

# MONTHLY HOUSE VIEW

Aprile 2024

Hanami

• **Sommario**

01• Editoriale HANAMI	P3
02• Focus 2024: LA FINE DELLA CRISI ENERGETICA?	P4
03• Macroeconomia MANY RIVERS TO CROSS	P6
04• Reddito fisso SI APRE UNA NUOVA ERA PER IL GIAPPONE	P8
05• Azioni QUALI ALTERNATIVE ALLA CONCENTRAZIONE DEI MERCATI?	P10
06• Cambi LE REDINI IN MANO ALLE BANCHE CENTRALI	P12
07• Asset allocation SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE	P14
08• Monitor dei mercati PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI	P16
09• Glossario	P17
Dichiarazione di esclusione di responsabilità	P18



Alexandre  
DRABOWICZ  
Chief Investment Officer

Cari Lettori,

È infine giunta la stagione dei ciliegi in fiore. Questa tradizione giapponese, "Hanami" letteralmente "guardare i fiori", risale al periodo Nara dell'VIII secolo. Sorprendentemente, sono disponibili dati<sup>1</sup> a partire dall'anno 812 che indicano il giorno in cui la fioritura dei ciliegi raggiunge il suo apice. In genere ad aprile, questo giorno cade ogni anno prima e si avvicina ora al mese di marzo, un'altra conseguenza del cambiamento climatico.

La principale domanda che si pongono clienti ed investitori è se i mercati azionari, proprio come la fioritura dei ciliegi, abbiano raggiunto il loro apice. Anche quest'anno si sono registrate ottime performance e, in modo analogo all'Hanami, il momento in cui ci si siede e si contempla la natura, è opportuno fermarci a riflettere sulla possibilità di una pausa.

#### ANCHE LE AZIONI SONO ALL'APICE DELLA LORO FIORITURA?

Un anno fa, l'85% degli economisti intervistati in occasione di un sondaggio<sup>2</sup> del Financial Times anticipava una recessione negli Stati Uniti alla fine del 2023. Fortunatamente si sbagliavano. Mentre lo scorso giugno avevamo più volte rivisto al rialzo le previsioni sul PIL per il 2023, abbandonando l'ipotesi di una recessione, di recente abbiamo aumentato di circa un punto percentuale le nostre stime di crescita per il 2024, al 2,3%. Negli scorsi nove mesi abbiamo adottato una visione costruttiva sugli attivi rischiosi e cauta sui tassi a lungo termine, ma dobbiamo anche riconoscere che il mercato ha fatto progressi nel riadattarsi ad un contesto macroeconomico più equilibrato. È lecito chiedersi se sia tutto scontato nei prezzi. "Per il momento le buone notizie sono buone notizie", ma per quanto tempo?

Per quanto ci riguarda, non cediamo al pessimismo e restiamo positivi, con il nostro scenario macroeconomico che rimane invariato. L'economia americana continua ad esibire una buona tenuta ed intravediamo anche i primi segni di un miglioramento nell'Area Euro, dove i dati di PMI suggeriscono una ripresa del ciclo manifatturiero. L'inflazione continua a normalizzarsi, sebbene in misura minore rispetto alle attese, ed il mercato ha avuto qualche difficoltà a digerire le cifre statunitensi di marzo. Di conseguenza, al momento in cui scriviamo queste righe, il numero di tagli dei tassi previsti dagli investitori per l'anno in corso è sceso da sette negli Stati Uniti ed in Europa a soli tre e quattro rispettivamente. Tuttavia, i titoli azionari non hanno prestato molta attenzione e continuano ad avanzare, sostenuti dai risultati positivi delle

società, in particolare nel settore tecnologico, e dal forte interesse degli investitori privati che dispongono di ampia liquidità.

Occorre comunque monitorare alcuni indicatori: il *sentiment* tende nettamente verso un maggiore ottimismo, ma non è euforico; il posizionamento è più rialzista in determinate aree e risulta estremamente *long* per gli operatori sistematici; da inizio anno i flussi verso le azioni si rivelano solidi, ma quelli verso i fondi monetari lo sono ancor di più. Potremmo discutere per ore su quale sia il confine tra ottimismo ed euforia; in ogni caso, molto è ormai scontato dal mercato azionario, soprattutto negli Stati Uniti.

#### UN'INTERESSANTE VOLATILITÀ SUI MERCATI AZIONARI

I pessimisti potrebbero sostenere che il basso livello della volatilità azionaria sia un segno di compiacimento ed un campanello di allarme da non sottovalutare. Il patrimonio dei fondi che vendono opzioni per aumentare i loro profitti è esploso fino a superare quota 60 miliardi di dollari di patrimonio gestito. Tuttavia, i fondi che vendono volatilità, implosi durante il relativo picco alla fine del 2017, dispongono oggi di attivi particolarmente bassi e si trovano quindi in una situazione molto diversa.

I picchi azionari e la volatilità molto contenuta possono tornare utili agli investitori. Per chi desidera ridurre l'esposizione azionaria restando però investito in tali strumenti, così come per chi intende aggiungere azioni senza restare scottato dalle vette raggiunte, il momento per puntare sui cosiddetti "sostituti azionari" non è mai stato così propizio.

Con i tassi di interesse elevati, è possibile mantenere un'esposizione superiore ai mercati azionari acquistando opzioni *call* al rialzo che, alla luce della bassa volatilità implicita, sono valutate a livelli di costo molto ridotti. Questo ci permette di adottare un approccio più sfumato alla gestione dell'esposizione azionaria, con una maggiore flessibilità in caso di ribassi del mercato. Come menzionato nell'[editoriale di febbraio](#), dati i volumi di liquidità ancora disponibili, si profila un'agguerrita concorrenza per acquistare i ribassi dei mercati.

In questo numero, Nicolas Mougeot esamina il calo significativo dei prezzi del gas in Europa, 10 volte più bassi rispetto al massimo del 2022. Il forte aumento dell'offerta dovrebbe mantenere i prezzi a livelli contenuti e sostenere al contempo sia i consumatori europei che le società industriali.

Buona lettura.

1 - Our World in data, Yasuyuki Aono (2021-2024).

2 - Financial Times (7.12.2022). Secondo gli economisti, il tasso di disoccupazione statunitense dovrebbe superare il 5,5%.



Nicolas MOUGEOT

Head of Investment Strategy  
& Sustainability

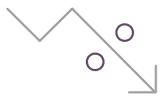
Dopo aver osservato prezzi del gas storicamente elevati negli scorsi due anni, il 2024 potrebbe segnare l'inizio di un superciclo ribassista, grazie soprattutto ai numerosi progetti di GNL negli Stati Uniti ed in Qatar. Di conseguenza, dovrebbero diminuire le bollette sia per le famiglie che per alcuni settori ad alta intensità energetica.

A marzo 2022, dopo lo scoppio del conflitto tra Russia ed Ucraina, la politica energetica dell'Unione europea (UE) è stata fondamentale messa in discussione. Fino ad allora, l'UE aveva promosso con decisione infrastrutture, come i gasdotti, che consentivano di importare gas russo a prezzi più bassi rispetto ad altre fonti energetiche, al punto che nel 2021 consumava 400 miliardi di metri cubi di gas, il 45% dei quali proveniva dalla Russia. Nel 2022 l'UE ha imposto sanzioni contro la Russia per limitare gli acquisti di gas, ma questo ha comportato rapidamente un forte aumento dei prezzi. Mentre nel 2021 il gas importato in Europa era in media scambiato a meno di 50 EUR/MWH, nel 2022 i prezzi dei *future* hanno oltrepassato i 300 EUR/MWH.

Le ragioni sono molteplici. In primo luogo, gli elevati prezzi energetici hanno pesato sull'attività economica e sui consumi in Europa, con una conseguente domanda più debole di gas, poiché le imprese ed i privati hanno cercato di risparmiare sulle bollette. Inoltre, l'Europa è stata favorita da due inverni storicamente miti, che hanno richiesto un minore consumo di gas per il riscaldamento.

#### UN SUPERCICLO DI PRODUZIONE DEL GAS

Inoltre, l'Europa si è mossa rapidamente per diversificare le proprie forniture di gas, aumentando gli acquisti da Stati Uniti e Qatar. Proprio questi Paesi potrebbero contribuire a limitare i futuri rialzi del prezzo del gas attraverso nuovi progetti: secondo l'Agenzia internazionale dell'energia, a partire dal 2025 dovrebbero entrare in funzione nuove infrastrutture di GNL (gas naturale liquefatto) con una capacità di circa 250 miliardi di metri cubi (mmc), principalmente negli Stati Uniti ed in Qatar.



#### IL PREZZO

del gas è

#### DIMINUITO

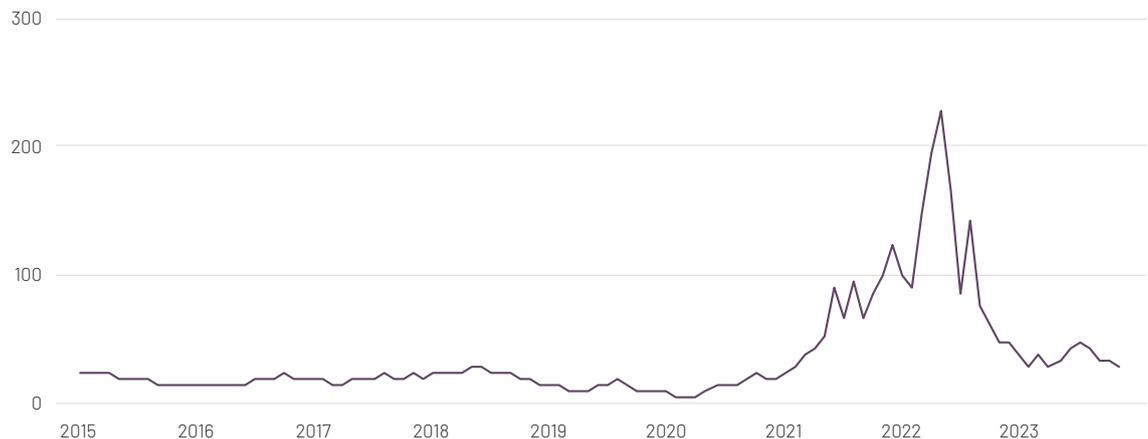
#### DI 10 VOLTE

rispetto al massimo  
del 2022

#### PREZZI DEL GAS IN CALO

La crisi energetica è alle spalle? Guardando ai mercati finanziari, la risposta è affermativa. Infatti, questi stessi *future* sul gas importato in Europa sono ora scambiati tra 25 e 30 EUR/MWH, un prezzo 10 volte inferiore al massimo del 2022 (grafico 1).

GRAFICO 1: PREZZO DEL GAS EUROPEO, EUR/MWH



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



**+45%:**  
l'aumento  
dell'offerta  
globale di GNL

In prospettiva, tali iniziative incrementeranno l'offerta globale di GNL del 45% e supereranno di gran lunga i 140 mmc prodotti dalla Russia nel 2021, prima delle sanzioni internazionali. Nei prossimi anni questa abbondante offerta potrebbe quindi contribuire a contenere il prezzo del gas.

#### UNA BUONA NOTIZIA PER I CONSUMATORI DI GAS

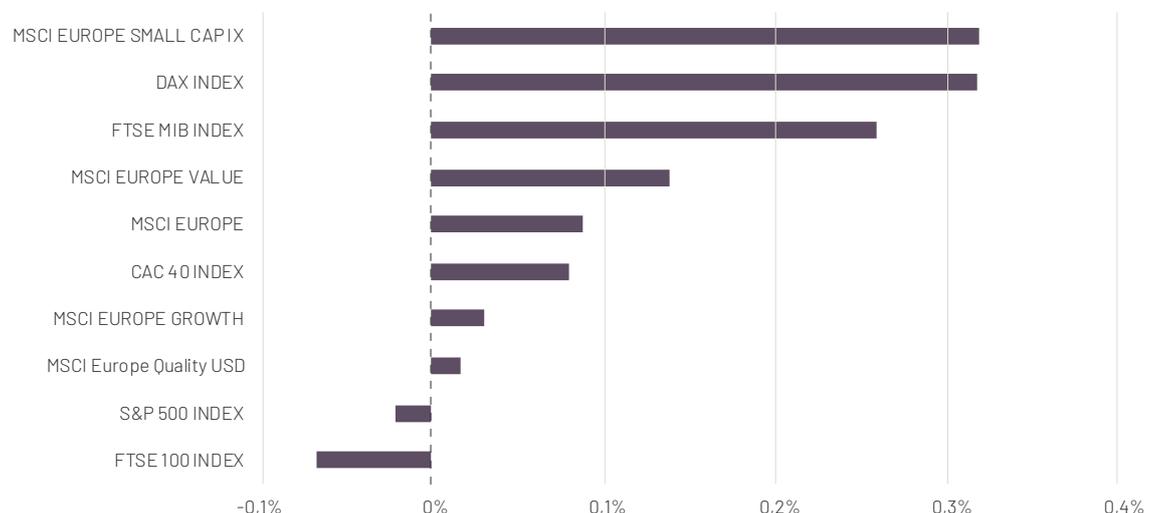
Innanzitutto, l'intera economia europea dovrebbe trarre vantaggio da un prezzo del gas più basso e stabile, poiché le sue variazioni incidono in misura significativa sul prezzo dei beni prodotti. Alcuni settori dovrebbero beneficiarne più di altri, come l'industria chimica, che utilizza il gas per produrre fertilizzanti, e quella del cemento, ad alta intensità energetica.

Anche i consumi delle famiglie dovrebbero migliorare, poiché le bollette del gas sono destinate a scendere nel 2024, sebbene l'entità del calo dovrebbe rivelarsi inferiore a quella dell'aumento. In Francia, ad esempio, la Commission de Régulation de l'Énergie ha comunicato una flessione del 9% per il prezzo del gas tra dicembre 2023 e marzo 2024, con un ulteriore calo annunciato del 4,5% tra marzo ed aprile.

Infine, il grafico 2 mostra l'impatto di un declino del 10% del prezzo del gas su vari indici azionari rispetto al MSCI World. Benché l'effetto sia nel complesso limitato, risulta maggiore per le piccole capitalizzazioni e per l'indice tedesco DAX 30. Riguardo alle società tedesche, questo è dovuto alla forte dipendenza della Germania dal gas naturale dopo l'abbandono del nucleare. Le piccole imprese europee, dal loro canto, presentano spesso un carattere più ciclico ed una minore capacità di determinare i prezzi, il che le rende molto vulnerabili a *shock* esterni come un rincaro del gas. Il FTSE 100 del Regno Unito è uno dei pochi indici a mostrare una correlazione storicamente positiva con il prezzo del gas, data l'elevata ponderazione al suo interno delle società energetiche.

La crisi energetica innescata dalla guerra in Ucraina si è forse conclusa? Probabilmente sì, grazie soprattutto a questo superciclo di produzione del GNL, che dovrebbe sostenere i consumi delle famiglie ed alcune industrie che utilizzano grandi quantità di gas. Siamo però convinti che i governi europei continueranno a ridurre la loro dipendenza energetica, evitando di fare eccessivo affidamento su un nuovo partner.

GRAFICO 2: IMPATTO DI UN CALO DEL PREZZO DEL GAS PARI AL 10%  
SULLA PERFORMANCE RISPETTO ALL'INDICE MSCI WORLD (DATI MENSILI, %)



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Nota: prezzo del gas misurato dai *future* sul gas nei Paesi Bassi (TTF).



Lucas MERIC  
Investment Strategist

L'economia americana mostra segni di normalizzazione in un contesto in cui la rigidità dell'inflazione continua a sollevare interrogativi per i mercati. L'Area Euro sembra essere ad un punto di svolta, con un miglioramento della dinamica negli scorsi mesi che dovrebbe proseguire in modo moderato quest'anno. Sul versante asiatico, la crescita sequenziale risale anche in Cina, sebbene permangano una scarsa fiducia dei consumatori ed il freno immobiliare, mentre in Giappone giungono segnali positivi dalle trattative salariali per una possibile reflazione, anche se i consumi restano deboli.

#### STATI UNITI: LA CRESCITA SI NORMALIZZA

Dopo un'espansione di quasi il 4% (annualizzato) nel secondo semestre del 2023, l'economia statunitense sembra infine mostrare segni di normalizzazione. I consumi rallentano ma si confermano solidi, con le famiglie statunitensi che possono contare su significativi effetti di ricchezza, grazie soprattutto al *rally* dei mercati finanziari. Anche il settore immobiliare sembra accennare una ripresa, sulla scia di condizioni finanziarie più accomodanti. Al contempo, l'inflazione si è rivelata più rigida del previsto dall'inizio dell'anno, inducendoci a rivedere al rialzo le nostre attese sulla componente *core* (esclusi generi alimentari ed energia) per il 2024 al 3,2% (+20 punti base). Tuttavia, i dati di febbraio hanno rassicurato sul fronte dei servizi, che restano attualmente il principale *driver* dell'inflazione americana, alleviando i timori per il forte rimbalzo osservato a gennaio. Inoltre, pur rimanendo solido, il mercato del lavoro perde vigore, come dimostra l'aumento a febbraio del tasso di disoccupazione al 3,9%. A nostro avviso, questa dinamica dovrebbe proseguire e frenare ulteriormente gli stipendi, un elemento essenziale affinché la pressione sull'inflazione dei servizi si normalizzi nei prossimi mesi.

#### AREA EURO: UNA DINAMICA MACROECONOMICA IN MIGLIORAMENTO

In linea con le nostre previsioni, nell'ultimo trimestre del 2023 l'Area Euro ha evitato una recessione, grazie al contributo positivo di investimenti e spesa pubblica, mentre i consumi sono rimasti stabili. Una sorpresa positiva per il *consensus*, che sostiene il favorevole *momentum* macroeconomico in atto da diversi mesi nel Vecchio Continente ed avvalorata il nostro scenario di una ripresa della crescita nel 2024. A nostro parere, la ripresa dovrebbe essere trainata dal maggiore potere d'acquisto delle famiglie, mentre gli stipendi dovrebbero recuperare terreno rispetto all'inflazione, che continuerà a rallentare restando vicina all'obiettivo del 2% della Banca Centrale Europea (BCE) nel 2025. Tuttavia, i sondaggi sulla fiducia indicano ancora una certa riluttanza dei consumatori europei che, nonostante i considerevoli risparmi accumulati dalla pandemia, continuano a mostrare intenzioni di risparmio significative. Questa prudenza è in parte imputabile ad un'inflazione sempre elevata su alcune componenti di base per le famiglie, come i generi alimentari, ancora sopra il 5% su base annua all'inizio dell'anno e per i quali ci aspettiamo una disinflazione più pronunciata.



## L'ECONOMIA AMERICANA sembra finalmente mostrare segnali di NORMA- LIZZAZIONE

3 - In riferimento alla canzone di Jimmy Cliff.



4,5%:

L'Asia emergente sarà il motore della crescita globale nel 2024

Anche i sondaggi sull'attività suggeriscono da diversi mesi una svolta, salvo quelle per il settore industriale tedesco, una tendenza che dovrebbe a nostro avviso confermarsi nel 2024. Nello specifico, la normalizzazione dei prezzi energetici rispetto al picco del 2022 e la ripresa del ciclo manifatturiero potrebbero contribuire ancora al miglioramento della dinamica industriale, sullo sfondo di riduzioni delle scorte che sembrano in una fase avanzata a livello globale.

#### ASIA: TRA SPERANZE E REALTÀ

La ripresa del ciclo manifatturiero dovrebbe sostenere anche molte economie emergenti, in particolare alcuni Paesi asiatici come Corea del Sud e Taiwan, a monte della catena del valore soprattutto nei beni tecnologici e nei semiconduttori, e le cui esportazioni, un indicatore anticipatore del ciclo manifatturiero, hanno mostrato un deciso rimbalzo negli ultimi mesi. L'economia continua a risalire in Cina e prevediamo che il trend di stabilizzazione sequenziale proseguirà, trainato da una lieve ripresa dei consumi e degli investimenti sia nelle infrastrutture sia nel settore manifatturiero, e al proseguimento di politiche economiche accomodanti.

All'inizio di marzo l'Assemblea nazionale del popolo cinese ha puntato sulla stabilità, con obiettivi di crescita ed inflazione rispettivamente al 5% ed al 3% per il 2024, in linea con quelli del 2023. Aspettative che riteniamo ottimistiche, alla luce soprattutto di misure ancora timide per risollevare la fiducia dei consumatori nell'economia e al settore immobiliare sempre in crisi. Nonostante il rallentamento strutturale della Cina, le economie dell'Asia emergente dovrebbero contribuire ad oltre la metà della crescita globale, con un'espansione prevista nel 2024 e 2025 di circa il 4,5%.

Anche il Giappone ha evitato una recessione alla fine del 2023 grazie ad un rimbalzo degli investimenti, ma i consumi restano depressi poiché i salari hanno finora faticato a tenere il passo con l'inflazione che, per il Giappone, ha raggiunto il record del 2,6% (su base annua, esclusi generi alimentari ed energia). Tuttavia, le ultime trattative salariali per il 2024 hanno portato all'aumento più significativo degli stipendi da oltre 30 anni (5,3%), uno sviluppo positivo dal punto di vista dell'accensione della spirale salariale di cui il Paese ha bisogno per uscire dalla deflazione, mentre a marzo la Banca del Giappone ha posto fine alla sua politica di tassi di interesse negativi.

TABELLA 1: PREVISIONI MACROECONOMICHE 2024 - 2025, %

● Rivisto al ribasso rispetto al mese scorso ● Rivisto al rialzo

	PIL		INFLAZIONE	
	2024	2025	2024	2025
USA	2,3%	1,7%	2,8%	2,4%
Area Euro	0,6%	1,2%	2,5%	2,2%
Cina	4,5%	4,2%	0,7%	1,6%
Giappone	1,1%	1,5%	2,0%	1,5%
India	6,0%	6,0%	5,9%	6,0%
Brasile	1,3%	2,0%	4,0%	3,5%
<b>Mondo</b>	2,8%	2,7%	-	-

Fonte: Indosuez Wealth Management.

Thomas GIQUEL  
Head of Fixed IncomeCon la collaborazione  
del team del Reddito Fisso

Dall'inizio dell'anno i mercati del reddito fisso dei Paesi sviluppati oscillano all'interno di range ristretti. I tassi sovrani sono in leggera ascesa dopo un sorprendente calo alla fine del 2023. Sui mercati del credito, la contrazione dei premi per il rischio compensa gli aumenti dei tassi a lungo termine.

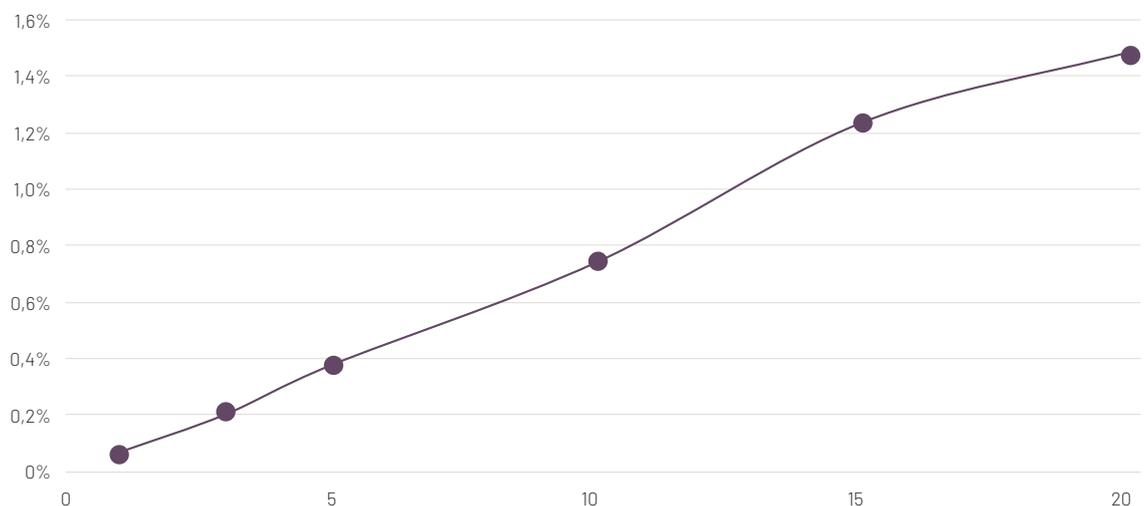
In questa pubblicazione mensile non siamo soliti commentare le mosse della Banca del Giappone, ed a ragione: l'ultimo rialzo dei tassi risale al gennaio 2007! Il 19 marzo di quest'anno l'istituto ha posto fine alla sua politica di tassi negativi, innalzando i tassi a breve termine da -0,1% a 0%. La banca ha inoltre revocato la politica per il controllo della curva dei tassi, mantenendo quella per l'acquisto di obbligazioni. Grazie alla ripresa dell'economia giapponese, modesta ma duratura, si apre una nuova era. I tassi a lungo termine erano già saliti in misura significativa dall'inizio del 2023, anticipando la fine di questa politica monetaria straordinaria. Tra i Paesi del G7, il Giappone è l'unico a presentare una curva con una pendenza positiva (grafico 3).

Negli Stati Uniti, alla sua riunione del 20 marzo la Fed ha confermato tre tagli dei tassi per il 2024, il primo dei quali, con ogni probabilità, a giugno. La riunione del 31 luglio si terrà tra la *convention* repubblicana (metà luglio) e quella democratica (metà agosto). Per evitare di essere accusata di favoritismi, la Fed non dovrebbe intervenire, salvo in caso di un brusco deterioramento dell'economia, che non è lo scenario centrale. Solo in tale eventualità sono ipotizzabili tagli dei tassi di 50 pb, con una conseguente reazione negativa degli attivi rischiosi.

**128%:**

il peso del bilancio  
della Banca  
del Giappone  
in percentuale  
del PIL

GRAFICO 3: CURVA DEI TASSI GIAPPONESE, %



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Spostandoci nell'Area Euro, Christine Lagarde ha preannunciato un taglio dei tassi di riferimento della BCE a giugno, verosimilmente di 25 pb. Il 13 marzo, inoltre, la BCE ha rivisto il suo quadro operativo, optando per un sistema orientato alla domanda di liquidità delle banche. Il livello obbligatorio delle riserve per gli istituti di credito è stato mantenuto all'1%, rispetto ad un incremento previsto al 2%. Si tratta di una notizia incoraggiante per il settore bancario, poiché tali riserve non sono remunerate.

Sui mercati del reddito fisso la volatilità è in costante calo (grafico 4). Questa normalizzazione segue 2 anni che resteranno a lungo impressi nella memoria di gestori ed investitori obbligazionari. Data la persistente debolezza della volatilità sui mercati azionari, è opportuno adottare un approccio cauto nei prossimi mesi. È certamente ancora prematuro parlare di compiacimento dei mercati, ma le valutazioni già scontano molte buone notizie.

#### PROSEGUE LA CONTRAZIONE DEI PREMI PER IL RISCHIO

Nei Paesi sviluppati, il mercato *investment grade* (credito di qualità) compensa l'aumento dei tassi con una remunerazione del rischio sempre più contenuta. Visti i tassi di *default* storici, questa remunerazione continua a premiare in misura eccessiva gli investitori. I rapporti di *upgrade/downgrade* dei *rating* si stanno leggermente deteriorando, ma i fondamentali delle società sono solidi.

Un anno dopo il fallimento di Silicon Valley Bank (SVB) negli Stati Uniti e l'acquisizione all'ultimo minuto di Credit Suisse da parte di UBS, il settore bancario torna ad attrarre gli investitori. Le banche richiamano il loro debito altamente subordinato (AT1), il più delle volte alla prima data di *call*, e beneficiano di favorevoli condizioni di mercato per finanziarsi in tutti i loro livelli normativi.

Nell'*high yield*, le società ottimizzano le loro curve di credito, riacquistando debito a breve termine per rimetterlo sul medio termine, sfruttando in tal modo la struttura invertita della curva dei tassi. Al momento, la dispersione sul mercato è molto ridotta, segno di grande vigore.

Nell'universo emergente, l'America Latina sovraperforma il mercato statunitense. In termini di valore relativo, questa regione risulta ora meno interessante.

Riguardo al mercato asiatico, i gestori specializzati di Indosuez Wealth Management reputano troppo care le valutazioni regionali e riducono il rischio di credito per restare reattivi ed opportunisti. In seguito all'ondata di fallimenti nell'immobiliare cinese, il settore è passato dal rappresentare il 47% del mercato nel 2021 all'attuale 9%. Il mercato *high yield* è ora composto per circa il 20% da servizi al consumo ciclici, per il 24% da finanziari e per l'11% da titoli energetici.

GRAFICO 4: VOLATILITÀ DEI TASSI (MERCATO AMERICANO)



Fonti : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



# QUALI ALTERNATIVE ALLA CONCENTRAZIONE DEI MERCATI?



Laura CORRIERAS  
Equity Portfolio Manager

Con la collaborazione  
del team del Azioni

Il 2024 prosegue sulla falsariga del 2023, con il predominio dei mercati americani e nello specifico delle *mega cap*. Nel primo trimestre del 2024 i “Magnifici 7”<sup>4</sup> hanno realizzato una performance quasi doppia rispetto al resto del mercato, ma con forti divergenze tra i titoli. Di conseguenza, il motore della performance dei mercati azionari tende ad essere più concentrato.



**GRANOLAS** :  
profilo *Quality/Growth*, meno volatili e più ECONOMICHE DEL 30% rispetto alle controparti americane

## UTILI

Il predominio sul mercato non è privo di precedenti storici e, in questo caso, sembra essere giustificato dai fondamentali. Negli Stati Uniti i “Magnifici 7” continuano a registrare le maggiori revisioni degli utili (+9% rispetto al +1% dell’indice S&P 493 (esclusi i “Magnifici 7”)), oltre ad un livello elevato di redditività e rendimenti del capitale proprio, che consentono loro di investire per mantenere il vantaggio tecnologico (grafico 5).

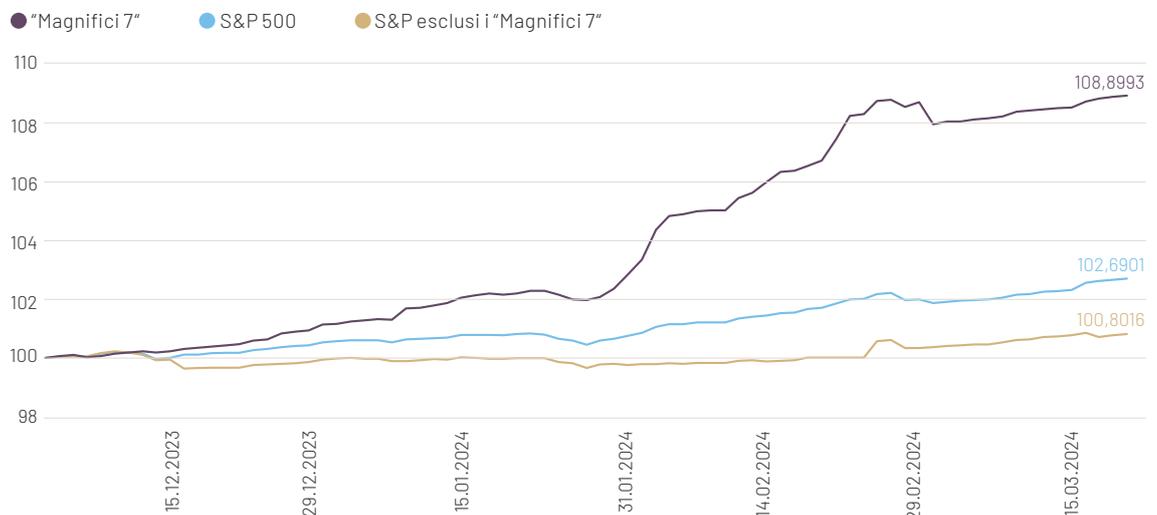
Tuttavia, le valutazioni ed il posizionamento su questi grandi *leader* tecnologici sono ora significativi ed alcuni titoli perdono slancio, inducendo gli investitori a considerare altre opportunità di diversificazione.

## EUROPA

In Europa le società riunite sotto la sigla GRANOLAS<sup>5</sup> rappresentano circa un quarto del valore delle 600 maggiori imprese europee. Da una prospettiva settoriale, queste società sono più diversificate; sono infatti rappresentati la tecnologia, la sanità, il lusso ed i beni di consumo primari.

Presentano inoltre un interessante profilo *Quality/Growth* e solidi fondamentali: forte crescita degli utili con margini elevati e stabili, bilanci sani e volatilità inferiore rispetto alle loro omologhe americane. In termini di valutazione, tali società sono in media scambiate con uno sconto del 30% rispetto ai “Magnifici 7” ed al di sotto della loro valutazione storica in confronto allo stile *Growth*.

GRAFICO 5: REVISIONI DEGLI UTILI PER VARIE REGIONI GEOGRAFICHE E STILI



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

4 - I “Magnifici 7”: Apple, Alphabet, Microsoft, Amazon, Meta, Tesla e Nvidia.

5 - Termine che riunisce le principali 11 società europee a grande capitalizzazione: GSK, Roche, ASML, Nestlé, Novartis, Novo Nordisk, L’Oréal, LVMH, AstraZeneca, SAP e Sanofi.



In un contesto segnato da numerose e persistenti incertezze (elezioni, rallentamento macroeconomico, conflitti, ecc.), non è da escludere un rimbalzo della volatilità nel corso dell'anno e, grazie al loro profilo difensivo, queste società potrebbero rivelarsi più resilienti, offrendo un'interessante opportunità di diversificazione.

### STATI UNITI

Malgrado il predominio dei "Magnifici 7", restiamo costruttivi sulle *mega cap* e, più in generale, sugli attori chiave dell'Intelligenza Artificiale (IA), ma siamo più selettivi e consigliamo di diversificare nel corso dell'anno il posizionamento con società a piccola e media capitalizzazione.

Dopo due anni di sottoperformance, le *small* e le *mid cap* sono ora scambiate con sconti e valutazioni interessanti (vicini ad un record da oltre 20 anni rispetto alle *large cap*).

Le prospettive per il 2024 restano rosee, con una crescita attesa degli utili di circa il 10% nei prossimi 12 mesi. Molte società operano in mercati caratterizzati da una crescita strutturale e solida, che beneficiano di piani fiscali come l'*Inflation Reduction Act* (legge sulla riduzione dell'inflazione). Quelle più esposte alla congiuntura dovrebbero trarre vantaggio dall'allentamento delle politiche monetarie. Infine, le elezioni americane potrebbero riportare in auge il tema "America First", che dovrebbe favorire le società esposte al mercato interno.

Tuttavia, sebbene il quadro giustifichi un graduale ritorno delle piccole e medie capitalizzazioni, preferiamo le imprese a forte redditività, con solidi bilanci e visibilità sui ricavi. Nel complesso, infatti, le società redditizie realizzano performance migliori in ogni fase del ciclo monetario.

### ASIA

Lo scorso mese tutte le borse asiatiche hanno messo a segno un rimbalzo, sospinte, tra i vari, da fattori specifici in Cina e Corea del Sud. Le autorità cinesi hanno annunciato nuove misure a sostegno dell'economia (tra cui un taglio del tasso di riferimento per i mutui ipotecari), accompagnate da massicci acquisti di azioni cinesi da parte degli investitori nazionali. In Corea del Sud una riforma *value-up* simile a quella introdotta in Giappone, volta a migliorare la *corporate governance*, continua a trainare il relativo mercato. Riguardo al Giappone, non si fermano i flussi degli investitori (esteri e nazionali) verso il Paese, che beneficia di revisioni degli utili sempre in ascesa e multipli di valutazione che restano molto interessanti. Oltre la metà delle imprese giapponesi dispone di liquidità nette ed accelera i programmi di acquisto di azioni, il che dovrebbe sostenere ulteriormente i mercati.

### STILE D'INVESTIMENTO

Nonostante il rimbalzo dei tassi di interesse, le azioni non hanno perso terreno e, aspetto più sorprendente, i titoli *Growth* hanno continuato a sovraperformare il resto del mercato, sia negli Stati Uniti che in Europa. Questa sovraperformance è in parte riconducibile agli utili, che si confermano più elevati per le società *Growth* rispetto alle omologhe *Value*. Tuttavia, è possibile che sui mercati sia presente un certo compiacimento, soprattutto alla luce dell'elevato posizionamento complessivo sulle azioni. È probabilmente opportuno bilanciare questo posizionamento con un'esposizione ai titoli di qualità e ad alcuni ciclici scontati (industria, risorse di base, ecc.) non appena i PMI (indici dei direttori agli acquisti) inizieranno a cambiare rotta.



Maxime GARCIA  
Investment Strategist

Assumiamo una visione più neutrale sull'EUR/USD nel breve periodo, poiché le sorprese positive in Europa sostengono dalla moneta unica, mentre il dollaro ha ora meno margini di progressione. Riguardo allo yen, la Banca del Giappone non sono emerse modifiche di rilievo. Abbiamo preso profitti sull'USD/CHF dopo la recente buona performance. L'oro presenta solidi fondamentali, ma ora che ha stabilito un nuovo record, preferiamo aspettare.

#### DOLLARO USA

##### Un margine ridotto

Nel corso del mese, in un contesto di propensione al rischio, le valute cicliche hanno sovraperformato. Tuttavia, il dollaro ha retto bene, cedendo solo pochi punti base, mentre le altre valute rifugio come lo yen ed il franco svizzero sono state penalizzate. Il biglietto verde è infatti risalito dopo la pubblicazione dei dati statunitensi sull'IPC (indice dei prezzi al consumo) e sull'IPP (indice dei prezzi alla produzione). Entrambi si sono rivelati superiori al *consensus*, segnalando il rischio di una nuova ascesa dell'inflazione. I tagli dei tassi attesi sono in linea con il nostro scenario (tre nel 2024), il che limita, da questa prospettiva, il potenziale di rialzo del dollaro. Sul fronte macroeconomico, le aspettative sono ora più alte rispetto ad inizio anno e lasciano meno margini per sorprese positive. Pertanto, dopo essere stati costruttivi negli scorsi due mesi, abbiamo assunto una visione tatticamente più neutrale sul biglietto verde, tenendo presente che funge sempre da protezione contro una ripresa dell'inflazione. Sul più lungo termine, il nostro scenario di atterraggio morbido dovrebbe favorire le valute più cicliche, in linea con l'andamento osservato nelle ultime settimane.

#### EURO

##### Sostenuto da sorprese positive

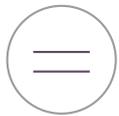
Da metà febbraio l'euro si è ripreso rispetto al dollaro, trainato soprattutto da una dinamica macroeconomica migliore del previsto e da un mercato che punta su una sincronizzazione dei cicli ribassisti di BCE e Fed.

Riteniamo che il pregevole *momentum* ed il minore rischio di una recessione nell'Area Euro potrebbero continuare a spingere la moneta unica. Tuttavia, permane una divergenza a livello di crescita tra gli Stati Uniti e l'Area Euro, che prima o poi potrebbe influenzare il percorso intrapreso dalle rispettive banche centrali. Per il momento i fattori positivi e negativi si compensano, motivo per cui optiamo per una visione tatticamente più neutrale, dopo che negli scorsi mesi siamo stati piuttosto negativi sull'euro. La coppia EUR/USD dovrebbe continuare ad oscillare tra 1,07 e 1,10.

#### YEN GIAPPONESE

##### La situazione non è cambiata

La Banca del Giappone ha posto fine alla sua politica di tassi di interesse negativi, innalzando l'obiettivo a breve termine tra lo 0% e lo 0,1% ed abbandonando il controllo della curva dei tassi. Tuttavia, l'istituto ha dichiarato che avrebbe mantenuto gli acquisti di titoli di Stato e confermato che la politica monetaria sarebbe rimasta accomodante. Il mercato ha quindi interpretato questa mossa come un rialzo accomodante, che ha infine pesato sulla valuta, in ascesa da inizio marzo. Poiché l'ultima riunione non ha cambiato le carte in tavola, manteniamo una posizione neutrale a breve termine sullo yen, che dovrebbe continuare ad evolvere tra 147 e 152 rispetto al dollaro. Dovremo ora attendere segnali di un'inflazione più duratura in Giappone, che potrebbero giungere dalle ripercussioni dei maggiori stipendi negoziati nel settore dei servizi o da una Fed più accomodante, prima di vedere l'USD/YEN intorno a 145-147.



La politica monetaria giapponese resterà accomodante e manteniamo una visione  
**NEUTRALE**  
**SULL'USD/YEN**



## FRANCO SVIZZERO

### Un'inattesa flessione

Il franco svizzero ha patito il positivo *momentum* macroeconomico e la propensione al rischio degli investitori. Al contempo, l'inflazione ha continuato a rallentare, attestandosi all'1,2% a febbraio, segnando il nono mese consecutivo sotto l'obiettivo della banca centrale ed inducendo quest'ultima a tagliare i tassi. Inoltre, alla riunione di dicembre la Banca Nazionale Svizzera (BNS) aveva dichiarato che non avrebbe più sostenuto un franco forte per contrastare l'inflazione importata. La banca centrale è inoltre messa sotto pressione dalle società a piccola e media capitalizzazione poiché una valuta più debole rafforzerebbe le loro esportazioni.

Tutti questi elementi pesano sul franco svizzero, motivo per cui negli ultimi mesi avevamo assunto una visione positiva sull'USD/CHF. Data la performance passata della coppia di valute, preferiamo incassare profitti ed optare per una visione più neutrale sull'USD/CHF nel breve periodo.

## ORO

### Il rialzo prosegue

Dopo la riunione della Fed, il prezzo dell'oro ha raggiunto un nuovo massimo sopra i 2.200 dollari l'oncia, traguardo che ha seguito una progressione del 7% nella prima settimana di marzo. Sul fronte geopolitico e politico regna infatti l'incertezza, nonché il rallentamento della dinamica dei tassi reali (grafico 6). Infine, gli acquisti da parte delle banche centrali in un'ottica di diversificazione delle riserve valutarie e forse gli acquisti di oro da parte degli investitori cinesi, come alternativa al travagliato mercato immobiliare, continuano a trainare il metallo giallo. Dopo il recente surriscaldamento, preferiamo attendere punti di ingresso più bassi ma, nel lungo periodo, rimaniamo positivi per le ragioni sopra esposte.

GRAFICO 6: RELAZIONE TRA IL CORSO DELL'ORO ED I TASSI REALI



Fonti: Datastream, Indosuez Wealth Management.



Grégory STEINER  
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE  
Portfolio Manager



Lucas MERIC  
Investment Strategist



Miglioramento  
del POTERE  
D'ACQUISTO  
e ripresa  
dell'economia  
europea

## SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** l'attività economica si normalizza negli Stati Uniti e questa tendenza dovrebbe proseguire nei prossimi mesi, prima di convergere verso livelli di crescita potenziale nel 2025. La dinamica macroeconomica si rinvigorisce nell'Area Euro e continuiamo a ritenere che il miglioramento del potere d'acquisto delle famiglie dovrebbe trainare la ripresa dell'economia europea nel 2024. Tuttavia, questo rimbalzo potrebbe essere ritardato alla luce di sondaggi sulla fiducia delle famiglie ancora tiepide. Nel 2024 e 2025 la crescita globale dovrebbe essere trainata dai Paesi emergenti, in particolare quelli asiatici, nonostante il rallentamento strutturale dell'economia cinese.
- **Inflazione:** i dati sull'inflazione core statunitense di inizio anno, più rigidi del previsto, ci hanno indotto a rivedere leggermente al rialzo le nostre aspettative per il 2024, portandole al 3,2% (+20 pb, IPC core). Nonostante questa revisione, prevediamo ancora un'ulteriore disinflazione, con il rallentamento del mercato del lavoro e delle dinamiche salariali che permette di alleviare le pressioni sull'inflazione dei servizi negli Stati Uniti. Quanto all'Area Euro, la disinflazione dovrebbe rivelarsi più generalizzata tra le varie componenti, salvo quella energetica sulla scia di effetti tecnici.
- **Banche centrali:** continuiamo a prevedere i primi tagli dei tassi da parte della Fed e della BCE nel secondo trimestre. Tuttavia, data la recente rigidità dell'inflazione core statunitense, anticipiamo solo 75 pb di tagli da parte della Fed nel 2024, rispetto ai 100 pb della BCE.
- **Utili aziendali:** le revisioni degli utili permangono ben orientate per le società statunitensi, grazie in particolare al settore tecnologico. In termini relativi, restiamo più fiduciosi nella loro capacità di rispettare le attese sugli utili rispetto alle controparti europee, le cui aspettative continuano ad essere riviste al ribasso.
- **Contesto di rischio:** il rischio di un'inflazione più persistente sul medio termine, con un conseguente tasso obiettivo della Fed più alto, rappresenta il principale rischio di mercato.

Monitoriamo inoltre i rischi legati alla sostenibilità dei debiti pubblici ed alla situazione geopolitica mondiale, mentre le elezioni americane potrebbero accrescere la volatilità del mercato sul breve termine.

## CONVINZIONI DI ALLOCAZIONE

### Azioni

- La resilienza del contesto macroeconomico, in particolare negli Stati Uniti, ci induce a mantenere il nostro scenario di atterraggio morbido per l'economia globale, che dovrebbe continuare a sostenere i mercati azionari per l'intero 2024. Pur conservando una visione positiva sull'azionario, gli indici hanno guadagnato notevole terreno da inizio anno, come dimostrano gli indicatori tecnici particolarmente tesi. Di conseguenza, abbiamo leggermente ridotto il sovrappeso nelle azioni, ma restiamo pronti a rafforzare l'esposizione in caso di ribasso del mercato.
- Nell'ambito della nostra allocazione, manteniamo la preferenza per le azioni americane. Il quadro macroeconomico è favorevole ai titoli azionari della regione e, guardando alla recente stagione degli utili, le società dovrebbero essere in grado di raggiungere le loro previsioni per il 2024. Inoltre, la dinamica legata all'intelligenza artificiale (IA) resta molto positiva per le azioni americane quotate.
- Nonostante valutazioni storicamente basse, le azioni europee ci sembrano meno interessanti su base relativa. Preferiamo attendere un cambio di rotta della dinamica degli utili ed una migliore visibilità sulla crescita economica prima di incrementare l'esposizione esistente.
- Infine, restiamo costruttivi sugli asset emergenti. Tuttavia, dati i rischi idiosincratici che gravano sui mercati emergenti, sembra preferibile adottare un approccio diversificato. Un'esposizione più ampia ci consentirà inoltre di trarre vantaggio da alcuni casi specifici, come la Corea del Sud, favorita dall'inversione del ciclo dei semiconduttori.



## Obbligazioni

- Il nostro scenario continua a concretizzarsi, con un'ascesa duratura dei tassi di interesse, che riflette le recenti sorprese al rialzo sul fronte dell'inflazione. Sebbene siamo a nostro agio con l'attuale livello dei tassi di interesse, restiamo sottopesati in termini di *duration*, poiché le incertezze sull'andamento della disinflazione permangono elevate. Per tali motivi, confermiamo la nostra opinione positiva sui titoli di Stato a breve scadenza (fino a 5 anni) rispetto a quelli a più lungo termine, esposti ad una maggiore volatilità e meno redditizi.
- Riguardo al mercato del credito, nella nostra allocazione continuiamo a privilegiare le obbligazioni *corporate* di alta qualità con scadenze brevi, che riteniamo offrano il migliore profilo di rischio/rendimento. Evitiamo le obbligazioni *high yield*, poiché i rischi di rifinanziamento sul mercato rimangono elevati.
- Manteniamo una visione positiva sul debito emergente in valuta locale, che rappresenta un'ulteriore fonte di diversificazione.

## Cambi

- Come avevamo previsto, sulla scia delle nuove sorprese inflazionistiche gli investitori hanno ridimensionato le attese sui tagli dei tassi della Fed. Sebbene questa dinamica dovrebbe favorire il dollaro sul breve termine, il potenziale ciclo di allentamento e vari fattori strutturali potrebbero pesare sul biglietto verde.
- Non abbiamo modificato la nostra opinione sul franco svizzero che non beneficia più del sostegno della Banca nazionale svizzera (BNS), mentre il processo di disinflazione sembra ben avviato a livello locale.
- Per la prima volta dal 2007, la Banca del Giappone ha deciso di abbandonare la sua politica dei tassi d'interesse negativi. La valuta resta tuttavia debole nei confronti del dollaro e potrebbe beneficiare di ulteriori interventi da parte della banca centrale. In sostanza, la variazione a medio termine della parità rimane vincolata dalla futura politica monetaria della Fed.

## CONVINZIONI CHIAVE

	GIUDIZIO TATTICO (CT)	GIUDIZIO STRATEGICO (LT)
<b>REDDITO FISSO</b>		
<b>TITOLI DI STATO</b>		
EUR 2 anni	=	=
EUR 10 anni	=/-	=
EUR Periferici	=	=/-
US 2 anni	=/+	=/+
US 10 anni	=/-	=
EUR breakeven inflation	=/+	=/+
US breakeven inflation	=/+	=
<b>CREDITO</b>		
Investment grade EUR	=/+	=/+
High yield EUR	=/-	=
Obbl. finanziarie EUR	=/+	=/+
Investment grade USD	=	=/+
High yield USD	-	=/-
<b>DEBITO EMERGENTE</b>		
Debito sovrano in valuta forte	=	=/+
Debito sovrano in valuta locale	=	=/+
<b>AZIONI</b>		
<b>REGIONI GEOGRAFICHE</b>		
Europa	=/-	=/-
Stati Uniti	=/+	=/+
Giappone	=	=
America Latina	=	=
Asia escluso Cina	=/+	=/+
Cina	=	=/-
<b>STILI</b>		
Growth	=/+	=/+
Value	=	=
Quality	=/+	=
Ciclici	=	=
Difensivi	=/-	=/-
<b>CAMBI</b>		
Stati Uniti (USD)	=/+	=/-
Area Euro (EUR)	=/-	=/+
Regno Unito (GBP)	=/-	=
Svizzera (CHF)	=/-	=
Giappone (JPY)	=	=/+
Cina (CNY)	=	=
Oro (XAU)	=/-	=/+

Fonte: Indosuez Wealth Management.



DATI AGGIORNATI AL 21 MARZO 2028

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	4,27%	-5,38	38,78
Francia 10A	2,85%	-6,70	28,90
Germania 10A	2,40%	-3,50	38,30
Spagna 10A	3,21%	-13,30	22,80
Svizzera 10A	0,70%	-17,90	-0,40
Giappone 10A	0,74%	2,20	12,80

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	36,18	0,79%	-1,48%
Titoli di Stato in EUR	202,55	0,62%	-0,78%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	218,23	0,06%	0,88%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	338,51	1,13%	1,06%
Titoli di Stato USA	306,01	0,52%	-0,66%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	44,40	0,54%	0,61%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9748	2,32%	4,94%
GBP/USD	1,2658	-0,02%	-0,57%
USD/CHF	0,8975	1,97%	6,67%
EUR/USD	1,0860	0,34%	-1,62%
USD/JPY	151,62	0,72%	7,50%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	12,92	-1,62	0,47

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	5.241,53	3,04%	9,89%
FTSE 100 (Regno Unito)	7.882,55	2,58%	1,93%
STOXX Europe 600	509,77	2,96%	6,43%
Topix	2.796,21	5,09%	18,16%
MSCI World	3.434,69	3,15%	8,38%
Shanghai SE Composite	3.581,09	2,71%	4,37%
MSCI Emerging Markets	1.048,34	1,84%	2,40%
MSCI Latam (America Latina)	2.528,82	-1,60%	-5,03%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	201,53	-0,94%	0,38%
MSCI Asia Ex Japan	659,87	2,31%	2,86%
CAC 40 (Francia)	8.179,72	3,39%	8,44%
DAX (Germania)	18.179,25	4,66%	8,52%
MIB (Italia)	34.327,95	6,09%	13,10%
IBEX (Spagna)	10.867,50	7,19%	7,58%
SMI (Svizzera)	11.703,66	2,79%	5,08%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.528,00	-8,20%	-12,67%
Oro (USD/Oncia)	2.181,33	7,75%	5,74%
Greggio WTI (USD/Barile)	81,07	3,13%	13,15%
Argento (USD/Oncia)	24,85	9,06%	3,17%
Rame (USD/Tm)	8.950,50	4,26%	4,57%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	1,68	-2,83%	-33,05%

Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.  
La performance passata non è una garanzia di risultati futuri.

## RENDIMENTI MENSILI DEGLI INVESTIMENTI, ESCLUSI I DIVIDENDI

● FTSE 100 ● Topix ● MSCI World ● MSCI EMEA ● MSCI Emerging Markets  
● STOXX Europe 600 ● S&P 500 ● Shanghai SE Composite ● MSCI Latam ● MSCI Asia Ex Japan

	DICEMBRE 2023	GENNAIO 2024	FEBBRAIO 2024	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (21 MARZO 2024)
MIGLIORI	7,74%	7,81%	9,35%	5,09%	18,16%
	4,81%	1,59%	5,52%	3,15%	9,89%
	4,71%	1,39%	5,17%	3,04%	8,38%
	4,42%	1,14%	4,89%	2,96%	6,43%
	3,77%	-1,02%	4,63%	2,71%	4,37%
	3,75%	-1,33%	4,11%	2,58%	2,86%
	3,71%	-4,68%	1,84%	2,31%	2,40%
	3,35%	-4,85%	1,58%	1,84%	1,93%
	-0,36%	-5,49%	-0,01%	-0,94%	0,38%
PEGGIORI	-1,86%	-6,29%	-0,52%	-1,60%	-5,03%

Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.  
La performance passata non è una garanzia di risultati futuri.



**AIE:** Agenzia internazionale dell'energia.

**BCE:** La Banca centrale europea che governa la politica monetaria dell'euro e degli Stati membri dell'euro.

**Blockchain:** Tecnologia per l'archiviazione ed il trasferimento di informazioni. Assume la forma di una banca dati che può essere condivisa simultaneamente con tutti i suoi utenti e che, in generale, non dipende da alcun organo centrale.

**BLS:** Bureau of Labor Statistics.

**BNEF:** Bloomberg New Energy Finance.

**Brent:** Petrolio greggio estratto nella parte britannica del Mare del nord, spesso utilizzato come prezzo di riferimento per il petrolio in Europa.

**Ciclici:** Ciclici si riferisce ai titoli di aziende il cui andamento dipende dalle variazioni subite dall'economia nel suo complesso. Questi titoli rappresentano società i cui profitti sono più alti quando l'economia è prospera.

**CPI (indice dei prezzi al consumo):** Il CPI stima il livello generale medio dei prezzi sostenuto da una famiglia tipo per l'acquisto di un paniere di beni e servizi. Il CPI è lo strumento più comunemente utilizzato per misurare il livello dell'inflazione.

**Deflazione:** Opposto dell'inflazione. Diversamente da quest'ultima, si distingue per un calo duraturo ed autosostenuto del livello generale dei prezzi.

**Difensivi:** Difensivi si riferisce ai titoli delle aziende più o meno immuni al mutare delle condizioni economiche.

**Duration:** Misura la sensibilità di un'obbligazione o di un fondo obbligazionario alle variazioni dei tassi di interesse. Più la *duration* di un'obbligazione è lunga, più il prezzo di tale obbligazione è sensibile alle variazioni dei tassi di interesse.

**EBIT (Earnings Before Interests and Taxes):** Sigla anglosassone che indica l'utile netto prima dell'applicazione delle imposte e degli oneri finanziari. Dall'utile sottrae le spese operative, pertanto corrisponde al risultato operativo.

**EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation):** All'utile netto aggiunge gli interessi, le imposte, la svalutazione e le quote di ammortamento. Viene utilizzato per misurare la redditività operativa di un'azienda prima delle spese non operative e degli oneri non monetari.

**Economia di scala:** Riduzione del costo unitario di un prodotto che ottiene un'impresa aumentando i volumi di produzione.

**EPS (Earnings Per Share):** Sigla anglosassone che indica l'utile utile per azione.

**ESG:** Sistema di *rating* extra-finanziario delle imprese incentrato sulle sfere Ambientale, Sociale e di Governance, che consente di valutare la sostenibilità e l'impatto etico di un investimento in una società.

**Fed:** Riserva federale americana, vale a dire la banca centrale degli Stati Uniti.

**FMI:** Fondo monetario internazionale.

**FOMC (Federal Open Market Committee):** È il comitato di politica monetaria della Riserva federale americana.

**Giapponesizzazione dell'economia:** Fase di stagnazione che ha segnato l'economia giapponese negli ultimi trent'anni. L'espressione viene in genere utilizzata con riferimento al timore degli economisti che altri paesi sviluppati seguano la medesima tendenza.

**Growth:** Stile *growth* si riferisce ad aziende per le quali è attesa una crescita del fatturato e degli utili a tassi superiori alla media del mercato. Di conseguenza, i titoli *growth* sono in genere caratterizzati da valutazioni più elevate rispetto a quelle del mercato nel suo complesso.

**Indice delle sorprese economiche:** misura il grado di variazione dei dati macroeconomici pubblicati rispetto alle aspettative dei previsori.

**Inflazione di pareggio (o "inflation breakeven" in inglese):** Livello di inflazione al quale i rendimenti delle obbligazioni nominali e di quelle indicizzate all'inflazione (di scadenza e qualità identiche) sono in equilibrio. In altre parole, è il livello di inflazione al quale un investitore può indifferentemente scegliere di detenere un'obbligazione nominale od un'obbligazione indicizzata all'inflazione. Rappresenta pertanto le previsioni inflazionistiche in una regione geografica per una determinata scadenza.

**IPCC:** Gruppo intergovernativo sul cambiamento climatico.

**IRENA:** Agenzia internazionale per le energie rinnovabili.

**ISM:** Institute for Supply Management.

**Metaverso:** Un metaverso (dall'inglese *metaverse*, contrazione di *meta universe*, ossia meta-universo) è un mondo virtuale fittizio. Il termine viene comunemente utilizzato per descrivere una futura versione di Internet dove degli spazi virtuali, permanenti e condivisi, sono accessibili tramite interazione 3D.

**Mix di politica:** Strategia economica che uno Stato adotta a seconda del contesto e dei propri obiettivi, e che consiste essenzialmente nel combinare politica monetaria e politica fiscale.

**OCSE:** Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico.

**Oligopolio:** Una situazione che si verifica quando sono presenti pochi offerenti (venditori) che producono un bene omogeneo, e un numero elevato di richiedenti (acquirenti).

**OMC:** Organizzazione Mondiale del Commercio.

**OPEC:** Organizzazione dei paesi produttori di petrolio.

**OPEC+:** È costituito da paesi dell'OPEC e da 10 altri paesi tra cui Russia, Messico e Kazakistan.

**PIL (prodotto interno lordo):** Il PIL misura la produzione annua di beni e servizi di un paese da parte degli operatori residenti nel territorio nazionale.

**PMI:** Indice dei direttori agli acquisti (Purchasing Manager Index in inglese).

**Pricing power:** Espressione della lingua inglese che designa la capacità di un'impresa o di un marchio di aumentare i prezzi, senza che tale incremento influisca sulla domanda per i suoi prodotti.

**Punti base (pb):** 1 punto base = 0,01%.

**Quality:** Titoli *Quality* si riferisce ad aziende con profitti più elevati ed affidabili, debito basso e altre misure di utili stabili e una solida governance. Le caratteristiche comuni dei titoli *Quality* sono l'alto livello di redditività del patrimonio netto, del debito rispetto al patrimonio netto e di variabilità degli utili.

**Quantitative easing (QE):** Termine inglese che indica lo strumento di politica monetaria che consiste nell'acquisto di titoli da parte della Banca centrale europea allo scopo di iniettare liquidità nell'economia.

**SEC (Securities and Exchange Commission):** Il SEC è un organismo federale statunitense responsabile del corretto funzionamento dei mercati mobiliari statunitensi.

**Spread (per Spread di credito):** È la differenza tra due attivi, generalmente i tassi di interesse, ad esempio quelli delle obbligazioni corporate e del titolo di Stato.

**SRI:** Investimenti sostenibili e responsabili.

**Stagflazione:** Si parla di stagflazione quando un'economia sperimenta simultaneamente un aumento dell'inflazione e una stagnazione della produzione economica.

**Stagnazione secolare:** La stagnazione secolare designa un periodo prolungato di crescita economica debole o assente.

**Tasso swap d'inflazione 5 anni tra 5 anni:** Indica dove si attesteranno tra cinque anni le previsioni inflazionistiche a cinque anni. Mostra quindi come possono evolvere in futuro tali previsioni.

**TPI:** uno strumento aggiuntivo dell'Eurosistema che può essere attivato dalla BCE per contrastare sviluppi di mercato ingiustificati e disordinati, qualora rappresentino una seria minaccia alla corretta trasmissione della politica monetaria nell'Area Euro. Il Consiglio direttivo della BCE ha approvato lo strumento il 21 luglio 2022.

**Uberizzazione:** Termine ispirato al nome della società americana Uber, che sviluppa e gestisce piattaforme digitali volte a mettere in contatto gli autisti e gli utenti. Indica un nuovo modello di business che utilizza le nuove digitali e si iscrive nel quadro dell'economia collaborativa, ponendo in relazione diretta clienti e fornitori, con un costo di produzione ridotto e prezzi più bassi.

**Value:** Stile *Value* si riferisce ad aziende apparentemente scambiate a un prezzo più basso rispetto ai loro fondamentali. Fra le caratteristiche comuni ai titoli *Value* ci sono il rendimento elevato in termini di dividendi, un rapporto prezzo/valore contabile basso e un rapporto prezzo/utigli basso.

**VIX:** Indice di volatilità implicita dell'indice S&P 500. Misura le stime degli operatori sulla volatilità a 30 giorni in base alle opzioni indicizzate.

**WTI (West Texas Intermediate):** Insieme al Brent, il WTI è un parametro di riferimento per i prezzi del greggio. Il petrolio è prodotto in America ed è una miscela di diversi greggi dolci.



## DICHIARAZIONE DI ESCLUSIONE DI RESPONSABILITÀ

Il documento dal titolo "Monthly House View" ("Opuscolo") è rilasciato unicamente a fini di comunicazione commerciale.

Le lingue in cui è redatto rientrano tra le lingue di lavoro di Indosuez Wealth Management.

Le informazioni contenute nell'Opuscolo non sono state riviste, né sono soggette all'approvazione o all'autorizzazione di alcuna autorità di regolamentazione o di sorveglianza del mercato in qualsiasi giurisdizione.

L'Opuscolo non è destinato o rivolto a persone di un paese specifico.

L'Opuscolo non è destinato a cittadini, persone domiciliate o residenti in un paese o in una giurisdizione in cui la distribuzione, la pubblicazione, la messa a disposizione o l'utilizzo dello stesso sono contrari alle leggi o ai regolamenti applicabili.

Il presente documento non costituisce o contiene un'offerta o un invito ad acquistare o vendere qualsivoglia strumento e/o servizio finanziario. Analogamente, esso non costituisce in alcun modo una strategia, una raccomandazione o un consiglio di investimento o disinvestimento di carattere personalizzato o generale, una consulenza legale, fiscale o di audit oppure qualsiasi altro tipo di consulenza di natura professionale. Non viene fornita alcuna garanzia che un qualsivoglia investimento o strategia sia idoneo e appropriato alle circostanze personali o che un qualsivoglia investimento o strategia costituisca una consulenza di investimento personalizzata per qualsiasi investitore.

La data rilevante del presente documento è, salvo diversa indicazione, la data di redazione indicata nell'ultima pagina della presente dichiarazione. Le informazioni contenute nel presente documento sono basate su fonti ritenute affidabili. Facciamo del nostro meglio per garantire l'attualità, l'accuratezza e la completezza delle informazioni contenute nel presente documento. Tutte le informazioni, così come il prezzo, le valutazioni di mercato e i calcoli indicati nel presente documento sono soggetti a modifiche senza preavviso. Le performance e i prezzi passati non sono un'indicazione di performance e prezzi futuri.

I rischi includono, tra gli altri, rischi politici, di credito, di cambio, economici e di mercato. Prima di concludere qualsiasi transazione, è necessario consultare il proprio consulente in materia di investimenti e, se necessario, ottenere una consulenza professionale indipendente in merito ai rischi, nonché a qualsiasi conseguenza legale, regolamentare, creditizia, fiscale e contabile. Si consiglia di rivolgersi ai propri consulenti di fiducia per prendere decisioni in modo autonomo e tenendo conto della propria situazione, conoscenza ed esperienza in ambito finanziario.

I tassi di cambio delle valute estere possono influire negativamente sul valore, sul prezzo o sul reddito dell'investimento quando questo viene realizzato e riconvertito nella valuta di base dell'investitore.

CA Indosuez, società di diritto francese, capogruppo per l'attività di gestione patrimoniale del gruppo Crédit Agricole, nonché le rispettive controllate ed entità collegate, ovvero CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, le rispettive controllate, filiali e uffici di rappresentanza, ovunque si trovino, operano sotto il Marzolo unico Indosuez Wealth Management. Ciascuna delle controllate nonché le rispettive controllate, le filiali e gli uffici di rappresentanza, così come ognuna delle altre entità di Indosuez Wealth Management sono definite singolarmente la "Entità" e congiuntamente le "Entità".

Le Entità o i loro azionisti, così come i loro azionisti e filiali e, più in generale, le società del gruppo Crédit Agricole (il "Gruppo") nonché i loro rispettivi responsabili, dirigenti o dipendenti potranno, su base personale ovvero a nome e per conto di terzi, effettuare transazioni relative agli strumenti finanziari descritti nell'opuscolo, detenere strumenti finanziari differenti, in termini di emittenti o garanti, oppure ancora offrire o tentare di offrire servizi di investimento, finanziari o di altro tipo a favore di tali entità o per loro conto. Laddove un'Entità e/o Entità del Gruppo Crédit Agricole agiscano in veste di consulente d'investimento e/o gestore, amministratore, distributore o agente di collocamento per determinati prodotti o servizi menzionati nell'Opuscolo ovvero laddove erogino altri servizi in cui un'Entità o il Gruppo Crédit Agricole hanno o potrebbero avere un interesse diretto o indiretto, l'Entità darà la priorità all'interesse dell'investitore.

Alcuni investimenti, prodotti e servizi, compresa la custodia, possono essere soggetti a restrizioni legali e normative o non essere disponibili in tutto il mondo senza restrizioni, tenendo conto della legge del paese di origine del potenziale investitore, del suo paese di residenza o di qualsiasi altro paese con cui possa avere legami. In particolare, i prodotti o servizi menzionati nell'Opuscolo non sono destinati ai residenti negli Stati Uniti d'America e in Canada. I prodotti e servizi menzionati possono essere offerti da Entità secondo le loro condizioni contrattuali ed i loro prezzi, nell'osservanza delle leggi e dei regolamenti applicabili ed in via subordinata alla loro autorizzazione. Tali prodotti e servizi possono essere modificati o ritirati in qualsiasi momento senza preavviso.

Per ulteriori informazioni, si prega di contattare il proprio Relationship Manager.

Ai sensi della normativa vigente, ogni Entità mette a disposizione l'Opuscolo:

- **in Francia:** la presente pubblicazione è distribuita da CA Indosuez, società anonima con capitale di 584.325.015 euro, istituto di credito e broker assicurativo, iscritta nel Registro degli intermediari assicurativi con il numero 07 004 759 e nel Registro di commercio e delle società di Parigi con il numero 572 171 635, con sede legale in 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 Parigi e supervisionata dall'Autorità francese di controllo prudenziale e di risoluzione e dall'Autorità francese dei mercati finanziari;
- **in Lussemburgo:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe), società per azioni (società anonima) di diritto lussemburghese con capitale di 415.000.000 euro e sede sociale in 39 allée Scheffer L-2520 Lussemburgo, immatricolata presso il Registro delle Società del Lussemburgo con il numero B91.986, operante come istituto di credito con sede in Lussemburgo sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF);
- **in Spagna:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, operante sotto la supervisione del Banco de España (www.bde.es) e della Commissione Nazionale del Mercato Azionario (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), come filiale di CA Indosuez Wealth (Europe), istituto di credito debitamente registrato in Lussemburgo e operante sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF). Indirizzo: Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Spagna), registrata presso il Banco de España con il numero 1545. Immatricolata presso il Registro del Commercio e delle Società di Madrid con il numero T 30.176.F 1.S 8, H M-543170, CIF (Codice di identificazione fiscale): W-0182904-C.

- **in Belgio:** l'Opuscolo è distribuito dalla filiale per il Belgio di CA Indosuez Wealth (Europe), con sede al 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgio, immatricolata presso il Registro delle Società di Bruxelles con il numero 0534 752 288, registrata nel Banque-Carrefour des Entreprises (database delle aziende belghe) con partita IVA n. 0534.752.288 (RPM Brussels), filiale di CA Indosuez Wealth (Europe), società con sede sociale in 39 allée Scheffer L-2520 Lussemburgo, immatricolata presso il Registro delle Società del Lussemburgo con il numero B91.986 e operante come istituto di credito autorizzato con sede in Lussemburgo sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF);
- **in Italia:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe), Italy Branch con sede in Piazza Cavour 2, Milano, Italia, iscritta all'Albo delle Banche n. 8097, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano, Monza Brianza e Lodi n. 97902220157;
- **nell'Unione europea:** l'Opuscolo può essere distribuito da Entità di Indosuez Wealth Management autorizzate a tale scopo nell'ambito della Libera prestazione di servizi;
- **nel Principato di Monaco:** l'Opuscolo è distribuito da CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1<sup>er</sup> - 98000 Monaco, iscritta nel Registro di commercio e dell'industria del Principato di Monaco con il numero 56S00341, certificazione: EC/2012-08;
- **in Svizzera:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Geneva e da CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano e dalle loro filiali e/o agenzie svizzere. L'Opuscolo costituisce materiale di marketing e non costituisce il prodotto di un'analisi finanziaria nell'accezione delle direttive dell'Associazione Svizzera dei Banchieri (ASB) in relazione all'indipendenza delle analisi finanziarie ai sensi del diritto svizzero. Di conseguenza, tali direttive non sono applicabili all'Opuscolo;
- **a Hong Kong Regione amministrativa speciale:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. Nessuna delle informazioni contenute nell'Opuscolo costituisce una raccomandazione d'investimento. L'Opuscolo non è stato sottoposto alla Securities and Futures Commission (SFC) né a qualsivoglia altra autorità di regolamentazione di Hong Kong. L'Opuscolo ed i prodotti menzionati al suo interno non sono stati autorizzati dalla SFC nell'accezione di cui alle sezioni 103, 104, 104A o 105 della Securities and Futures Ordinance (Cap. 571)(SFO);
- **a Singapore:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapore 068912. A Singapore, l'Opuscolo è destinato ovvero a investitori accreditati, investitori istituzionali o investitori esperti, secondo la definizione del Securities and Futures Act 2001 di Singapore. Per qualsiasi domanda relativa all'Opuscolo, i destinatari a Singapore possono contattare CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch;
- **nel DIFC:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, filiale per il DIFC (Dubai International Financial Centre), Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai, società degli EAU regolamentata dall'Autorità di vigilanza sui servizi finanziari di Dubai ("DFSA"). Il presente Opuscolo è rivolto unicamente a clienti professionali e/o controparti di mercato e nessun altro soggetto dovrebbe agire in base ai medesimi. I prodotti o servizi finanziari cui la presente pubblicazione fa riferimento saranno resi disponibili esclusivamente a clienti che soddisfano i requisiti di cliente professionale e/o controparte di mercato previsti dalla DFSA. L'Opuscolo è fornito unicamente con finalità informative. Non deve essere interpretata come un'offerta di acquisto o vendita né come sollecitazione di un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari o di partecipazione ad alcuna particolare strategia di trading in qualunque giurisdizione;
- **negli EAU:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Ufficio di rappresentanza, Zayed - The 1<sup>st</sup> Street - Nayef & Bin Harmal Tower, 5<sup>th</sup> Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Emirati Arabi Uniti. CA Indosuez (Switzerland) SA opera negli Emirati Arabi Uniti (EAU) tramite il suo ufficio di rappresentanza, sottoposto all'autorità di vigilanza della banca centrale degli EAU. Ai sensi delle norme e dei regolamenti applicabili negli EAU, l'ufficio di rappresentanza di CA Indosuez (Switzerland) SA non può espletare alcuna attività bancaria. L'ufficio di rappresentanza può unicamente commercializzare e promuovere le attività ed i prodotti di CA Indosuez (Switzerland) SA. L'Opuscolo non costituisce un'offerta rivolta a un particolare soggetto o al pubblico generale, né un invito a presentare un'offerta. Esso è distribuito su base privata e non è stato rivisto o approvato dalla banca centrale degli EAU né da altre autorità di regolamentazione degli Emirati Arabi Uniti;
- **altri paesi:** la distribuzione della presente pubblicazione potrebbe inoltre essere limitata da leggi e regolamenti in vigore in altri paesi. I soggetti in possesso della presente pubblicazione devono informarsi sulle eventuali restrizioni legali e rispettarle.

L'Opuscolo non può essere fotocopiato, riprodotto o distribuito, in tutto o in parte, in alcuna forma senza il previo accordo della propria Banca.

© 2024, CA Indosuez (Switzerland) SA - Tutti i diritti riservati.

Crediti fotografici: Envato.

Finito di redigere il 22.03.2024.





