi di Covid-19 lascerà cicatrici durature sull'industria, con le major petrolifere e i piccoli produttori costretti a ridimensionare radicalmente i loro progetti di investimento
- Nel medio termine, gli attuali tagli ai piani di investimento avranno un impatto negativo sull'offerta, portando a pressioni al rialzo sui prezzi

Edoardo Campanella  
Economista  
UniCredit

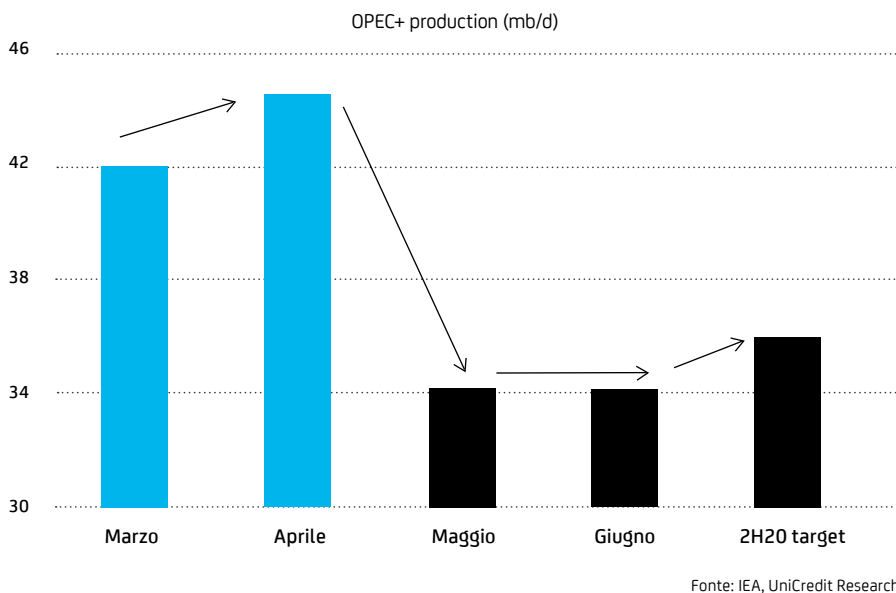
Aprile 2020 sarà probabilmente ricordato come uno dei mesi peggiori nella storia dell'industria petrolifera. Per la prima volta, un contratto futures WTI

è entrato in territorio negativo, a -37 USD/bbl, a causa della speculazione nel mercato degli ETF petroliferi in un momento in cui il mercato fisico era piega-

to dal mix tossico di domanda depressa, offerta fuori controllo e capacità di stoccaggio al limite. Maggio ha segnato probabilmente l'inizio di un lento pro-



Grafico 1. OPEC+ riprende il comando del mercato



cesso di normalizzazione che dovrebbe supportare i prezzi, dato che i governi stanno gradualmente eliminando le misure di contenimento e l'OPEC+ inizia a tagliare la produzione.

Ma l'industria petrolifera non tornerà al suo stato precedente. La crisi di Covid-19 sta costringendo diverse aziende a rivedere al ribasso i loro piani di investimento, a causa sia dei bassi prezzi del petrolio sia dei fondamentali piuttosto incerti. Ci vorranno alcuni trimestri prima che il mercato veda l'impatto delle decisioni odierne che, verosimilmente, eserciteranno pressioni al rialzo sui prezzi del petrolio nel medio termine.

#### DOMANDA CONTRO OFFERTA

Prima di focalizzarci sugli investimenti, e data l'unicità della situazione, è utile ricapitolare brevemente quali siano le attuali condizioni di mercato. I danni, causati da Covid-19 alla domanda globale di petrolio, hanno probabilmente raggiunto il loro picco in aprile, quando circa quattro miliardi di persone in tutto il mondo sono state sottoposte a qualche forma di misure di distanziamento sociale. Secondo l'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA), nel mese scorso la domanda è scesa di ben

25,2 mb sull'anno, tornando a un livello (70,4 mb sull'anno) visto l'ultima volta nel 1995. A maggio, l'IEA aveva previsto solo un graduale miglioramento, con una contrazione della domanda di petrolio di 21,5 mb sull'anno, poiché la maggior parte della mobilità rimane strettamente limitata e i divieti di viaggio sono ancora in vigore, mentre le imprese stanno gradualmente riaprendo e le persone stanno tornando al lavoro. A giugno, il ritmo di contrazione dovrebbe scendere a circa 14 mb sull'anno. Per il 2020, nel complesso, la domanda globale dovrebbe essere di circa 8 mb al di sotto dei livelli registrati l'anno scorso. Sul fronte dell'offerta, il processo di aggiustamento sta procedendo più velocemente rispetto alla domanda, con un calo complessivo previsto di 12 mb/d a maggio. L'OPEC+ dovrebbe ridurre la produzione di circa 10 mb/d, dal record di 44 mb/d raggiunto in aprile, quando l'Arabia Saudita ha puntato sulla massima produzione dopo il crollo dei tagli coordinati dell'offerta dell'OPEC+. Ulteriori tagli (circa 2mb/d) arriveranno dagli Stati Uniti e dal Canada, dove le aziende hanno tagliato i budget e i piani di perforazione a ritmi record. In 2H20, invece, l'OPEC+ dovrebbe aumentare di

nuovo la produzione di 2mb/d (grafico 1). A nostro avviso, tuttavia, date le deboli prospettive della domanda, alla riunione OPEC+ del 10 giugno il cartello accetterà probabilmente di estendere gli attuali tagli al resto dell'anno. L'Arabia Saudita ha appena annunciato che il mese prossimo taglierà volontariamente la produzione di 1mb/d in più rispetto a quanto previsto dalle sue quote. Gli Emirati Arabi Uniti e il Kuwait hanno seguito l'esempio con tagli volontari supplementari.

#### SQUILIBRI DI MERCATO

Nonostante tutte le buone intenzioni di ridurre il numero di barili che raggiungono il mercato, le attuali dinamiche di domanda e offerta indicano un surplus di produzione complessivo di circa 350 mb tra maggio e giugno (circa la metà delle scorte accumulate nel solo mese di aprile). Al momento, la capacità di stoccaggio disponibile è di circa 600 mb e dovrebbe essere sufficiente ad assorbire questi barili extra fino alla fine di 2Q20. Tuttavia, è possibile che gli spread tra i diversi benchmark si allarghino per qualche tempo proprio a causa dei problemi di stoccaggio, portando maggiore volatilità al mercato.

In primo luogo, non tutta la capacità di stoccaggio è facilmente disponibile per i produttori quando ne hanno bisogno. Ciò vale in particolare per le regioni senza sbocco sul mare, come gli stati petroliferi americani, dove i barili non possono essere spediti a strutture galleggianti e quindi la capacità di stoccaggio per i produttori locali è fortemente limitata dalla disponibilità locale, in particolare a Cushing, Oklahoma, dove i futures del greggio NYMEX sono fisicamente regolati. Secondo l'Energy Information Agency, in aprile Cushing era vicina al limite della sua capacità di stoccaggio. Questo spiega perché il Brent, che può contare su strutture di stoccaggio sia on-shore che off-shore, non abbia seguito il WTI in rosso. In secondo luogo, tipologie diverse di greggio possono limitare l'uso dei serbatoi. I greggi pesanti, ad esempio, richiedono uno stoccaggio riscaldato.

to e la miscelazione di diversi tipi di petrolio all'interno dello stesso serbatoio potrebbe ridurre il valore del greggio di qualità superiore.

Tutto ciò implica che fino alla fine di 2Q20, il Brent mostrerà probabilmente un alto grado di volatilità, rimanendo all'interno di un trading range piuttosto ampio di 25-35 USD/bbl. In aprile, il trading range era ancora più ampio a 19-35 USD/bbl. Dato che le prospettive generali sono in leggero miglioramento, vediamo un livello più alto (USD 25/bbl) in futuro. La ripresa della domanda e la contrazione dell'offerta tenderanno a spingere il benchmark verso i 35 USD/bbl, mentre la capacità di stoccaggio esaurita e gli spread tra benchmark diversi potrebbero spingerlo verso i 20 USD/bbl.

### INVESTIMENTO IN CALO

Guardando ad un orizzonte temporale più lungo, la crisi di Covid-19 sta prendendo il sopravvento sulle decisioni di investimento sia dei grandi sia dei piccoli produttori. In primo luogo, i prezzi del petrolio costantemente bassi riducono i flussi di cassa e la disponibilità di risorse da destinare agli investimenti. In secondo luogo, la grande incognita

per le imprese del settore energetico è se Covid-19 cambierà strutturalmente i fondamentali del mercato. Anche se i governi di tutto il mondo riuscissero ad allentare le restrizioni senza causare una seconda ondata d'infezioni, una serie di fattori potrebbero pesare sulla domanda in futuro, come l'accelerazione del processo di de-globalizzazione, l'accorciamento delle catene di fornitura globali attraverso la riorganizzazione di alcune attività e la stessa paura di contagio potrebbe cambiare i consumi e i comportamenti aziendali fino a quando non si troverà un vaccino. Per esempio, le teleconferenze e lo smart working potrebbero diventare più diffusi e trasformare i modelli di mobilità post-Covid-19.

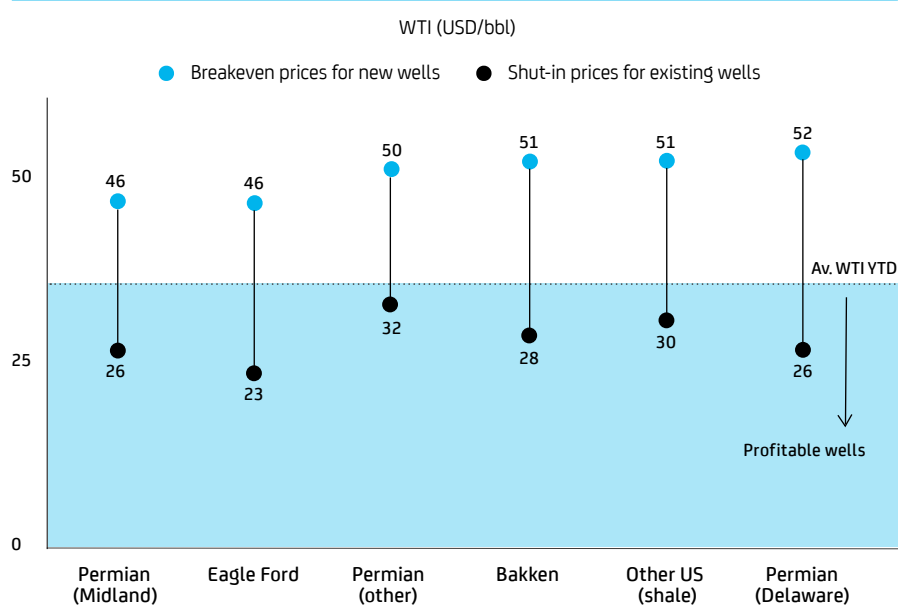
Secondo un regolare sondaggio della Fed di Dallas, condotto a metà marzo con 168 aziende energetiche statunitensi, il 48% ha sostenuto che la crisi sanitaria ha radicalmente depresso i loro piani di investimento, mentre il 19% ha dichiarato di averli leggermente rivisti al ribasso. Il restante 33% ha lasciato pressoché invariati i propri piani di sviluppo. Considerando che l'indagine è stata condotta ben prima del picco

della crisi, è probabile che il suo prossimo aggiornamento a giugno mostrerà un più ampio bacino di imprese che taglierà in modo significativo la spesa per il capex.

Il grafico 2 mostra che, dato il prezzo medio WTI YTD (37 USD/bbl), i principali giacimenti statunitensi riescono a malapena a coprire i cosiddetti shut-in prices (i costi operativi dei pozzi attivi) ma non i loro breakeven prices (il costo per trivellare in modo redditizio nuovi pozzi). Se si prendesse il WTI di oggi che è scambiato a circa 26 USD/bbl, solo la metà dei pozzi esistenti sarebbe appena redditizia. Secondo l'IEA, le società statunitensi upstream taglieranno la spesa per gli investimenti del 30-40%. L'effetto sulla produzione di petrolio non sarà immediato, ma è probabile che sia forte nei prossimi anni. I pozzi di petrolio non convenzionale si esauriscono così rapidamente che ne servono costantemente di nuovi per mantenere invariata la produzione. Circa due terzi del petrolio non convenzionale degli Stati Uniti provengono da pozzi trivellati negli ultimi 18 mesi.

Tendenze simili si stanno verificando in tutto il mondo. Nel 2020, la spesa globale in conto capitale a monte dovrebbe scendere a circa 320 miliardi di dollari, rispetto ai 500 miliardi di dollari del 2019. L'Autorità per il Petrolio e il Gas del Regno Unito stima che quest'anno gli investimenti nei giacimenti del Mare del Nord scenderanno fino al 40%. Secondo l'IEA, diversi progetti di investimento delle major petrolifere, previsti per il 2020 in Nigeria, Messico, Guyana e Ghana, avevano breakeven prices superiori a 50 USD/bbl e sono già stati congelati per il momento. Le compagnie petrolifere nazionali, in particolare quelle del Medio Oriente, hanno deciso di tagliare i budget e di ritardare i pagamenti agli appaltatori e alle società di servizi. In futuro, il brusco calo degli investimenti potrebbe esercitare una pressione al rialzo sui prezzi quando la crisi Covid-19 sarà finalmente superata, tra un anno circa.

Grafico 2. Investimenti non redditizi



# Primi segnali di un ritorno dell'appetito per il rischio

- Le politiche monetarie ultra espansive, lanciate nelle scorse settimane, hanno allentato le pressioni sui mercati globali derivanti dalla contrazione economica, favorendo un rimbalzo significativo dei corsi azionari. Ciò è avvenuto nonostante dati di crescita e utili aziendali in forte discesa e mercato del lavoro sotto pressione
- Lo scenario di breve periodo rimane incerto. Il deterioramento dei fondamentali potrebbe tornare in primo piano nel corso delle prossime settimane. L'appetito per il rischio degli operatori rimane instabile e il flusso di dati macroeconomici resterà negativo per il momento
- Gli ingenti acquisti di titoli obbligazionari da parte delle principali banche centrali sembrano destinati a limitare la pressione al rialzo dei rendimenti derivante da crescenti emissioni di debito, nonché a contenere il livello degli spread di credito.  
I titoli obbligazionari a più basso rating, così come l'azionario, restano maggiormente esposti alle dinamiche di congiuntura economica

Elia Lattuga  
Cross Asset Strategist  
UniCredit

Le misure di contenimento intraprese da molti governi in seguito alla diffusione del Covid-19 stanno avendo un impatto significativo sull'attività economica mondiale. I dati del primo trimestre hanno mostrato contrazioni

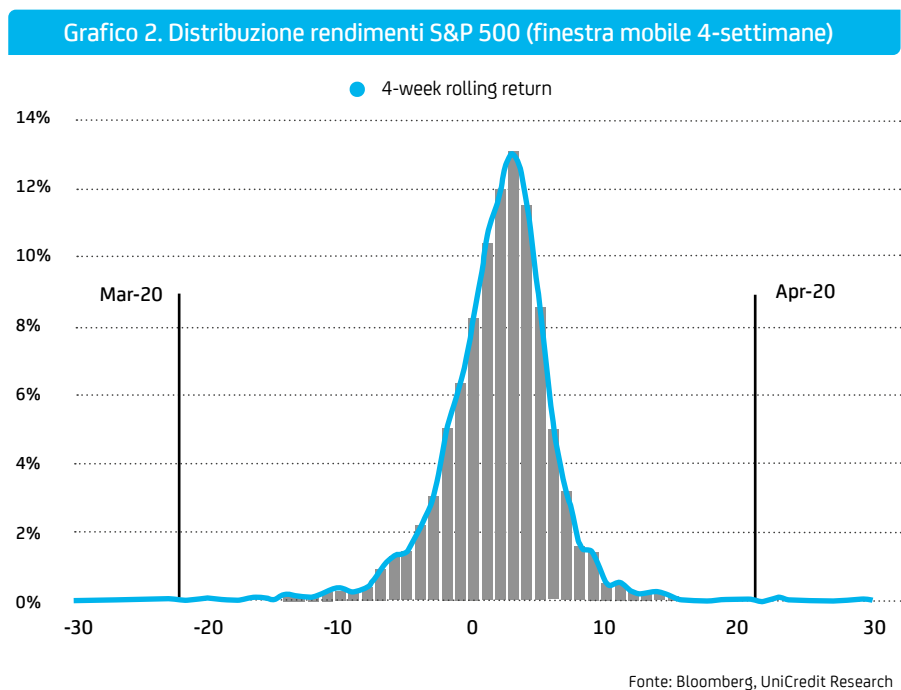
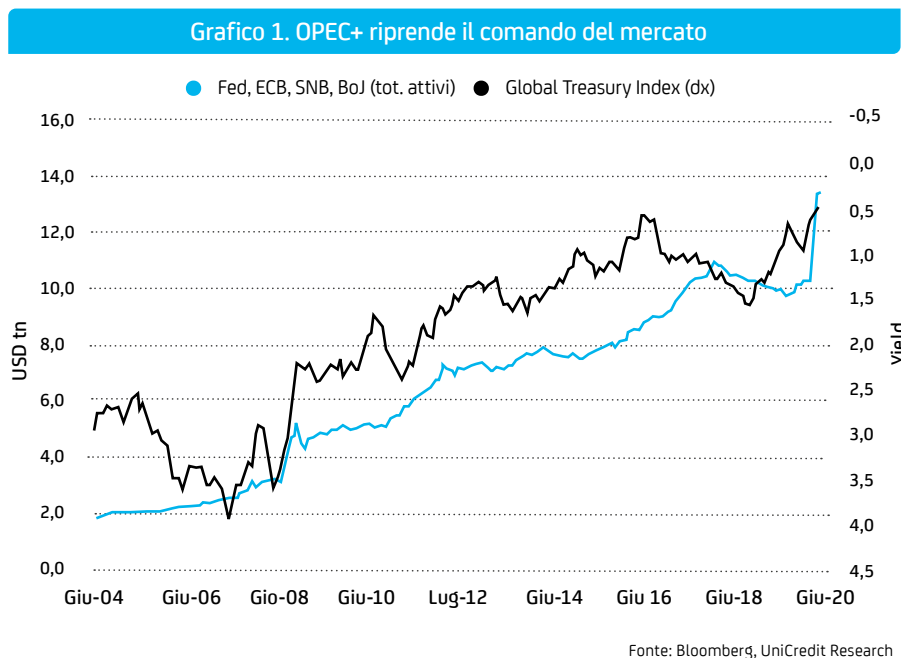
marcate nelle economie asiatiche e primi segnali di indebolimento per le economie occidentali: in considerazione dei tempi di diffusione del virus e delle misure di contenimento, è probabile che il rallentamento dell'attività



acceleri nel secondo trimestre dell'anno, sia in Europa sia negli Stati Uniti. Permangono inoltre dubbi sulla rapidità e solidità della ripresa, che ci aspettiamo per la seconda parte dell'anno. Un'accelerazione nel percorso di allentamento delle misure di contenimento del virus potrebbe consentire di ridurre la flessione attesa per il secondo trimestre, ma aumenterebbe altresì il rischio di una nuova ondata di contagi, rallentando il percorso di ripresa nella seconda parte dell'anno. I percorsi e le scelte dei governi nei vari paesi non sono del tutto allineate: tutto ciò contribuisce ad incrementare il livello di incertezza sull'outlook di crescita nel breve termine.

In tale contesto, il mercato è alla ricerca della proverbiale "luce alla fine del tunnel". C'è attenzione crescente per indicatori ad alta frequenza che consentano di catturare i primi segnali di ripresa nella mobilità dei consumatori, nel traffico di mezzi pesanti nonché nelle scelte dei governi in merito alle misure di lockdown. Molti di questi indicatori hanno iniziato a mostrare i primi segnali positivi, alimentando aspettative di un migliorato outlook di crescita e di mercato, al momento principalmente sostenute dall'azione della politica monetaria.

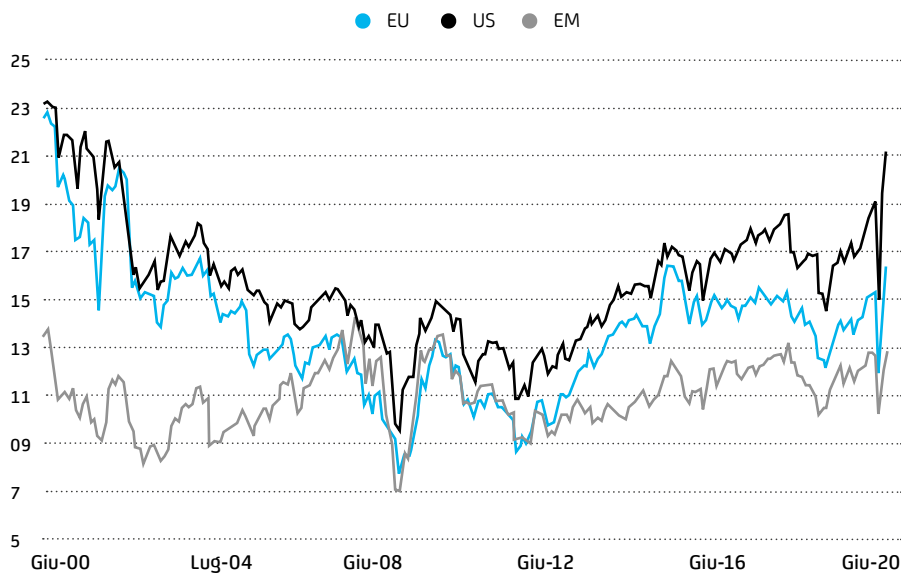
L'azione delle banche centrali è stata determinante per porre fine alla rapida discesa dei corsi azionari, e più in generale, a quelli delle attività rischiose, registrata nella parte finale di febbraio e durante le prime tre settimane di marzo. A più riprese le autorità fiscali e monetarie hanno annunciato misure di sostegno all'economia e ai mercati finanziari. L'azione della Fed e della BCE, in particolare, ha consentito di far fronte al rapido inasprimento delle condizioni finanziarie registrato a marzo. Le principali banche centrali globali si sono impegnate ad espandere il proprio bilancio e hanno rinnovato il loro impegno a fare quanto necessario per evitare che nuove tensioni sui mercati finanziari ostacolino la trasmissione degli



impulsi monetari e/o possano creare situazioni di stress in segmenti del mercato particolarmente rilevanti per gli obiettivi di policy (Grafico 1). Le misure di quantitative easing, in particolare, stanno offrendo al mercato obbligazionario un sostegno diretto e

di finanziamento di aziende e stati sovrani nell'attuale contesto macroeconomico. Inoltre, tali misure hanno delle ripercussioni importanti anche per l'azionario, riducendo i rischi al ribasso e sostenendo indirettamente le valutazioni. I tassi di sconto in prossimità dei minimi storici e l'aspettativa

Grafico 3. Price-earnings (12M forward)



Fonte: Bloomberg, UniCredit Research

che possano restare su questi livelli a lungo, l'abbondante liquidità offerta dalle banche centrali e l'impegno delle stesse a fare di più se necessario, sembrano destinati a sostenere un rapido rimbalzo dei corsi delle attività rischiose nel medio termine, in un contesto di ripresa economica.

Lo shock economico e la reazione dei policy maker hanno determinato rapide e ampie variazioni sui mercati globali. Negli ultimi mesi, l'indice S&P 500 ha registrato oscillazioni percentuali a diverse deviazioni standard dalla media storica, prima in negativo, poi in positivo (Grafico 2). Di conseguenza gli indici di volatilità hanno segnato nuovi massimi, (è il caso del VIX) spingendosi oltre i picchi del 2008. La volatilità attesa è tornata su livelli decisamente più bassi nelle ultime settimane, ma rimane ben al di sopra dei livelli pre-crisi, segnalando la permanenza di numerosi fattori di incertezza sui mercati azionari globali nel breve termine. Come per la volatilità, diversi segmenti del mercato, dal funding a breve termine al petrolio, rimangono in parte sotto pressione, seppure mostrando decisi segnali di miglioramento rispet-

to ai picchi della crisi. Spesso si tratta di tensioni generate da effetti secondari della crisi che però ne ampliano la portata esponendo i mercati globali a nuove ondate di vendite. L'azione dei policy makers e un contesto di mercato caratterizzato da minore volatilità dovrebbe far rientrare gradualmente anche queste tensioni, che restano un rischio nel breve termine.

Nonostante le tensioni che permangono in alcune aree del mercato, la performance dell'azionario nell'ultimo mese è indicativa dell'approccio costruttivo degli operatori in merito alle prospettive di ripresa economica. Difatti, le valutazioni sui principali indici azionari globali hanno registrato ampi rimbalzi, raggiungendo e, in qualche caso, superando i livelli pre-crisi (Grafico 3). La reattività delle valutazioni quali il price-earnings ratio (rapporto tra prezzo e utili per azione) in una fase di ripresa economica non sorprende, in quanto metriche quali gli utili realizzati e/o attesi subiscono delle variazioni più graduali rispetto ai corsi di mercato. Data l'entità della crisi economica attuale, sembra probabile che gli utili restino sotto pressione anche per il secondo trimestre.

Sebbene molte delle posizioni corte su volatilità siano state chiuse durante il sell-off, riportando il mercato su posizioni più bilanciate, i dati sul posizionamento degli investitori sembrano suggerire che in pochi siano riusciti a cogliere il rimbalzo dell'azionario registrato ad aprile. Inoltre, dopo i deflussi registrati a marzo, i fondi di investimento negli Stati Uniti (fonte ICI) non hanno visto un rientro significativo, mentre il recupero registrato dal comparto ETF è stato parziale. Lo stesso quadro sembra emergere dall'analisi della performance aggregata dei fondi hedge, che non ha seguito l'andamento dell'indice S&P 500, durante la recente fase di rimbalzo. Si tratta di dati aggregati, che nascondono divergenze potenzialmente molto ampie al loro interno, ma che forniscono delle indicazioni sull'attuale partecipazione alla risalita dell'azionario. Questi dati da un lato confermano il clima di incertezza e la poca visibilità delle dinamiche di mercato di breve termine (forse un po' di scetticismo sulla sostenibilità degli attuali livelli di mercato), dall'altro lato evidenziano come molti investitori potrebbero avere spazio per incrementare le posizioni lunghe su attività rischiose (e.g. azionario, high yield) in presenza di un miglioramento delle prospettive di crescita.

Gli ingenti acquisti di titoli obbligazionari da parte delle principali banche centrali sembrano destinati a tenere sotto controllo il livello dei tassi di interesse e degli spread di credito. Utili in discesa e crescenti tassi di insolvenza potranno ancora pesare sui corsi dei titoli azionari e obbligazionari a basso rating, in particolare sui settori e le regioni più impattate dal virus. Se l'incertezza potrà prevalere nel breve termine, un migliorato outlook di crescita nella seconda parte dell'anno potrà stimolare un ritorno dell'appetito al rischio supportata anche dall'abbondante liquidità immessa dalle banche centrali.

# La tesi sui tassi d'interesse profondamente negativi

Solo la politica monetaria può gestire il credito nell'intera economia. Finché inflazione e tassi d'interesse reali non risorgeranno, solo una politica di tassi d'interesse effettivi profondamente negativi, sostenuti da misure per evitare accumulo di liquidità da parte delle imprese finanziarie, può assolvere a questa funzione

*Articolo tratto da Project Syndicate.*

CAMBRIDGE – Per coloro che hanno considerato i tassi d'interesse negativi come una soluzione molto lontana per le banche centrali, potrebbe essere giunto il momento di ripensarci. In questo momento, negli Stati Uniti, la Federal Reserve – supportata dal Tesoro, sia implicitamente sia esplicitamente – è all'opera per sostenere praticamente ogni credito privato, statale e comunale dell'economia. Molti altri governi si sono sentiti obbligati ad attuare misure simili. Una crisi che capita una volta ogni cent'anni (speriamo) richiede un intervento massiccio da parte del governo, ma questo implica necessariamente una distribuzione di aiuti con meccanismi di allocazione basati sul mercato?

Le garanzie di copertura del debito sono un espediente straordinario se si ritiene che il recente stress dei mercati sia stato solo una crisi di liquidità a breve termine, che presto sarà alleviata da una solida ripresa post-Covid-19. Ma cosa succederebbe se

questa rapida ripresa non ci fosse? Cosa accadrebbe se, come crede qualcuno, ci vorranno anni prima che l'economia statunitense e l'economica globale tornino ai livelli del 2019? Se fosse così, difficilmente tutte le imprese sopravviverebbero e tutte le amministrazioni a statali e locali potrebbero pagare i loro debiti. È più probabile che nulla sarà come prima. La distruzione di ricchezza sarà catastrofica e le autorità dovranno trovare il modo per garantire che, almeno in alcuni casi, i creditori si accollino una parte delle perdite, un processo che richiederà anni di negoziazioni e contenziosi. Per avvocati fallimentari e lobbisti sarà una manna, che in parte deriverà dalle pressioni sui contribuenti perché onorino le garanzie di salvataggio. Uno scenario simile sarebbe disastroso.

Ora immaginate che, anziché sostenere i mercati esclusivamente tramite garanzie, la Fed possa spingere la maggior parte dei tassi d'interesse a breve termine nell'intera economia vicino o sotto lo zero. Europa e Giappone sono già timidamente entrati in



**Kenneth Rogoff**  
professore di economia e politiche pubbliche all'Università di Harvard e vincitore del Deutsche Bank Prize in Financial Economics 2011, è stato capo economista del Fondo monetario internazionale dal 2001 al 2003. È co-autore di *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Questa volta è diverso: otto secoli di follia finanziaria)





territorio di tassi negativi. Supponiamo che le banche centrali si oppongano all'attuale fuga verso il debito pubblico andando oltre, abbassando i tassi ufficiali a breve termine fino a, diciamo, il -3% o meno.

Innanzitutto, proprio come i tagli dei tassi d'interesse positivi dei bei tempi andati, i tassi negativi eviterebbero il default di molte aziende, Stati e comuni. Se applicati correttamente – e recenti prove empiriche lo confermano sempre più spesso – i tassi negativi funzionerebbero in modo analogo alla normale politica monetaria, stimolando la domanda aggregata e aumentando l'occupazione. Quindi, prima di effettuare interventi di ristrutturazione del debito a 360 gradi, non sarebbe meglio provare una dose di normale stimolo monetario? Per rendere applicabile ed efficace una politica di tassi profondamente negativi sono necessari alcuni passi importanti. Il primo, che nessuna banca centrale (inclusa la BCE) ha ancora adottato, è impedire l'accumulo di liquidità su vasta scala da parte di imprese finanziarie, fondi pensionistici e società di assicurazioni. Varie combinazioni di norme, una tassa variabile nel tempo per il rideposito su larga scala del contante presso la banca centrale e la graduale eliminazione delle banconote di grosso taglio dovrebbero bastare.

Non è fantascienza (o dovrei piuttosto dire virologia?). Con l'accumulo di contante su vasta scala fuori dai giochi, la questione del passaggio di tassi negativi ai titolari di de-

positi bancari – il timore più sensato – verrebbe eliminato. Anche senza impedire l'accaparramento all'ingrosso (che è rischioso e costoso), le banche europee sono riuscite sempre più spesso a trasferire i tassi negativi ai grandi depositanti. E per i governi non sarebbe una grossa rinuncia dover proteggere interamente i piccoli depositanti dai tassi di interesse negativi. Anche in questo caso, con tempi e pianificazione adeguati, sarebbe una soluzione semplice.

I tassi d'interesse negativi hanno suscitato una raffica di obiezioni. In buona parte, tuttavia, si tratta di obiezioni confuse o semplicistiche, come scrivo nel mio libro del 2016 sul passato, il presente e il futuro della valuta e in alcuni scritti sullo stesso tema, in cui spiego anche perché non si dovrebbe pensare a "strumenti monetari alternativi", come il quantitative easing o l'helicopter money, come a forme di politica fiscale. Se da un lato è necessaria una risposta fiscale, dall'altro è necessaria anche una politica monetaria. Solo la politica monetaria può gestire il credito nell'intera economia. Finché inflazione e tassi d'interesse reali non risorgeranno, solo una politica di tassi d'interesse effettivi molto negativi può assolvere a questa funzione. Una politica di tassi profondamente negativi nelle economie avanzate sarebbe un grande vantaggio anche per le economie emergenti e in via di sviluppo, che sono state colpite dal calo dei prezzi delle materie prime, dalla fuga dei capitali, da elevati livelli di debito

e da tassi di cambio deboli, per non parlare delle prime fasi della pandemia. Anche con tassi negativi, molti paesi avrebbero comunque bisogno di una moratoria del debito. Tuttavia un dollaro più debole, una crescita globale più solida e una riduzione della fuga dei capitali sarebbero d'aiuto, soprattutto per i principali mercati emergenti. Purtroppo, quando la Federal Reserve ha effettuato la revisione degli strumenti di politica monetaria nel 2019, il dibattito su come implementare tassi molto negativi è stato di fatto accantonato, costringendola poi a forzare la mano durante la pandemia. Gli influenti lobbisti bancari odiano i tassi negativi, sebbene, se applicati in modo corretto, non intacchino gli utili delle banche. Gli economisti di professione, affascinati dagli interessanti risultati inattesi che si osservano nelle economie quando si raggiunge effettivamente il livello zero dei tassi d'interesse, devono assumersi una parte di responsabilità. L'applicazione d'emergenza di tassi d'interesse profondamente negativi non risolverebbe tutti i problemi attuali, ma l'adozione di una politica di questo tipo sarebbe un punto di partenza. Se, come sembra sempre più probabile, i tassi di interesse reali di equilibrio sono destinati a rimanere più bassi che mai nei prossimi anni, è ora che le banche centrali e i governi inizino a considerare questa ipotesi con urgenza e lungimiranza.

# Una strategia long/short per cavalcare la volatilità del petrolio



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

- I Certificate rappresentano lo strumento ideale per ottenere dei rendimenti sia in caso di prosecuzione della fase di recupero dai minimi del prezzo del petrolio di metà marzo, sia in caso di eventuale nuovo storno dei mercati
- Un esempio di strategia con l'utilizzo di un Bonus Cap e un Reverse Bonus Cap su Saipem

La corsa di governi e banche centrali per salvare l'economia mondiale dalla peggiore crisi dal dopoguerra, quella innescata dalla pandemia del coronavirus, oltre agli ultimi dati relativamente confortanti sull'evoluzione dei contagi, sembra avere momentanea-

mente riportato una certa serenità tra gli operatori finanziari.

Sul mercato azionario, i guadagni registrati sul finire di maggio hanno risollevato i principali listini internazionali, nonostante i livelli pre-Covid di febbraio rimangono ancora lontani.





In attesa di dati macro più confortanti, rispetto a quelli preoccupanti diffusi di recente che inglobano gli effetti del lockdown globale, sui mercati pesano anche le tensioni tra Stati Uniti e Cina, dopo che Pechino ha approvato la proposta di legge sulla sicurezza nazionale che comporta nuove strette su Hong Kong.

Per quanto riguarda il mercato petrolifero, nelle ultime settimane si sta assistendo ad una fase di stabilizzazione, dopo il crollo della domanda avvenuto tra marzo e aprile che ha portato le

quotazioni del future WTI americano in terreno negativo per poche ore.

Sul fronte dell'offerta, i tagli OPEC+ sono entrati in vigore, contribuendo a ridurre gli squilibri di mercato. Rimane l'incognita capacità di stoccaggio che resta ai limiti.

Per chi volesse prendere posizione sulle tematiche legate al petrolio, in tale contesto di incertezza ed in attesa di ulteriori segnali confortanti sulla tempistica della ripresa economica globale, i Certificate rappresentano lo strumento ideale per ottenere dei

rendimenti sia in caso di prosecuzione della fase di recupero dai minimi di metà marzo, sia in caso di eventuale nuovo storno dei mercati.

In questo articolo metteremo in atto una strategia long/short utilizzando i Certificate, con l'obiettivo di trarre profitto da tutti i possibili scenari futuri. Le tipologie di Certificate utilizzati per tale esercizio sono i **Bonus Cap** e i **Reverse Bonus Cap**.

Nel dettaglio, i Bonus Certificate consentono di ottenere un rendimento prefissato a scadenza qualora il sot-



tostante **non scenda MAI** al di sotto della Barriera (in questo caso si parla di Bonus Cap, strumento con Barriera americana - continua) o non sia alla data di scadenza al di sotto della Barriera (in questo caso invece si parla di Top Bonus, strumento con Barriera europea - a scadenza).

Diversamente, i Reverse Bonus Certificate consentono di ottenere un rendimento prefissato a scadenza qualora il sottostante **non salga MAI** al di sopra della Barriera.

Escludendo di operare su sottostanti più direttamente legati alla materia prima, come il future sul petrolio, per le dinamiche legate al costo dello stoccaggio (un costo esorbitante a causa della quantità di petrolio sempre più elevata che si trova ferma a Cushing, in Oklahoma, il punto di consegna per il contratto Usa West Texas Intermediate -WTI- dove il greggio viene stoccato, ma anche sulle navi al largo delle coste) e del costo del rolling delle posizioni, per questa analisi si è deciso, a titolo di esempio, di utilizzare come sottostante un titolo azionario italiano, Saipem.

Saipem ha comunicato in data 23 aprile 2020 i conti del primo trimestre, che hanno evidenziato ricavi stabili e in linea con le attese. La società attiva nel settore dei servizi petroliferi ha visto il fatturato attestarsi a 2,172 miliardi di euro (in linea rispetto al 2019) e la perdita di 269 milioni rispetto all'utile di 21 milioni del primo trimestre del 2019. Quest'ultimo dato, precisa Saipem, "sconta rispetto al risultato netto adjusted svalutazioni di

immobilizzazioni materiali della divisione Drilling Offshore per 260 milioni derivanti quasi interamente dal test di impairment". Su base rettificata, la perdita è stata di 9 milioni di euro contro il risultato positivo di 29 milioni dell'analogo periodo nel 2019.

Nel trimestre in esame l'Ebitda adjusted è sceso a 240 milioni di euro contro i 274 milioni del corrispondente periodo nel 2019 (consensus Bloomberg a 253,4 milioni) e "la riduzione - spiega Saipem - è riconducibile ad una perdita di efficienza operativa nelle divisioni Engineering & Construction Offshore e Drilling Onshore". Sono calati anche gli investimenti tecnici effettuati nel corso del primo trimestre del 2020 (principalmente riferiti a interventi di manutenzione e upgrading), che sono passati a 59 milioni dai precedenti 74 milioni di euro.

"La resilienza, la flessibilità e adattabilità dimostrate nel tempo permettono la gestione dell'operatività dei nostri cantieri e dei nostri mezzi nel massimo rispetto della salute e della sicurezza delle persone e consentono di affrontare con determinazione il deteriorato contesto economico generale, che ha motivato il ritiro della guidance per il 2020", ha commentato l'amministratore delegato di Saipem, Stefano Cao.

La strategia presentata è quella di utilizzare un Bonus Cap e un Reverse Bonus Cap su Saipem, con l'obiettivo di ottenere un doppio rendimento prefissato (Bonus) nel caso in cui il titolo si mantenga all'interno di un range, de-

terminato dalle Barriere dei due Certificate presi in esame.

Nella tabella seguente sono specificate le caratteristiche del Bonus Cap e del Reverse Bonus Cap su Saipem, entrambi con scadenza dicembre 2020.

Il Bonus Cap, codice ISIN DE000HV4EC79, corrisponde a scadenza (18/12/2020) un Bonus pari a 110,0 se Saipem non scende MAI al di sotto della Barriera di EUR 1,5540, distante attualmente il 27,7% rispetto alle quotazioni di EUR 2,15 alla data di redazione dell'articolo (29/05/2020).

Il prezzo del Certificate è pari a EUR 100,50.

Rendimento potenziale pari al 9,45% (circa 17,50% su base annua).

Il Reverse Bonus Cap, codice ISIN DE000HV4EQ32, corrisponde a scadenza (18/12/2020) un Bonus pari a 109,0 se Saipem non sale MAI al di sopra della Barriera di EUR 2,8725, distante attualmente il 33,60% rispetto alle quotazioni di EUR 2,15 alla data di redazione dell'articolo (29/05/2020).

Il prezzo del Certificate è pari a EUR 103,80.

Rendimento potenziale pari al 5,01% (9,70% su base annua).

Attuando tale strategia e andando quindi ad acquistare i due strumenti con le percentuali stabilite a discrezione dell'investitore in base alla propria visione sull'evoluzione futura dei mercati, ci sarebbe la possibilità di ottenere i rendimenti sopra indicati nel caso in cui il titolo si mantenga da qui a dicembre all'interno del range EUR 1,5540/EUR 2,8725.

In caso invece di rottura di una delle due Barriere, la performance finale dell'operazione intrapresa dipenderà dalla percentuale allocata nei due strumenti.

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.

NOME	BONUS CAP
Emittente	UniCredit
Sottostante	SAIPEM 2,15 EUR
Strike	2,22 EUR
Barriera	1,5540 (-27,7%)
Tipo Barriera	Continua
Scadenza	18/12/2020
Isin	DE000HV4EC79
Prezzo	100,50
Bonus	110,00
Rendimento potenziale %	9,45%

NOME	REVERSE BONUS CAP
Emittente	UniCredit
Sottostante	SAIPEM 2,15 EUR
Strike	2,2980 EUR
Barriera	2,8725 EUR (+33,6%)
Tipo Barriera	Continua
Scadenza	18/12/2020
Isin	DE000HV4EQ32
Prezzo	103,80
Bonus	109,00
Rendimento potenziale%	5,01%

# La nuova emissione di Top Bonus ed un esempio di sostituzione di posizioni in sofferenza

- **I Certificate di nuova emissione sul mercato secondario: uno strumento interessante da un punto di vista del profilo rischio-rendimento**
- **Top Bonus Certificate di UniCredit: una risposta alla domanda degli investitori di prodotti conservativi**



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

I primi mesi del 2020, dopo un inizio abbastanza in linea con la fine del 2019, hanno visto arrivare il tanto temuto crollo dei listini azionari mondiali. La diffusione del Covid-19 al di fuori della Cina, il conseguente lock-down delle maggiori economie occidentali a partire da marzo e il mancato accordo dei paesi dell'Opec sull'estrazione del petrolio hanno causato una correzione decisa di tutte le borse mondiali e un brusco ritorno della volatilità, con il VIX (l'indice che misura la volatilità delle opzioni dell'S&P 500) che ha toccato livelli oltre 80 punti. A seguito del crollo iniziale i mercati hanno provato un rimbalzo andando a recuperare qualche punto: da inizio anno il FTSE

MIB ha ceduto quasi il 25%, il DAX il 15% e l'S&P 500 il 10%.

In un momento di volatilità elevata i Certificate di nuova emissione sul mercato secondario risultano essere particolarmente interessanti da un punto di vista del profilo rischio-rendimento: la volatilità, componente fondamentale del pricing dei Certificate, è elevata e i corsi azionari sono ai minimi di molti anni consentendo di fissare le Barriere di protezione a livelli molto conservativi.

La nuova emissione di Top Bonus Certificate di UniCredit si inserisce proprio in questo contesto di mercato poiché è stata pensata per rispondere alla domanda degli investitori di prodotti



conservativi, quindi con Barriere osservate solamente a scadenza, e che possano avere dei premi interessanti, per questa emissione fissati tra il 105% e il 125% del valore iniziale.

In una logica di portafoglio differenziato un prodotto come il Top Bonus trova il suo spazio in un'ottica di sostituzione di posizioni in difficoltà: poniamo per esempio di avere una posizione aperta sull'azione Banco BPM in sofferenza del 15%, a seguito dei crolli di mercato di inizio anno.

La prima alternativa è di tenere in portafoglio l'azione, sperare in eventuali risalite e rimanere esposti al rischio ribassi. Una seconda alternativa può essere di vendere l'azione, incassare la minusvalenza, e con il ricavato acquistare il Top Bonus DE000HV4EF76 che in questo momento quota intorno a 104 EUR.

Questo Top Bonus garantisce un premio del 20% se a scadenza (dicembre

2021) Banco BPM quoterà al di sopra della Barriera, posta al 35% di distanza dal valore di strike, proteggendo quindi da ulteriori discese. Uno switch di portafoglio di questo tipo, protegge da ulteriori ribassi del titolo fino al 35% e garantisce un rendimento del 15% se a dicembre 2021 Banco BPM non sia sceso oltre il valore di Barriera. La fiscalità del Certificate, inoltre, permetterà di compensare le minusvalenze generate con la vendita del titolo Banco BPM in perdita con l'eventuale pagamento del premio del Top Bonus. Viceversa, nel caso in cui la barriera venisse infranta a scadenza il Certificate rimborserà esattamente quello che avrebbe rimborsato l'azione iniziale se mantenuta in portafoglio.

Per maggiori informazioni sulla nuova emissione consulta il sito [www.investimenti.unicredit.it](http://www.investimenti.unicredit.it)



# Mercato primario dei Certificate: attesi volumi in linea con il 2019

Il mercato primario dei Certificate, sin dal lancio di questi prodotti in Italia, ha visto una continua crescita di volumi. Si pensi che nel 2006 si collocarono 1,8 miliardi di euro per arrivare agli 11 del 2018 e oltre 17 mld nel 2019 (fonte dati Acepi), con proiezioni per tutto il 2020, sulla base dei dati del primo trimestre, molto vicine al risultato dello scorso anno

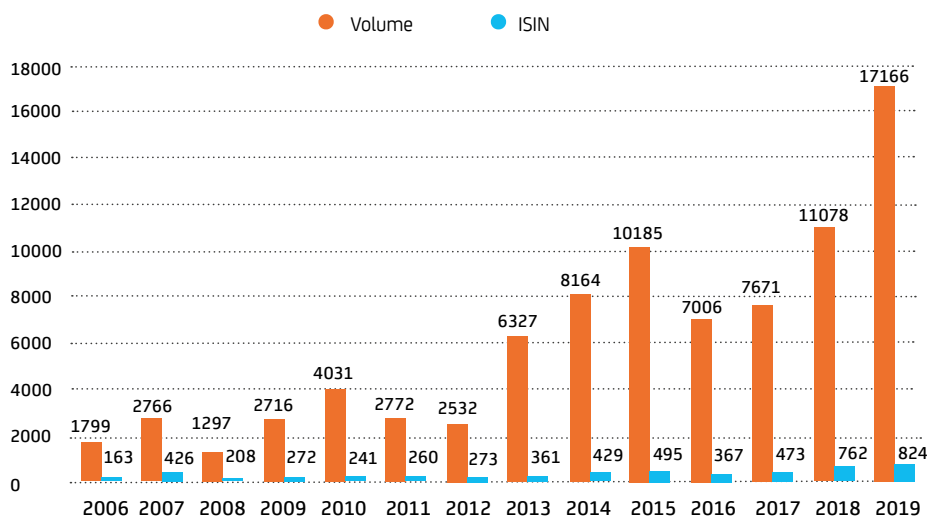
Il Certificate rappresenta oggi un “cuscinetto” importante all’interno di un portafoglio di investimento grazie ad alcune caratteristiche salienti. Nel mercato primario sono principalmente due le tipologie di Certificate più ampiamente diffuse: i Certi-

ficato con protezione -totale o parziale- del capitale (che rappresentano l’alternativa fiscalmente più efficiente alle obbligazioni) e quelli con protezione condizionata del capitale. Detenere una quota di portafoglio investito in Certificate consente di mettere



Deborah Dall'Armi  
Private Investor Products Italy Internal Network  
UniCredit

Grafico 1. Emesso (MLN EUR) e ISIN dal 2006 al 2019



Fonte dati: Acepi



in sicurezza una quota parte di capitale e di stabilizzare la volatilità del portafoglio nel suo insieme. I Certificate protetti arrivano in molti casi ad avere il 100% di protezione del capitale, mentre i condizionatamente protetti hanno delle Barriere tali per cui si riceve il capitale investito anche in caso di ribasso del sottostante, purché non oltre il livello di Barriera. L'altro elemento di valore aggiunto all'interno di un portafoglio d'investimento è il trattamento fiscale: i Certificate generano infatti redditi diversi (aliquota fiscale 26%) con la possibilità di compensare le plusvalenze con le minusvalenze precedentemente accantonate. Qual è il trend dell'ultimo periodo in termini di tipologie e caratteristiche di questi prodotti? Il primo trimestre 2020 ha riportato un totale volumi collocati per 3,9 mld di euro, più basso rispetto al corrispondente periodo dell'anno scorso, ma che ci consente di proiettare volumi complessivi per l'anno in linea col 2019. Il 2019 è stato un anno in cui sul mercato primario si è osservata una equa distribuzione tra Certificate protetti e condizionatamente protetti in termini di nozionale emesso, mentre il primo trimestre 2020 ha visto la tendenza spostarsi verso la protezione condizionata (oltre 60% dei volumi di mercato). Ricordiamo che i primi due mesi dell'anno sono stati caratterizzati da condizioni di mercato (tassi di interesse e credit spread ai minimi storici) che rendevano poco attraenti soluzioni di investimento con piena protezione del capitale, favorendo invece alternative con protezione condizionata per la loro

capacità di estrarre valore su un orizzonte temporale contenuto. Già dal mese di marzo, quando gli effetti della pandemia hanno iniziato a generare importanti discontinuità nei mercati finanziari, l'orientamento degli investitori si è velocemente reindirizzato verso forme di investimento a capitale interamente protetto, che sfruttando l'allargamento dei credit spread, il significativo aumento della volatilità e i corsi azionari scesi a minimi storici, sono divenute più appetibili (con una riduzione delle scadenze dai 10 anni ai 5-6 anni e rendimenti potenziali più elevati). Nel mondo dei Certificate con protezione del capitale, il primo trimestre 2020 si è caratterizzato per due principali categorie di Certificate collocati: gli Equity Protection che hanno rappresentato il 53% dei volumi complessivi e i Digital (47%) – fonte dati Acepi. L'obiettivo di entrambe queste due tipologie di prodotti è, esattamente come per un'obbligazione, proteggere il capitale investito fino al 100%, con un approccio diverso nella restituzione del rendimento aggiuntivo. In particolare, gli Equity Protection consentono di ricevere a scadenza la partecipazione all'apprezzamento del sottostante in maniera lineare o persino con una leva che amplifica il rendimento, mentre i Digital puntano ad avere dei rendimenti periodici (cedole) generalmente prefissati all'emissione con un funzionamento quindi molto simile a quello di un titolo di stato o un bond, con in più un trattamento fiscale agevolato.

Tra le tipologie più diffuse di Certificate con protezione condizionata del capitale, troviamo nel primo trimestre del 2020 i Cash Collect (54% dei volumi), Express (21%) e Bonus Cap (17%) - Fonte dati Acepi - che rappresentano tre diverse opportunità di sfruttare i ribassi dei mercati. Tutti e tre proteggono il capitale investito anche in caso di ribassi del sottostante entro i limiti della Barriera ma si prefiggono, oltre all'yield enhancement che li accomuna, tre obiettivi diversi in funzione di diverse aspettative di rendimento. Da una parte i Cash Collect che mirano ad un rendimento periodico e pagano cedole a date prefissate anche in caso di ribasso del sottostante; gli Express, invece, permettono di ottenere il rimborso anticipato del capitale maggiorato di un ammontare predefinito prima della scadenza naturale del prodotto attraverso il meccanismo di autocallability (spesso includono anche un effetto memoria tale per cui più la scadenza anticipata si allontana dalla data di emissione del prodotto più l'ammontare corrisposto è maggiore) ed, infine, i Bonus Cap che consentono di ottenere a scadenza l'intero capitale investito più un premio anche in caso di ribasso del sottostante entro i limiti della Barriera. In questo contesto, UniCredit, per il mercato primario, ha puntato soprattutto su Certificate con elevate protezioni del capitale (100%) come base di un portafoglio ben diversificato con particolare attenzione alla riduzione del rischio per la clientela.

# Sicurezza ed efficienza a garanzia del servizio alla clientela

La pandemia ha avuto un forte impatto su tutte le attività, ma ha anche accelerato l'evoluzione di modelli di business. UniCredit Direct, nell'emergenza, ha saputo prontamente trovare soluzioni innovative per soddisfare le esigenze dei clienti

**Lo scoppio della pandemia ha portato importanti cambiamenti nei modelli di business delle aziende. Cosa ne pensa? Quale impatto ha avuto ed avrà in futuro per UniCredit Direct?**

Quando la pandemia sarà alle spalle – auspicabilmente prima possibile – questo periodo sarà ricordato come la più grande accelerazione evolutiva dei modelli di business delle aziende, soprattutto del sistema bancario, che ha mantenuto e assicurato continuità di prestazione e ha dovuto velocemente adattarsi alle modalità di interazione compatibili con il bisogno di protezione e di sicurezza delle persone. Abbiamo assistito ad innovazioni nelle forme di lavoro, nell'attivazione di processi da remoto e nell'uso della tecnologia, sia a servizio della relazione con i clienti sia che all'interno dell'azienda, che in assenza di questa emergenza avremmo realizzato in tempi più lunghi.

L'impatto su UniCredit Direct è stato notevole, perché in un contesto di lockdown totale ha assicurato ai clienti la possibilità di comunicare con la Banca, sia per accedere a primari servizi bancari che alle misure finanziarie di sostegno ricomprese nei vari provvedimenti governativi. Il tutto in un contesto di massima sicurezza per i colleghi, che hanno potuto lavorare da casa grazie al

"flexible working", garantendo gli stessi standard di efficienza del lavoro in ufficio. Rileviamo anche un risultato di positiva sperimentazione del "flexible working" nelle strutture di customer care dove è stato vincente il mix tra la responsabilità e professionalità dei colleghi e la tecnologia adottata.

**Quali iniziative avete attivato in risposta al lockdown? In quale direzione si è evoluto il set di servizi offerti?**

Abbiamo attuato un piano di emergenza focalizzato sull'utilizzo di tutta la capacity di UniCredit Direct al servizio del crescente traffico in entrata. Questo ha significato focalizzare i nostri colleghi, normalmente adibiti ad altre specifiche attività (come i Remote Advisor o gli Specialist Assurance) ai canali di assistenza e supporto ai processi di emergenza e continuità operativa. Rispetto ai servizi offerti, lo sforzo è stato quello di mappare bisogni e servizi finanziari essenziali e renderne possibile l'accesso da remoto al telefono anche a quei clienti non particolarmente evoluti nell'utilizzo dei canali digitali in assenza della possibilità di recarsi presso le nostre Filiali.

**Come sono cambiati i bisogni e le aspettative della clientela? Quali**



**Michele Manzari**  
Co-Head  
UniCredit Direct

**Andrea Eusebi**  
Co-Head  
UniCredit Direct





### **saranno secondo lei le discontinuità più importanti nel mondo della consulenza on-line?**

Più che cambiati i bisogni, sono velocemente cambiate le modalità con cui questi vengono richiesti e soddisfatti. Chi era già "digitalizzato" ha avuto meno problemi a convivere con le misure di emergenza, mentre chi non lo era ha dovuto rapidamente riconsiderare ataviche resistenze e abitudini di vita, per cui la consulenza on-line ha vertiginosamente "guadagnato consenso" rispetto alla tradizionale modalità "in presenza" e la nostra sfida più importante sarà quella di consolidare quanto sin qui fatto nel momento in cui si tornerà gradualmente alla normalità.

### **Quali sono le prospettive future e quali gli obiettivi di crescita di UniCredit Direct?**

Nella misura in cui la modalità di relazione con i clienti sarà sempre più orientata alla interazione da remoto e al digitale, il futuro di UniCredit Direct non può che essere un futuro di forte crescita di servizi offerti, di canali di interazione con molteplicità di punti di ingresso, ed in ultima analisi di risorse, con importanti risvolti sociali da un punto di vista occupazionale. Oggi più che mai siamo orgogliosi della fiducia che la Banca ci ha dato nell'affidarci la responsabilità di guidare UniCredit Direct nel suo più importante momento storico.

# In crescita l'interesse per i Certificate

I Certificate offrono un'ampia varietà di profili di rischio, che risponde alle diverse esigenze non solo degli investitori privati più sofisticati, ma anche a quella dei consulenti indipendenti e delle gestioni patrimoniali

## Parlando dei mercati gestiti da Borsa Italiana-LSE, come è iniziato l'anno?

Un anno che ha riservato fino ad ora buone soddisfazioni per i nostri mercati, sia in termini di nuove quotazioni che di volumi di secondario, confermando il trend positivo in particolare dei Certificate evidenziato nel corso del 2019, nonostante l'estrema volatilità esplosa sui mercati finanziari a cui abbiamo assistito nel corso del mese di marzo a seguito dell'emergenza pandemica.

## Quale è stato l'impatto di Covid-19?

Sicuramente l'emergenza ha costretto tutti noi a rivedere il nostro modo di lavorare, ma il Gruppo Borsa Italiana dispone di solidi presidi di continuità aziendale per garantire la sicurezza e la gestione ordinata delle proprie attività e delle operazioni di mercato e, fortunatamente, la filosofia dello smart working era già ben consolidata in azienda, pertanto non ci siamo trovati impreparati al lockdown. Siamo riusciti a gestire con efficienza e professionalità tutte le attività di listing anche da remoto, nonostante un imponente incremento dell'attività, conseguente all'estrema volatilità delle prime settimane di marzo che ha provocato un elevato numero di scadenze anticipate di molti strumenti con Barriera. Credo che quanto successo abbia dimostrato la resilienza dei sistemi di negoziazione di Borsa Italiana, grazie all'alta pro-

fessionalità e capacità dei professionisti, che lavorano dietro le quinte per offrire ogni giorno anche in condizioni estreme il miglior servizio possibile, nell'interesse di tutti gli stakeholders del mercato.

## Quali aspettative avete per il futuro?

Rimaniamo positivi per il resto dell'anno, considerato che gli eccessi di volatilità sono stati riassorbiti e il mercato è tornato a livelli più coerenti, con i fondamentali economici che, peraltro, sono profondamente cambiati nel giro di pochi mesi. Credo sia fondamentale anche la capacità degli emittenti di reagire rapidamente con nuovi strumenti alle attuali esigenze di mercato, e da parte nostra, di offrire la giusta flessibilità e scalabilità per assecondare l'innovazione di prodotto all'interno di regole chiare e condivise.

## Quali sono più in particolare gli effetti su SeDeX e Cert-X in termini di volumi e trend generali per il mercato dei Certificate e Covered Warrant? C'è stata un'evoluzione di tipologie di prodotti scambiati?

Nei primi 4 mesi del 2020 i volumi di negoziazione sono cresciuti notevolmente sui principali mercati di Borsa Italiana, in particolare su SeDeX che ha visto i contratti salire dell'80% rispetto al primo quadrimestre 2019 e il controvalore del +54% (la riduzione dei corsi dei Certificate nella fase ribassista ha fatto sì che il con-



**Pietro Poletto**  
Head of ETF and Fixed Income Markets  
presso London Stock Exchange Group



trovalore scambiato aumentasse meno del numero di contratti conclusi). Su SeDeX sono stati gli strumenti di trading come i Leva Fissa, i prodotti con knock-out e i Covered Warrant ad avere contribuito maggiormente alla crescita dei volumi. I Certificate a leva fissa da soli hanno rappresentato il 57% dei volumi totali per complessivi EUR 4,510 mln. Come trend di mercato, abbiamo osservato in questi 4 mesi uno spostamento dei flussi dai Covered Warrant a strumenti come Turbo e Mini Futures con Barriera di knock-out (congiuntamente definiti Leverage Certificates di classe A). Nel 2019 i volumi dei Covered Warrant erano il doppio dei Turbo e Mini Futures. Oggi i Turbo e Mini Futures movimentano il doppio dei volumi dei Covered Warrant (EUR 936 mln vs EUR 460 mln). Una modifica nelle regole di listing su SeDeX ha consentito agli emittenti di quotare nuovi prodotti in quantitativi più elevati e con maggiore tempestività. Questo ha migliorato il time-to-market degli emittenti e ampliato la gamma dei prodotti listati che oggi su SeDeX supera per la prima volta i 12.000 strumenti. Per quanto riguarda Cert-X nei primi 4 mesi del 2020 i contratti sono cresciuti del 3,5% e il controvalore si è contratto del 12%. Cert-X rappresenta una venue principalmente dedicata al listing post-primario e alla quotazione di private placement,

alcuni dedicati a sola clientela professionale. Da una parte le nuove quotazioni sono cresciute del +62% rispetto al primo quadrimestre 2019 (1.032 nuove quotazioni rispetto a 637 nello stesso periodo del 2019), mentre l'andamento dei mercati negli ultimi tre mesi ha scoraggiato le negoziazioni in questo comparto.

**Qual è la valenza dell'investimento in Certificate nell'attuale fase di mercato, anche rispetto ad altri prodotti finanziari? Quale tipo di nuovi prodotti potrebbe soddisfare le esigenze degli investitori in futuro e nell'attuale scenario di mercato?**

I Certificate sono strumenti particolarmente efficienti. L'ampiezza dell'offerta in termini di varietà di profili di rischio-rendimento garantisce all'investitore più sofisticato di trovare strumenti adatti alle proprie esigenze e al contesto di mercato. Oltre alla tradizionale clientela di investitori privati, osserviamo che anche consulenti indipendenti e gestioni patrimoniali guardano con crescente interesse a questi prodotti, grazie al taglio retail, l'aspetto fiscale e non da ultimo la quotazione in Borsa. L'aspetto della negoziazione riveste un ruolo cruciale per strumenti come i Certificate dove negoziabilità e liquidità, garantite dal mercato, sono un elemento fondamentale per investitori privati e istituzionali.

**Anche la tecnologia occuperà sempre più un ruolo fondamentale. Quali misure state adottando? E quali le innovazioni per i mercati finanziari?**

La tecnologia sarà sempre più il driver competitivo di successo tra mercati e piattaforme. Il nostro Gruppo ha sempre investito molto in tecnologia a supporto di una microstruttura di mercato che, negli anni, si è dimostrata flessibile e scalabile, tale da ben supportare la naturale evoluzione finanziaria dei prodotti quotati. Stiamo studiando soluzioni sempre più integrate, anche per valorizzare la filiera integrata verticalmente che caratterizza il mercato italiano: listing –trading e settlement. Inoltre stiamo semplificando le modalità di accesso al mercato grazie al "Member Portal", un tool sempre più apprezzato dai nostri clienti che ci permette di interagire con loro in modalità totalmente virtuale, sviluppato coerentemente alle normative vigenti e flessibile per essere compliant agli adeguamenti futuri. Inoltre, stiamo completando l'integrazione di Cert-X all'interno dei tool automatici di quotazione di Borsa, al fine di migliorare il servizio agli emittenti con l'obiettivo non ultimo di confermarci la venue di riferimento per la quotazione e la negoziazione sia di prodotti di investimento che di trading.



# Catalogo Certificate

Aggiornamento: giugno 2020

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'acquisto, la vendita o il mantenimento degli strumenti finanziari ivi menzionati.

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

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

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

## Perché investire in Certificate?

### Diversificazione

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

### Alternativa all'investimento azionario

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

### Orizzonte temporale

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

tipata, 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 continuo proposte di acquisto e vendita.

## SCOPRI LE RECENTI EMISSIONI DI CERTIFICATE UNICREDIT!

Per le tue strategie di investimento:

- Cash Collect Autocallable Step Down, con soglia di rimborso anticipato decrescente e cedole condizionate trimestrali
- Reverse Bonus Cap per strategie ribassiste o di copertura
- Bonus Cap e Top Bonus per strategie moderatamente rialziste di breve termine

Per le tue strategie di trading:

- Covered Warrant
- Corridor
- Turbo Open End

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

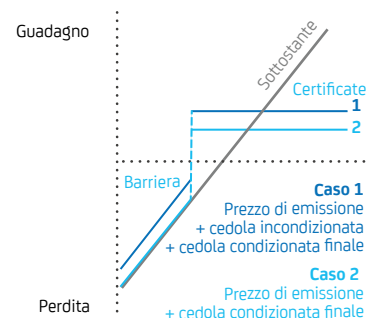
# Cash Collect Certificate

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

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 sottostante 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.



Categoria ACEPI  
Certificate a capitale condizionatamente protetto.

## CASH COLLECT CERTIFICATE AUTOCALLABLE SU INDICI E AZIONI (negoiazione EUOTLX)

CODICE ISIN	SOTTOSTANTE	STRIKE	BARRIERA	IMPORTI ADDIZIONALI CONDIZIONATI P.A.	FREQUENZA DI PAGAMENTO	PROSS. DATA RIMBORSO ANTICIP.	PROSSIMO RIMB ANTICIP. EUR	SCADENZA
DE000HV48ZY2	ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A.	17,335	Livello Barriera 65%	2,1% (con effetto memoria)	MENSILE	21/09/2020	1000 EUR	26/02/2024
DE000HV40DB4	INTESA SANPAOLO S.P.A.	3,04	Livello Barriera 60%	1% (più 2,5% in caso rimborso anticipato e a scadenza)	SEMESTRALE	10/07/2020	103,50 EUR	18/01/2021
DE000HV40V37	INTESA SANPAOLO S.P.A.	2,39	Livello Barriera 65%	2% (più 2,3% in caso rimborso anticipato e a scadenza)	SEMESTRALE	18/09/2020	104,30 EUR	27/09/2021
DE000HV47V55	INTESA SANPAOLO S.P.A.	2,292	Livello Barriera 65%	1,5% (più 3,3% in caso rimborso anticipato e a scadenza)	SEMESTRALE	23/09/2020	1048 EUR	31/07/2023
DE000HV46NU0	PAYPAL HOLDINGS, INC.	106,50	Livello Barriera 65%	1% (più 4,1% in caso rimborso anticipato e a scadenza)	ANNUALE	23/10/2020	105,10 EUR	31/10/2023
DE000HV40854	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE S.A.	48,86	Livello Barriera 60%	1% (più 3,5% in caso rimborso anticipato e a scadenza)	SEMESTRALE	19/10/2020	104,5 EUR	26/10/2020
DE000HV40A32	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE S.A.	47,46	Livello Barriera 60%	1% (più 3,5% in caso rimborso anticipato e a scadenza)	SEMESTRALE	-	-	18/01/2021

CASH COLLECT CERTIFICATE COUPON FISSI SU AZIONI (negoiazione EUOTLX)

CODICE ISIN	SOTTOSTANTE	STRIKE	BARRIERA	IMPORTI ADDIZIONALI CERTIFICATE P.A. INCONDIZIONATI	FREQUENZA DI PAGAMENTO	SCADENZA
IT0005285785	APPLE INC.	174,96	Livello Barriera 65%	1,80%; 2,00%; 2,2%	TRIMESTRALE	24/11/2020
DE000HV4CBL8	ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A.	14,62	Livello Barriera 65%	3,3%; 3,6%; 3,9%	MENSILE	30/06/2020
IT0005284887	ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A.	15,77	Livello Barriera 65%	3%; 3,3%; 3,6% ultimo anno e 3 mesi	MENSILE	15/02/2021
DE000HV40E01	ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A.	14,62	Livello Barriera 65%	3,3%; 3,6%; 4,2% ultimo anno e 3 mesi	MENSILE	30/09/2020
DE000HV40D96	ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A.	15,39	Livello Barriera 60%	2,40%; 2,80%; 3,2% ultimo anno e 6 mesi	TRIMESTRALE	29/06/2021
DE000HV453T8	CNH INDUSTRIAL N.V.	8,92	Livello Barriera 65%	2,40%	TRIMESTRALE	27/06/2023
DE000HV4CBG8	ENEL S.P.A.	4,74	Livello Barriera 65%	3%; 3,3%; 3,6% ultimo anno e 2 mesi	MENSILE	31/08/2020
DE000HV40756	ENEL S.P.A.	4,81	Livello Barriera 65%	2,64%; 3%; 3,48% ultimo anno e 6 mesi	MENSILE	30/10/2020
DE000HV40A24	ENEL S.P.A.	5,32	Livello Barriera 65%	2,7%; 3%; 3,6% ultimo anno e 3 mesi	MENSILE	29/01/2021
DE000HV44X98	ENI S.P.A.	15,79	Livello Barriera 65%	3,00%	TRIMESTRALE	24/10/2022
DE000HV44444	INTESA SANPAOLO S.P.A.	2,16	Livello Barriera 60%	4,50%	MENSILE	29/09/2022
DE000HV448H3	INTESA SANPAOLO S.P.A.	2,16	Livello Barriera 60%	4,32%	MENSILE	29/11/2022
DE000HV477Z4	KERING	551,90	Livello Barriera 60%	37,50%	QUADRIMESTRALE	29/05/2023
IT0005279127	LEONARDO S.P.A.	15,94	Livello Barriera 65%	2,7%; 3%; 3,3% ultimo anno e 3 mesi	MENSILE	29/12/2020
DE000HV408Q8	LEONARDO S.P.A.	14,33	Livello Barriera 65%	2,88%; 3,12%; 3,6% ultimo anno e 3 mesi	MENSILE	23/11/2020
DE000HV448G5	MEDIABANCA BANCA DI CREDITO FINANZIARIO S.P.A.	9,21	Livello Barriera 65%	3,60%	MENSILE	29/09/2022

CASH COLLECT CERTIFICATE CON CONSOLIDAMENTO (negoiazione EUOTLX)

CODICE ISIN	SOTTOSTANTE	STRIKE	BARRIERA/LOCK IN	IMPORTI ADDIZIONALI CERTIFICATE P.A. INCONDIZIONATI	FREQUENZA DI PAGAMENTO	SCADENZA
DE000HV455H8	GENERAL MOTORS CO.	36,06	Livello Barriera 60%/ Lock in 95%	2%	ANNUALE	23/08/2023
DE000HV455T3	INFINEON TECHNOLOGIES AG	17,08	Livello Barriera 65%/ Lock in 100%	2,70%	ANNUALE	25/09/2023
DE000HV45QH2	MEDIABANCA BANCA DI CREDITO FINANZIARIO S.P.A.	9,31	Livello Barriera 65%/ Lock in 100%	3%	ANNUALE	26/07/2023
DE000HV452Q6	MEDIABANCA BANCA DI CREDITO FINANZIARIO S.P.A.	9,03	Livello Barriera 65%/ Lock in 100%	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.

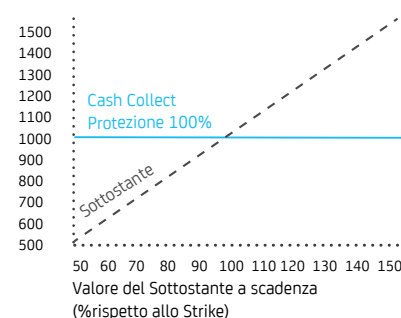


# Cash Collect Certificate con Protezione

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

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.



Categoria ACEPI  
Certificate a capitale protetto.

## CASH COLLECT CERTIFICATE PROTETTO SU AZIONI E INDICI (negoiazione EUOTLX)

CODICE ISIN	SOTTOSTANTE	STRIKE	BARRIERA/PROTEZIONE	IMPORTI ADDIZIONALI CONDIZIONATI P.A.	FREQUENZA DI PAGAMENTO	SCADENZA
IT0005366452	ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A.	17,24	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,5%; 2,5%; 2,5%; 3%; 3%; 4,5%; 5% altrimenti 1%	ANNUALE	29/04/2026
IT0005341984	ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A.	15,05	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3,00%	ANNUALE	15/09/2025
IT0005344962	ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A.	14,16	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3,00%	ANNUALE	31/10/2025
IT0005356511	ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A. / ENEL S.P.A.	15,45 / 5,23	Livello Barriera 90% / Protezione 90%	2,1% incondizionato; 4,5%; 4,5%; 4,5%	QUADRIMESTRALI	31/01/2023
IT0005350878	ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A. / ENEL S.P.A.	14,53 / 5,14	Livello Barriera 90% / Protezione 90%	2,1% incondizionato; 4,2%; 4,2%; 4,2%	QUADRIMESTRALI	02/01/2023
DE000HV4AE30	BASKET: 1 X E.ON SE + 0,1 X UNIPER SE / ENGIE SA / RWE AG	13,81 / 18,16 / 22,53	Livello Barriera 100% / Protezione 90%	3,80%	ANNUALE	18/03/2021
DE000HV4ADJ2	BASKET: 1 X NOVARTIS AG + 0,2 X ALCON AG / BAYER AG / ROCHE HOLDING AG	90,04 / 123,65 / 249,80	Livello Barriera 100% / Protezione 90%	3,20%	ANNUALE	18/02/2021
IT0005322521	ENEL S.P.A.	4,83	Livello Barriera 100% / Protezione 95%	2% incondizionato il 28/02/2019; 2,5%; 2,5%; 2,75%; 2,75%; 3,10%; 3,10%	ANNUALE	28/02/2025
IT0005381352	ENEL S.P.A.	6,78	Livello Barriera 100% / Protezione 95%	2,80%	ANNUALE	30/09/2027
IT0005381337	ENEL S.P.A.	6,76	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,00%	ANNUALE	25/06/2027
IT0005406514	ENEL S.P.A.	-	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3%; 3,25%; 3,5%; 4%; 5%	ANNUALE	28/11/2025
IT0005406522	ENEL S.P.A.	-	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2%; 2%; 3%; ; 3% 3,5%; 4,5%	ANNUALE	29/05/2026
DE000HV8BHX3	ENI S.P.A.	16,52	Livello Barriera 100% / Protezione 90%	3,70%	ANNUALE	30/11/2020
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
DE000HV8BKE7	ENI S.P.A.	13,69	Livello Barriera 100% / Protezione 90%	3,40%	ANNUALE	13/01/2021
DE000HV8BC54	ENI S.P.A.	19,54	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3,00%; 3,20%; 3,40%; 3,60%; 3,80%; 4,50%	ANNUALE	19/06/2020
DE000HV8BCT2	ENI S.P.A.	19,59	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3,00%; 3,20%; 3,40%; 3,60%; 3,80%; 4,50%	ANNUALE	09/07/2020
IT0005378051	ENI S.P.A.	14,10	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,10%	ANNUALE	11/03/2027
IT0005379612	ENI S.P.A.	13,10	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,00%	ANNUALE	16/02/2027
IT0005349045	ENI S.P.A.	14,21	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3%; 3%; 3%; 3,50%; 4%; 5%; 6%	ANNUALE	28/11/2025
IT0005353260	ENI S.P.A.	13,82	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	4%; 4%; 5%; 5%; 6%; 7%; 8%	ANNUALE	29/12/2025
IT0005393670	ENI S.P.A.	11,34	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3%; 3%; 3%; 3,5%; 3,5%; 3,5%; 4%; 4%; 4%; 5%	ANNUALE	28/02/2030
IT0005393746	ENI S.P.A.	9	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2%; 2%; 2%; 2,5%; 2,5%; 2,5%; 3%; 3%; 4%; 4%	ANNUALE	29/03/2030
DE000HV8BE50	ENI S.P.A. / ROYAL DUTCH SHELL PLC (CLASS A)	18,07 / 30,27	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	1,50%; 1,60%; 2,00%; 2,00%; 2,50%; 3,00%	ANNUALE	24/09/2020
IT0005367369	EURO STOXX ESG LEADERS 50 NR DECREMENT 5% PRICE EUR	966,80	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,70%	ANNUALE	25/05/2026
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

CODICE ISIN	SOTTOSTANTE	STRIKE	BARRIERA/PROTEZIONE	IMPORTI ADDIZIONALI CONDIZIONATI P.A.	FREQUENZA DI PAGAMENTO	SCADENZA
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%	4,00%	ANNUALE	28/02/2023
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
DE000HV4A2A7	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1908,29	Livello Barriera 100% / Protezione 85%	4%	ANNUALE	18/11/2020
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
DE000HV4AWD5	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1809,33	Livello Barriera 100% / Protezione 85%	4,50%	ANNUALE	14/10/2020
IT0005252587	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	2106,23	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2%; 2%; 2,5%; 3%; 3,5%; 4%; 5%	ANNUALE	14/06/2024
DE000HV4A7L3	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1821,54	Livello Barriera 100% / Protezione 85%	4,00%	ANNUALE	16/03/2022
IT0005203069	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1769,52	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3,00%	ANNUALE	17/07/2023
DE000HV4A4U1	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1773,74	Livello Barriera 100% / Protezione 85%	4,00%	ANNUALE	31/01/2022
DE000HV4A389	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1806,14	Livello Barriera 100% / Protezione 85%	4,00%	TREDICI MESI	23/12/2021
IT0005246035	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	2071,18	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2%; 2,50%; 3,00%; 3,00%; 3,50%; 4,50%; 6,00%	ANNUALE	02/04/2024
IT0005171597	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1825,71	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3,00%	ANNUALE	24/03/2022
IT0005381428	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	2066,92	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,00% i primi 4 anni: 2,50%; 2,50%; 3,00%; 3,00%; 3,00%; 3,50%	ANNUALE	29/11/2029
IT0005329203	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	2110,33	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,20%	ANNUALE	30/04/2025
IT0005331738	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	2003,17	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,10%	ANNUALE	30/05/2025
IT0005333742	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1958,20	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,30%	ANNUALE	30/06/2025
IT0005337875	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	2043,77	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3,00%	ANNUALE	31/07/2025
IT0005326324	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	2006,91	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,10%	ANNUALE	31/03/2025
IT0005376493	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1932,50	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,60%	ANNUALE	31/12/2024
IT0005363897	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1949,77	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3%; 3%; 3%; 4%; 4%; 5%; 6%	ANNUALE	26/03/2026
IT0005358608	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1933,89	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	4%; 4%; 4%; 5%; 5%; 7%; 10%	ANNUALE	27/02/2026
IT0005356362	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1892,29	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	4%; 4%; 5%; 6%; 7%; 8%; 10%	ANNUALE	30/01/2026
IT0005381402	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	2078,90	Livello Barriera 100% / Protezione 95%	2,00%	SEMESTRALE	20/11/2023
IT0005365546	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1994,66	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,25%	ANNUALE	02/04/2024
IT0005381485	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	2102,61	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2%; 2%; 2,5%; 2,5%; 3%; 3%; 3%; 4,5%; 6%	ANNUALE	24/12/2029
IT0005393704	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	1522,64	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	1,60%	ANNUALE	10/09/2027
IT0005381360	INTESA SANPAOLO S.P.A.	2,28	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,00%; 2,00%; 2,00%; 2,50%; 2,50%; 2,50%; 3,00%; 3,00%; 3,00%; 3,50%	ANNUALE	31/10/2029
IT0005381378	POSTE ITALIANE S.P.A.	10,99	Livello Barriera 100% / Protezione 95%	2,55%	ANNUALE	29/10/2027
IT0005376501	POSTE ITALIANE S.P.A.	9,38	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,50%; 2,50%; 2,50%; 3,00%; 3,00%; 3,50%	ANNUALE	29/01/2027
IT0005393738	ROYAL DUTCH SHELL PLC (CLASS A)	14,57	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	legato alla performance	ANNUALE	29/10/2027
IT0005393654	STOXX EUROPE SUSTAINABILITY SELECT 30 (PRICE) INDEX (EUR)	148,47	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,20%	ANNUALE	31/01/2030
IT0005393761	STOXX® EUROPE 600 HEALTH CARE (PRICE) INDEX (EUR)	914,01	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2%; 2,5%; 2,5%; 3%; 3%; 3,5%	ANNUALE	30/04/2026
IT0005176448	STOXX® GLOBAL SELECT DIVIDEND 100 (PRICE) INDEX (EUR)	2620,70	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,50%	ANNUALE	28/04/2023
DE000HV88DD4	USD / EUR	0,74	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	3,30%	ANNUALE	06/08/2020
IT0005370959	VODAFONE GROUP PLC	127,12	Livello Barriera 100% / Protezione 85%	3,70%	SEMESTRALE	29/05/2024
DE000HV8BFJ6	ZURICH INSURANCE GROUP AG	285,10	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,30%	ANNUALE	29/10/2020
DE000HV8BDE2	ZURICH INSURANCE GROUP AG	270,10	Livello Barriera 100% / Protezione 100%	2,20%; 2,40%; 2,60%; 2,80%; 3,50%; 4,00%	ANNUALE	14/08/2020

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.**

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.

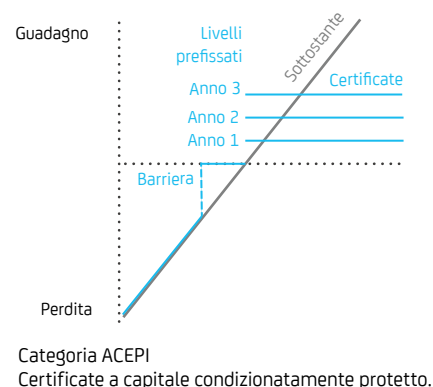
Si ha il rimborso anticipato se alla data di osservazione il sottostante è pari o superiore al livello di Trigger.

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 (negoziazione EUOTLX)

CODICE ISIN	SOTTOSTANTE	STRIKE	BARRIERA	FREQUENZA DI PAGAMENTO	PROSS. DATA RIMB. ANTICIPATO	PROSS. IMP. RIMB. ANTICIPATO EUR	SCADENZA
DE000HV4C4F0	ABBVIE INC	72,67	Livello Barriera 65% - Livello Glider 85%	TRIMESTRALE	23/09/2020	1020 EUR	29/09/2023
DE000HV44ZG8	ALLIANZ SE	204,45	Livello Barriera 65%	ANNUALE	25/05/2020	100 EUR	31/05/2023
DE000HV498K2	ALPHABET INC. CLASS C / FACEBOOK INC.	1318,09 / 189,75	Livello Barriera 70%	SEMESTRALE	21/08/2020	1031 EUR	28/08/2023
DE000HV4CBH6	AXA S.A.	24,27	Livello Barriera 60%	ANNUALE	15/06/2020	110 EUR	21/06/2021
DE000HV453U6	BANCO SANTANDER S.A.	4,03	Livello Barriera 65%	ANNUALE	22/06/2020	100 EUR	28/06/2023
DE000HV40UP8	BNP PARIBAS S.A.	55,10	Livello Barriera 65%	ANNUALE	23/09/2020	105 EUR	30/09/2022
DE000HV405W8	BNP PARIBAS S.A.	54,24	Livello Barriera 65%	ANNUALE	08/06/2020	105 EUR	14/06/2022
DE000HV40R0	ENI S.P.A.	15,49	Livello Barriera 65%	TRIMESTRALE	11/05/2020	105,10 EUR	28/02/2022
DE000HV40SY4	ENI S.P.A.	15,43	Livello Barriera 65%	TRIMESTRALE	22/06/2020	104,20 EUR	27/12/2021
DE000HV40U27	FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES N.V.	13,40	Livello Barriera 65%	TRIMESTRALE	22/05/2020	103,50 EUR	28/02/2022
DE000HV40UN3	FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES N.V.	13,03	Livello Barriera 60%	TRIMESTRALE	23/07/2020	103,60 EUR	31/01/2022
DE000HV44ZH6	FOOT LOCKER INC.	41,52	Livello Barriera 60%	SEMESTRALE	22/05/2020	108 EUR	30/11/2022
DE000HV455J4	FOOT LOCKER INC.	42,23	Livello Barriera 60%	SEMESTRALE	04/09/2020	105 EUR	13/03/2023
DE000HV44XA6	GLENCORE PLC	310,85	Livello Barriera 60%	SEMESTRALE	16/10/2020	108,40 EUR	31/10/2022
DE000HV42GF4	ING GROEP N.V.	10,88	Livello Barriera 60%	ANNUALE	09/11/2020, 10/11/2020, 11/11/2020, 12/11/2020, 13/11/2020	105 EUR	22/11/2022
DE000HV40TT2	INTESA SANPAOLO S.P.A.	2,48	Livello Barriera 65%	ANNUALE	22/06/2020	105 EUR	21/07/2022
DE000HV40RN9	INTESA SANPAOLO S.P.A.	2,79	Livello Barriera 65%	ANNUALE	16/06/2020	105 EUR	23/06/2022
DE000HV40RQ2	INTESA SANPAOLO S.P.A.	2,55	Livello Barriera 65%	ANNUALE	30/06/2020	105 EUR	07/07/2022
DE000HV40PU8	INTESA SANPAOLO S.P.A.	3,19	Livello Barriera 65%	TRIMESTRALE	03/08/2020	112,25 EUR	26/07/2021
DE000HV40MT7	INTESA SANPAOLO S.P.A.	3,16	Livello Barriera 65%	TRIMESTRALE	17/07/2020	110,50 EUR	26/04/2021
DE000HV40MS9	INTESA SANPAOLO S.P.A.	2,92	Livello Barriera 65%	TRIMESTRALE	22/06/2020	112,50 EUR	29/03/2021
DE000HV4C3C9	INTESA SANPAOLO S.P.A.	1,75	Livello Barriera 50%	TRIMESTRALE	03/06/2020	1012,50 EUR	10/03/2022
DE000HV47T67	LVMH MOËT HENNESSY - LOUIS VUITTON SE	412	Livello Barriera 70% - Livello Glider 85%	SEMESTRALE	22/07/2020	1017,50 EUR	31/07/2023
DE000HV4C9C6	QUALCOMM INC.	69,03	Livello Barriera 65%	SEMESTRALE	23/09/2020	1028 EUR	29/09/2023
DE000HV40GB7	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE S.A.	46,46	Livello Barriera 65%	QUADRIMESTRALE	19/05/2020	117,50 EUR	26/01/2021
DE000HV42MC9	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE S.A.	32,83	Livello Barriera 60%	SEMESTRALE	08/06/2020, 09/06/2020, 10/06/2020, 11/06/2020, 12/06/2020	109 EUR	21/12/2021

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

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



# Twin Win Certificate

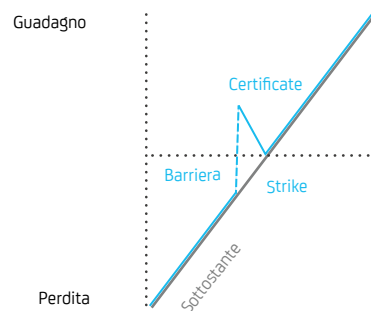
**Obiettivo: partecipare alla performance del sottostante in valore assoluto, sia in caso di rialzo, sia in caso di ribasso.**

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.



Categoria ACEPI  
Certificate a capitale condizionatamente protetto.

## TWIN WIN CERTIFICATE AUTOCALLABLE CON CAP (negoziazione EUOTLX)

CODICE ISIN	SOTTOSTANTE	STRIKE	BARRIERA	CAP%	PROSS. DATA RIMBORSO ANTICIP.	PROSS. IMP. RIMBORSO ANTICIPATO EUR	FREQUENZA PAGAMENTO	SCADENZA
DE000HV4CXU3	FTSE MIB INDEX	18.067290	Livello Barriera 80%	105%; 145%	NO	NO	NO	31/10/2022
DE000HV42KB5	TELEFÓNICA S.A.	7,562	Livello Barriera 70%	130%	12/02/2020	102,60 EUR	SEMESTRALE	19/08/2022

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

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

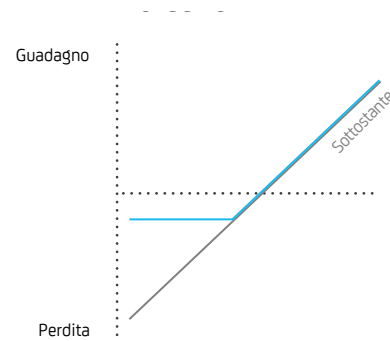
# Protection Certificate

**Obiettivo: partecipare al rialzo del sottostante proteggendo una porzione del capitale investito dal rischio di ribasso.**

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.



Categoria ACEPI  
Certificate a capitale protetto.

## PROTECTION CERTIFICATE SU INDICI E BASKET DI AZIONI (negoiazione EUROTLX)

CODICE ISIN	TIPOLOGIA	SOTTOSTANTE	STRIKE	PROTEZIONE	SCADENZA
IT0005381386	PROTECTION AUTOCALLABLE	FTSE MIB INDEX	23279,78	PROTEZIONE 100% / PARTECIPAZIONE 100%	22/11/2024
IT0005381436	PROTECTION AUTOCALLABLE	EURO STOXX® SELECT DIVIDEND 30 (PRICE) INDEX (EUR)	2066,92	PROTEZIONE 90% / PARTECIPAZIONE 100%	28/11/2025
IT0005381477	PROTECTION AUTOCALLABLE	STOXX EUROPE SUSTAINABILITY SELECT 30 (PRICE) INDEX (EUR)	147,66	PROTEZIONE 90% / PARTECIPAZIONE 100%	30/12/2025
DE000HV4AJA8	PROTECTION CERTIFICATE CON CAP	DAIMLER AG / DEUTSCHE TELEKOM AG / SANOFI S.A.	87,28 / 16,79 / 95,91	PROTEZIONE 90% / PARTECIPAZIONE 100%	22/07/2020
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)	-	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

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.

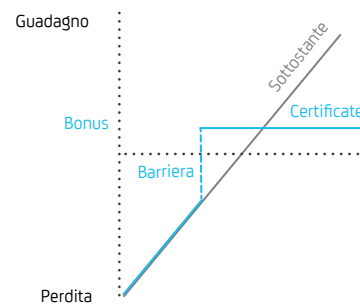
# Top Bonus Certificate

**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.**

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 predeterminato. 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.



Categoria ACEPI  
Certificate a capitale condizionatamente protetto.

## TOP BONUS CERTIFICATE SU INDICI (valori in EUR, negoziazione EUROT LX)

CODICE ISIN	SOTTOSTANTE	STRIKE	BARRIERA	IMPORTI ADDIZIONALI P.A. INCONDIZIONATI	FREQUENZA DI PAGAMENTO	CAP (%)	SCADENZA
DE000HV4BK11	FTSE MIB INDEX	16796,14	Livello Barriera 60%	3,25% garantito primi 3 anni; 3,25% a scadenza se sopra Barriera	ANNUALE	103,25	10/08/2020
DE000HV4BK72	MSCI WORLD HIGH DIVIDEND YIELD INDEX	1079,34	Livello Barriera 70%	3,10% garantito primi 3 anni; 3,10% a scadenza se sopra Barriera	ANNUALE	103,10	28/09/2020

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.



## Nuovi Step-Down Cash Collect su azioni

Premi condizionati trimestrali fino al 5,25% e barriere al 70% del valore iniziale

- Premi periodici con effetto memoria fino al 5,25% se nelle date di Osservazione trimestrali il Valore del Sottostante è superiore alla Barriera, posta al 70% del Valore Iniziale.
- Possibile Rimborso Anticipato con effetto *Step-Down* a partire dal sesto mese, se il valore del Sottostante nelle date di Osservazione trimestrali è pari o superiore al valore di rimborso. La soglia di rimborso è di tipo Step-Down: va a diminuire del 5% ogni due date di Osservazione. Questo particolare meccanismo permette di rendere più probabile il rimborso anticipato, che può avvenire anche nel caso in cui il Valore del Sottostante sia inferiore rispetto al Valore Iniziale.
- Barriera a scadenza posta al 70% del Valore Iniziale: se il valore del Sottostante è pari o superiore rispetto al livello di Barriera, lo strumento rimborsa l'Importo nominale oltre al premio; se il valore del Sottostante è inferiore al livello di Barriera, viene corrisposto un valore pari alla performance del Sottostante, in questa ipotesi, i Certificate non proteggono il capitale investito.

ISIN	Sottostante	Strike (EUR)	Barriera (EUR/%)	Premio Trimestrale Condizionato	Scadenza
DE000HV4EUB5	ARCELORMITTAL	8,73	6,111 (70%)	5,25%	15.06.2023
DE000HV4EUJ8	STMICROELECTRONICS	22,95	16,065 (70%)	3,5%	15.06.2023
DE000HV4EUK6	FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES	7,935	5,5545 (70%)	3,5%	15.06.2023
DE000HV4EUL4	INTESA SANPAOLO	1,5012	1,05084 (70%)	3,5%	15.06.2023
DE000HV4EUD1	SOCIETE GENERALE	13,424	9,3968 (70%)	4,5%	15.06.2023
DE000HV4EUP5	ENI	8,274	5,7918 (70%)	2,25%	15.06.2023

Fiscalità: redditi diversi (aliquota fiscale 26%). Negoziazione su SeDeX 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.

investimenti.unicredit.it  
800.01.11.22

Banking that matters.

 **UniCredit**  
Corporate & Investment Banking

**Messaggio pubblicitario.** Questo annuncio ha finalità pubblicitarie ed è pubblicato da UniCredit Bank AG Succursale di Milano, membro del Gruppo UniCredit. UniCredit Bank AG Succursale di Milano è soggetto regolato dalla Banca Centrale Europea, Banca d'Italia, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa e BaFin. UniCredit Corporate & Investment Banking è un marchio registrato da UniCredit S.p.A. I Certificate emessi da UniCredit Bank AG sono negoziati su SeDeX di Borsa Italiana dalle 09.05 alle 17.30. Prima di ogni investimento leggere il Prospetto di Base, i relativi supplementi al Prospetto di Base, le Condizioni Definitive e il Documento Contenente le Informazioni Chiave (Key Information Document - KID) disponibili sul sito [www.investimenti.unicredit.it](https://www.investimenti.unicredit.it/it/info/documentazione.html). 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.



# Rimanere in pista e ottenere un premio.

## Bonus Cap Quanto su azioni americane



**Nuovi sottostanti americani:  
Zoom, Facebook, Netflix, Paypal e molti altri**

- Bonus dal 104% al 162% e Barriere fino al 60% del valore iniziale.
- I Bonus Cap Quanto Certificate permettono di ottenere a scadenza un importo pari al Bonus se nel corso della vita del Certificate il valore del sottostante non ha mai raggiunto un livello pari o inferiore alla Barriera. Se durante la vita dello strumento o a scadenza il valore del sottostante tocca o supera la Barriera, il Certificate replica linearmente la performance del sottostante, fino a un livello massimo pari al Cap.
- Grazie alla caratteristica Quanto l'andamento della valuta del sottostante rispetto all'Euro non impatta la performance dei Certificate.
- L'investitore è esposto al rischio di perdita anche totale del capitale investito.

ISIN	Sottostante	Strike (USD)	Barriera (USD/%)	Bonus a scadenza / Cap	Scadenza
DE000HV4EW00	ZOOM	210,35	147,245 (70%)	125,00%	17.12.2020
DE000HV4EV92	NETFLIX	414,33	290,031 (70%)	106,00%	17.12.2020
DE000HV4EVK4	TWITTER	33,72	23,604 (70%)	112,00%	17.12.2020
DE000HV4EVC1	AMAZON.COM	2.460,6	1.599,39 (65%)	107,00%	17.06.2021
DE000HV4EVQ1	NETFLIX	414,33	269,3145 (65%)	114,00%	17.06.2021
DE000HV4EVU3	SPOTIFY	181,84	118,196 (65%)	115,00%	17.06.2021

Fiscalità: redditi diversi (aliquota fiscale 26%). Negoziazione su SeDeX 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](http://investimenti.unicredit.it)  
800.01.11.22

Banking that matters.



**Messaggio pubblicitario.** Questo annuncio ha finalità pubblicitarie ed è pubblicato da UniCredit Bank AG Succursale di Milano, membro del Gruppo UniCredit. UniCredit Bank AG Succursale di Milano è soggetto regolato dalla Banca Centrale Europea, Banca d'Italia, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa e Bafin. UniCredit Corporate & Investment Banking è un marchio registrato da UniCredit S.p.A. I Certificate emessi da UniCredit Bank AG sono negoziati su SeDeX di Borsa Italiana dalle 09.05 alle 17.30. Prima di ogni investimento leggere il Prospetto di Base, i relativi supplementi al Prospetto di Base, le Condizioni Definitive e il Documento Contene le Informazioni Chiave (Key Information Document - KID) disponibili sul sito [www.investimenti.unicredit.it](http://www.investimenti.unicredit.it). Il programma per le emissioni (<https://www.investimenti.unicredit.it/it/info/documentazione.html>) di strumenti è stato approvato da Consob, BaFin o 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.