



**MONTHLY  
HOUSE VIEW**

Maggio 2024

Immigrazione: un'economia più grande

• Sommario

01• Editoriale	P3
PIÙ BASSI PIÙ TARDI?	
02• Focus	P4
IMMIGRAZIONE: UN'ECONOMIA PIÙ GRANDE	
03• Macroeconomia	P6
UNA STORIA DI DIVERGENZE	
04• Reddito fisso	P8
PERCHÉ AVERE FRETTA?	
05• Azioni	P10
È TEMPO DI TORNARE NEL SEGMENTO VALUE?	
06• Cambi	P12
IL REGNO DEL RE DOLLARO PROSEGUIRÀ	
07• Asset allocation	P14
SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE	
08• Monitor dei mercati	P16
PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI	
09• Glossario	P17
Dichiarazione di esclusione di responsabilità	P18



Delphine  
DI PIZIO TIGER  
Global Head  
of Asset Management

Cari Lettori,

Dopo l'attacco missilistico dell'Iran contro Israele nella notte tra il 13 ed il 14 aprile, i mercati finanziari hanno temuto possibili rappresaglie. Da una prospettiva storica, gli eventi geopolitici non influiscono in genere sulla crescita economica globale nel medio periodo, ma causano volatilità sul breve termine, soprattutto se combinati con altri fattori che possono pesare sul mercato, come, al momento, un'inflazione persistente. "Più alti più a lungo", come afferma Jerome Powell, presidente della Federal Reserve (Fed), a proposito dei tassi di riferimento. Questa celebre espressione si modificherà probabilmente in "più bassi più tardi". Infatti, gli ultimi dati sull'inflazione esclusi i generi alimentari e l'energia, ossia le componenti più volatili, si è rivelata inaspettatamente solida, attestandosi a marzo al 3,8% su base annua. Il dato si avvicina pericolosamente al doppio del 2%, l'obiettivo previsto dal mandato della banca centrale americana. Come promemoria, alla fine dello scorso anno il mercato anticipava fino a sette tagli dei tassi da parte della Fed nel 2024; oggi ne anticipa praticamente solo uno ed è persino possibile che giunga dopo le elezioni presidenziali di novembre. In questo periodo, la Fed non ha rivisto le sue stime sui tagli dei tassi, stabili a tre. È interessante notare che, in questo contesto e rispetto alle attese del mercato, tre mesi fa la Fed sembrava restrittiva mentre ora appare accomodante, pur senza aver modificato la propria visione. Jerome Powell ha sempre professato prudenza, indicando che la Fed avrebbe monitorato i dati sull'inflazione e sull'attività economica. Questo approccio, considerato dal mercato eccessivamente cauto all'inizio dell'anno, sembra ora appropriato.

La domanda è fino a che punto l'economia statunitense possa resistere a questa inflazione persistente. Un'economia gonfiata da massicce iniezioni di liquidità post-COVID, come non se ne vedevano dalla Seconda guerra mondiale, è ora vittima del più significativo rialzo dei tassi da oltre 40 anni.

Occorre inoltre ricordare che i governi dei Paesi sviluppati continuano ad essere indulgenti sul fronte fiscale. Ciò è particolarmente vero negli Stati Uniti, dove quest'anno il deficit di bilancio potrebbe superare il 7% del PIL, un livello di rado raggiunto in periodi diversi da guerre o recessioni. Gli importanti disavanzi dei Paesi ricchi sono principalmente attribuibili, sul fronte delle entrate, al minore gettito fiscale, sullo sfondo di una riduzione dei posti di lavoro in settori con elevate retribuzioni come la tecnologia nonché ad un calo del mercato azionario tra la metà del 2022 e quella del 2023. Sul piano dei costi, sono anche imputabili al livello ancora sostenuto di spesa pubblica nell'ambito delle misure post-COVID. Ne è un esempio il "Superbonus 110%", misura introdotta dall'Italia nel 2020 per incentivare i proprietari a migliorare l'efficienza energetica delle loro abitazioni. Il costo è stimato in oltre 200 miliardi di euro, pari al 10% del PIL nazionale. Infine, in seguito alla guerra in Ucraina, molti governi, soprattutto in Europa, hanno aumentato le spese militari, raccogliendo in un certo senso il testimone delle misure volte a contrastare l'aumento dei prezzi dell'energia nel 2022. In questa tendenza all'aumento dei costi in Europa, i governi di Paesi come la Francia e l'Inghilterra stanno cercando di contenere le spese. Lo stesso non si può dire per gli Stati Uniti, dove le imminenti elezioni presidenziali di novembre rendono il momento non favorevole per la riduzione della spesa. In questo contesto, abbiamo leggermente ridotto il rischio nell'ambito della nostra *asset allocation*, pur rimanendo opportunisti. Vi auguro una piacevole lettura di questo numero, che approfondisce uno dei fattori che contribuisce a spiegare la tenuta dell'economia americana: l'immigrazione.

1 - Lower for later in inglese.

Lucas MERIC  
Investment Strategist

In linea con il 2023, i posti di lavoro creati negli Stati Uniti si sono confermati robusti dall'inizio dell'anno, a testimonianza di un'economia sempre più solida. La buona notizia è che questo vigore non ha impedito agli stipendi di rallentare ulteriormente ed al mercato del lavoro di riequilibrarsi, una dinamica legata al forte aumento dell'immigrazione dal 2022.

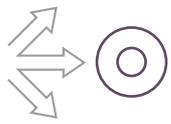
### L'AUMENTO DELL'IMMIGRAZIONE

Storicamente i flussi migratori rappresentano un importante fattore di crescita demografica negli Stati Uniti, con un loro aumento significativo a partire dagli anni Settanta sulla scia di politiche favorevoli all'immigrazione, come l'Immigration and Nationality Act del 1965, che ha abolito le quote di ammissione basate sul Paese di provenienza. Dal 2017 questi flussi avevano subito un forte rallentamento a causa delle politiche più restrittive adottate dall'amministrazione Trump, ma anche e soprattutto in seguito alla chiusura delle frontiere nel 2020/2021 per arginare la pandemia. Se nel 2022 vivevano negli Stati Uniti 46,2 milioni di immigrati (il 13,9% della popolazione totale), il NBER (National Bureau of Economic Research) stima che tra il 2019 ed il 2022 il numero di arrivi sia diminuito di 1,65 milioni di persone rispetto ai dati precedenti al 2019.

Da allora, tuttavia, la dinamica si è invertita: secondo le stime del Congressional Budget Office (CBO), nel 2023 sono giunti negli Stati Uniti circa 3,3 milioni di migranti, provenienti in prevalenza dall'America centrale e meridionale, con la California, il Texas, la Florida e lo Stato di New York scelti come destinazione in oltre il 50% dei casi. Questi flussi migratori sono molto più elevati di quelli previsti nel precedente rapporto del 2019, che anticipava 1 milione di arrivi dall'estero nel 2023.

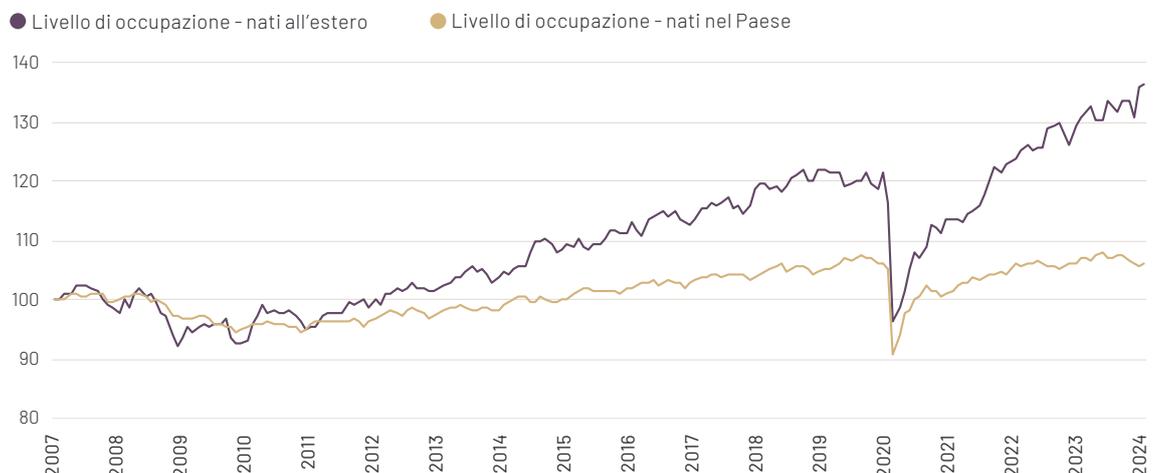
### UN'ECONOMIA PIÙ GRANDE

Questo prepotente ritorno dell'immigrazione è particolarmente rilevante quando si considera la crescita potenziale<sup>2</sup> di qualsiasi economia, che dipende da due fattori: la dimensione della forza lavoro e la crescita della produttività (frutto, in particolare, degli investimenti di capitale). I flussi migratori contribuiscono al primo fattore, poiché comportano un incremento più marcato della forza lavoro negli Stati Uniti (grafico 1) e quindi maggiori capacità produttive per le imprese.



**3,3**  
MILIONI  
di immigrati  
negli Stati Uniti  
nel 2023

GRAFICO 1: DOPO LA PANDEMIA L'IMMIGRAZIONE HA FAVORITO LA CRESCITA DELL'OCCUPAZIONE NEGLI STATI UNITI (BASE 100 = 2007)



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

2 - Crescita potenziale: il valore della produzione di un Paese che l'economia può raggiungere se i fattori lavoro e capitale sono impiegati al loro livello massimo sostenibile.



Al contempo, danno anche impulso ai consumi, in un'economia dove questi ultimi rappresentano oltre il 70% del PIL. In teoria, fungono quindi da sostegno sia per l'offerta che per la domanda, comportando prospettive di crescita più elevate senza però accrescere le pressioni inflazionistiche e consentendo di preservare una robusta creazione di posti di lavoro.

L'aumento della forza lavoro dovuto all'immigrazione permette infatti di risolvere uno dei principali problemi del quadro macroeconomico statunitense post-pandemia: la tensione sul mercato del lavoro legata ad una domanda di manodopera da parte delle imprese superiore all'offerta. A riprova di questo squilibrio, all'inizio del 2023 c'erano due posti di lavoro vacanti per ogni disoccupato negli Stati Uniti, una situazione che ha favorito i lavoratori il cui potere contrattuale, notevolmente migliorato, si è tradotto in un sostanziale incremento degli stipendi. L'arrivo di nuovi lavoratori dall'estero consente quindi di limitare tale squilibrio, sia colmando i posti vacanti sia aumentando il numero di disoccupati, riducendo in entrambi i casi la tensione sul mercato del lavoro e quindi la pressione sugli stipendi. Questo fenomeno è anche in parte responsabile dell'aumento del tasso di disoccupazione statunitense, che a marzo si è attestato al 3,8%. Gli immigrati che entrano nel mondo del lavoro non necessariamente trovano subito un impiego e, tra di essi, il tasso di disoccupazione è in genere più alto. In breve, questo aumento della disoccupazione cela una dinamica molto diversa dalle perdite di posti di lavoro osservate durante le passate recessioni.

In questo contesto, un'economia più solida non si traduce necessariamente in una maggiore inflazione o, come affermato da Jerome Powell in una conferenza all'inizio di aprile: "L'economia è più grande, ma non più rigida". Un messaggio chiaro che traspare in particolare dalle ultime proiezioni della Fed di marzo, in cui l'istituto ha rivisto fortemente al rialzo le aspettative di crescita per il 2024, senza però modificare sostanzialmente le attese su inflazione e tassi.

## UN TEMA STRUTTURALE, MA ANCHE POLITICO

Sul medio termine, il Congressional Budget Office (CBO) stima che 7,5 milioni di immigrati dovrebbero aggiungersi alla popolazione americana entro il 2026, assicurando un sostegno non indifferente alle prospettive di crescita ed ai posti di lavoro creati che, nei primi tre mesi del 2024, si attestano ancora in media a 276.000, rispetto ai 100.000 considerati dalla Fed come un livello di equilibrio. Secondo il Think Tank Brookings, questa cifra sottovaluta probabilmente le solide dinamiche migratorie, che dovrebbero giustificare la creazione quest'anno di 160.000-200.000 nuovi posti di lavoro al mese. Tali flussi dovrebbero consentire al mercato del lavoro statunitense di continuare a riequilibrarsi e di compensare, in particolare, il calo strutturale della forza lavoro autoctona risultante dall'invecchiamento della popolazione.

Tuttavia, tali proiezioni vanno prese con cautela; l'immigrazione è anche una questione politica e sarà verosimilmente tra i temi centrali delle prossime elezioni americane nel novembre 2024, con quella illegale che negli ultimi anni ha rappresentato una parte consistente dei flussi migratori. Un sondaggio di Gallup pubblicato a fine febbraio ha rivelato che, per la prima volta dal 2018, l'immigrazione è in testa alle preoccupazioni degli americani, molto più dell'inflazione e della situazione economica generale. Un problema di sicurezza delle frontiere che i democratici sembrano pronti ad affrontare, ma la proposta di legge *bipartisan* sull'immigrazione e gli aiuti all'estero si è arenata all'inizio di marzo sotto la pressione dei repubblicani.



Alexandre DRABOWICZ  
Chief Investment Officer



Lucas MERIC  
Investment Strategist

La disinflazione prosegue inesorabile nell'Area Euro, mentre l'inflazione americana mostra segni di rigidità, emblema di due economie con traiettorie discordanti. Una divergenza visibile anche nelle dinamiche macroeconomiche del Vecchio Continente, dove da diversi anni i Paesi periferici sovraperformano un'economia tedesca che ha chiuso il 2023 in recessione. Nel 2024 le prospettive di crescita per la regione europea dovrebbero migliorare, sebbene possano riaffiorare alcuni fantasmi del passato.



AREA EURO:  
un'inflazione  
prossima al  
**2%** nel 2024

#### SITUAZIONI DIFFERENTI SULLE DUE SPONDE DELL'ATLANTICO

Dalle dinamiche di inizio anno sono emerse forti divergenze tra l'inflazione statunitense, che a marzo ha chiuso il terzo mese sopra le aspettative, e quella dell'Area Euro, che prosegue la sua discesa, inducendo i mercati a posticipare a settembre i tagli dei tassi attesi dalla Fed, mentre per la Banca Centrale Europea (BCE) sembra scontato un intervento a giugno. Un fenomeno che riflette un diverso andamento della crescita: dall'inizio dell'anno il *consensus* degli economisti ha rivisto la crescita media annua degli Stati Uniti per il 2024 dall'1,3% al 2,2%, mentre le anticipazioni per l'Area Euro sono rimaste invariate allo 0,5%. Infatti, se l'inflazione americana è riconducibile in parte ad una domanda molto robusta, la dinamica macroeconomica dell'Area Euro resta caratterizzata da una domanda debole, condizioni di credito ancora restrittive in un'economia a trazione bancaria, politiche fiscali relativamente meno espansive rispetto agli Stati Uniti ed una deflazione importata dalla Cina. Questa divergenza traspare anche dalle nostre stime, che puntano ad un proseguimento della sovraperformance statunitense nel 2024, con una crescita attesa all'1,8% su base annua tra il quarto trimestre del 2024 ed il quarto trimestre del 2023 ed una media annua dell'inflazione totale pari al 3%. Dal suo canto, l'Area Euro

dovrebbe crescere dell'1%, con un'inflazione media annua al 2,3% che, su base sequenziale, dovrebbe persino avvicinarsi all'obiettivo del 2% nel secondo semestre. Pertanto, prevediamo che nel 2024 l'inflazione media annua statunitense sarà più alta di 70 punti base (pb) rispetto a quella dell'Area Euro, un cambiamento sostanziale rispetto al nostro scenario inflazionistico degli ultimi mesi. Lo scorso dicembre anticipavamo infatti un'inflazione europea superiore di 20 pb in termini relativi.

Ci aspettiamo un calo dell'inflazione *core* nei prossimi mesi, sia nell'Area Euro che negli Stati Uniti; le regioni sono accomunate da una componente dei servizi ancora forte, ma per la quale prevediamo minori pressioni nel corso dell'anno man mano che i prezzi dei servizi rifletteranno in misura maggiore il rallentamento degli stipendi, già in atto negli Stati Uniti ed in via di normalizzazione nell'Area Euro.

#### UN'ECONOMIA A DUE VELOCITÀ

Le attese per l'Area Euro rispecchiano la nostra visione di una ripresa modesta e graduale della crescita, sostenuta in particolare da un miglioramento del potere d'acquisto delle famiglie, mentre gli stipendi dovrebbero recuperare il ritardo rispetto all'inflazione, il cui declino è già ampiamente in corso.



Considerando i recenti progressi sul fronte dei dati, con ad esempio l'indice dei direttori agli acquisti tornato in territorio di espansione ad inizio aprile, l'economia europea sembra aver raggiunto il minimo alla fine dello scorso anno, in linea con le nostre aspettative, anche se i dati sull'attività come le vendite al dettaglio o la produzione industriale restano per il momento piuttosto contrastanti. Dinamiche che però celano importanti divergenze tra i Paesi dell'Area Euro, con la Germania da un lato e le economie dell'Europa meridionale dall'altro; queste ultime hanno beneficiato negli scorsi anni di una ripresa del turismo, una minore esposizione al rallentamento dell'industria manifatturiera ed all'aumento dei prezzi energetici, così come di politiche fiscali più espansive. Tali economie dovrebbero continuare a sovraperformare nel 2024, in particolare sulla scia del piano di rilancio europeo (NextGenerationEU). Tuttavia, dopo essere scivolata in recessione alla fine del 2023, l'economia tedesca dovrebbe moderatamente riprendersi nel corso dell'anno, favorita dall'allentamento delle condizioni finanziarie, da pressioni più contenute dei prezzi energetici e da un recupero dell'attività manifatturiera globale, anche se la minore solidità strutturale della Cina potrebbe pesare sulla crescita.

### UNO SCENARIO OTTIMISTICO, MA NON PRIVO DI RISCHI

Nonostante una tendenza in netto miglioramento negli scorsi mesi, le prospettive economiche sono accompagnate da rischi significativi per la crescita e l'inflazione. Sebbene il reddito reale sia risalito, il *sentiment* delle famiglie è ancora poco brillante, con intenzioni di risparmio ancora molto elevate in alcuni Paesi, come la Germania, che potrebbero ritardare la ripresa dei consumi nel corso dell'anno. Al contempo, i disavanzi rispetto al PIL del 5,5% in Francia e del 7,2% in Italia nel 2023 hanno riportato alla ribalta i timori sulla sostenibilità del debito nell'Area Euro, con lo spettro di politiche fiscali più restrittive. Riguardo all'inflazione, un barile di petrolio a 85 euro a metà aprile, in rialzo del 15% nel 2024 sulla scia delle rinnovate tensioni in Medio Oriente, del miglioramento del ciclo produttivo e dei tagli alla produzione, soprattutto in Russia, rappresenta un rischio rialzista per l'indice generale dei prezzi; un aumento di 10 euro del *Brent* comporta in genere un impatto di 30-40 pb sull'inflazione totale dell'Area Euro<sup>3</sup>. Inoltre, un euro più debole, conseguenza delle divergenze macroeconomiche sulle due sponde dell'Atlantico, che indurrebbe la BCE a tagliare i tassi prima della Fed, dovrebbe tradursi anche in una maggiore inflazione importata nel Vecchio Continente.

TABELLA 1: PREVISIONI MACROECONOMICHE 2024 - 2025, %

● Rivisto al ribasso rispetto al mese scorso

● Rivisto al rialzo

	PIL		INFLAZIONE	
	2024	2025	2024	2025
USA	2,5%	1,8%	3,0%	2,4%
Area Euro	0,6%	1,2%	2,3%	2,1%
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.

3 - Si veda: [https://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/billet\\_50\\_ve\\_rec.pdf](https://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/billet_50_ve_rec.pdf).



Yasser TALBI  
Fixed Income Portfolio Manager

Negli Stati Uniti gli indici dei prezzi al consumo continuano a dettare la linea sui mercati finanziari. Dopo un inizio anno in chiaroscuro, tutti gli osservatori del mercato hanno rivolto lo sguardo all'inflazione di marzo, che ha infine sorpreso al rialzo. Questo dato inatteso mina i piani di investitori e banche centrali, che solo poche settimane fa anticipavano un importante ciclo ribassista.



TASSI A LUNGO TERMINE (10 ANNI)

STATUNITENSIS: in ascesa di circa 80 pb da inizio anno

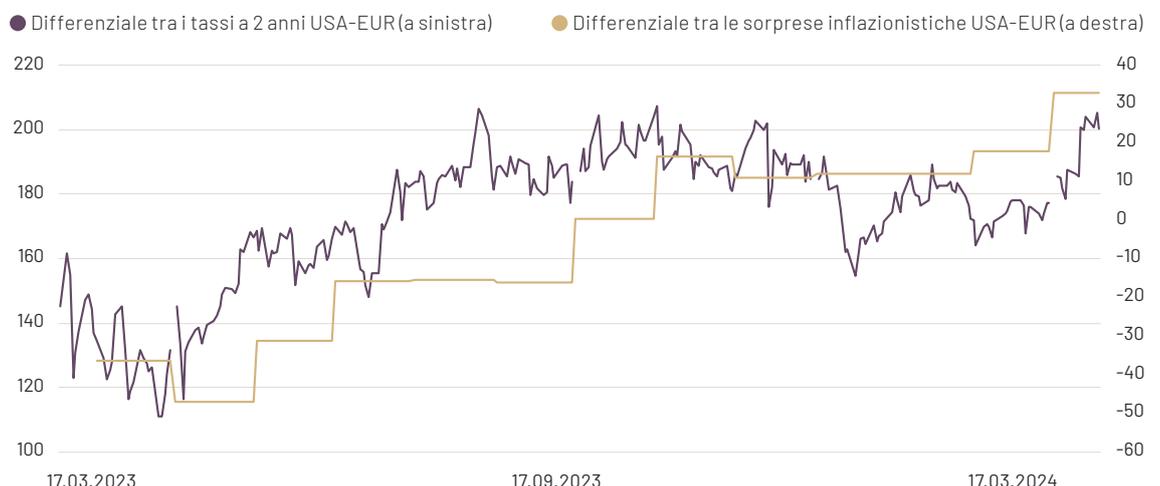
Il mantra "higher for longer" sembra essere tornato in auge, con i mercati che ora prevedono meno di due tagli dei tassi negli Stati Uniti nel 2024, mentre il presidente della Fed invita ad avere pazienza. Il cambio di tono è evidente e giustificato da queste ultime pubblicazioni, in contrasto con le buone notizie giunte alla fine del 2023. Allo stesso tempo, i dati sulla crescita si confermano ampiamente positivi e mettono in risalto la tenuta dell'economia americana nonostante l'aumento dei tassi di interesse. Dall'inizio dell'anno i tassi a lungo termine statunitensi (10 anni) sono saliti di circa 80 pb.

Nell'Area Euro la situazione è diversa. Sebbene non lineare, la disinflazione prosegue ed infonde fiducia alla BCE in vista di eventuali tagli dei tassi quest'anno, il primo dei quali giungerà verosimilmente alla riunione di giugno. Pur restando cauta, la BCE ribadisce di attendere progressi sul fronte

degli aumenti salariali (ossia incrementi più in linea con un'inflazione al 2%) ed indica altresì che l'aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche fungerà da base per questo primo taglio dei tassi di riferimento. La BCE monitorerà inoltre il prezzo del petrolio. Le recenti tensioni geopolitiche hanno trainato il prezzo del barile oltre gli 80 dollari, un valore superiore alle ipotesi utilizzate dalla BCE nelle recenti proiezioni. Per ora, tuttavia, questo elemento resta a livello di rischio e le varie proiezioni inflazionistiche nell'Area Euro sembrano indicare un contesto favorevole ad un ciclo di tagli.

A cosa è dovuta questa divergenza? Alle dinamiche dell'inflazione (grafico 2). Dall'inizio dell'anno la disinflazione prosegue con tuttavia un dato negli Stati Uniti ancora sopra il 3%, mentre nell'Area Euro la crescita annuale è tornata sotto il 3%.

GRAFICO 2: LE SORPRESE INFLAZIONISTICHE ALLA BASE DELLA DIVERGENZA TRA I TASSI STATUNITENSIS ED EUROPEI



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Quali sono le implicazioni per le banche centrali? Al di là del numero dei tagli dei tassi nel 2024, è il punto di arrivo quello che conta. A fronte di un'inflazione ancora superiore ai *target* e ad una crescita solida, il tasso obiettivo sembra più elevato rispetto ai valori osservati nell'ultimo decennio. Pertanto, un tasso obiettivo intorno al 4% negli Stati Uniti e al 2% nell'Area Euro sembra riflettere le dinamiche macroeconomiche delle due regioni. Questi livelli dei tassi di riferimento implicano tagli rispettivamente di 150 e 200 pb entro la fine del 2025. Ma a quale ritmo?

La BCE sembra essere in grado di procedere in maniera graduale, mentre la Fed potrebbe essere costretta ad aspettare per avere maggiori certezze sul futuro andamento dell'inflazione. Riteniamo che, dato il livello restrittivo dei tassi di interesse, più le banche centrali ritardano i tagli, maggiore è la probabilità di raggiungere questo tasso obiettivo. Infatti, dei tassi elevati per un periodo prolungato, unitamente a condizioni finanziarie sempre più restrittive, getteranno le basi per i futuri ribassi, indebolendo le economie.

Pertanto, un mercato che anticipa meno tagli dei tassi rispetto alle banche centrali contribuisce a ricreare valore sulla parte breve della curva, motivo per cui abbiamo modificato la nostra visione su questa parte in positivo. Nei prossimi mesi la curva dei tassi potrebbe tornare ad irripirirsi.

## CREDITO

Sul mercato delle obbligazioni *corporate* è proseguito, in un primo momento, il *momentum* positivo ed i premi per il rischio hanno continuato a diminuire, sulla scia di una domanda sempre elevata. Il trend si è interrotto con l'aumento della volatilità dei tassi, che si è diffusa negli altri mercati e, in un secondo momento, ha pesato sui premi per il rischio (grafico 3). I timori per l'inflazione e le aspettative di politiche monetarie meno accomodanti hanno ricordato agli investitori il contesto del 2022.

Tuttavia, questa lieve debolezza non si ripercuote sui fondamentali, che permangono solidi nella maggior parte dei segmenti di mercato. Soprattutto nel segmento di alta qualità (*investment grade*), i coefficienti di credito restano saldamente al di sopra delle medie storiche e la liquidità in bilancio si conferma anch'essa elevata. Ne conseguono premi per il rischio piuttosto contenuti. L'attrattiva per questo mercato rimane, con gli investitori interessati esclusivamente al tasso di rendimento complessivo, ancora su massimi storici nell'*investment grade* europeo in prossimità del 4%.

GRAFICO 3: STRETTA RELAZIONE TRA I PREMI PER IL RISCHIO DI CREDITO E LA VOLATILITÀ DEI TASSI



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Laura CORRIERAS  
Equity Portfolio ManagerCon la collaborazione  
del team del Azioni

Dopo un primo trimestre da record per i mercati azionari americani (con una performance del +10%), le incertezze sulla politica monetaria della Fed in risposta alla tenuta dell'economia, unite all'acuirsi delle tensioni geopolitiche, hanno ravvivato la volatilità sui mercati. Sono state effettuate alcune prese di profitto ed in Europa è stata avviata una rotazione settoriale. L'imminente stagione degli utili per il primo trimestre del 2024 consentirà di confermare la dinamica degli utili aziendali e lo stile d'investimento da privilegiare.

### EUROPA

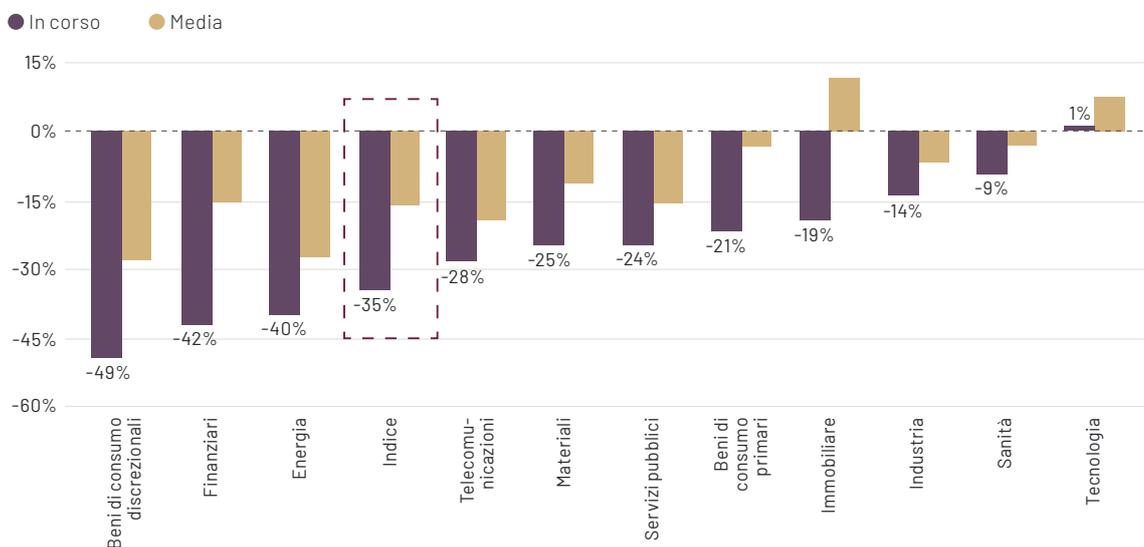
Le azioni europee continuano ad essere scambiate con uno sconto significativo rispetto a quelle statunitensi. Questa differenza a livello di valutazioni è stata accentuata negli scorsi mesi dal maggiore potenziale di crescita associato all'Intelligenza Artificiale (IA) negli Stati Uniti, sede dei principali operatori tecnologici al mondo. Tuttavia, i divari di valutazione sono ora più ampi nei settori ciclici come i servizi finanziari, l'energia ed i materiali (grafico 4).

Il rimbalzo dei titoli Ciclici in Europa è ascrivibile a diversi fattori. Da un lato, beneficiano della ripresa

dei PMI (indici dei direttori agli acquisti) globali e del ciclo manifatturiero; dall'altro, gli investitori anticipano tagli dei tassi che potrebbero giungere in anticipo rispetto alla Fed. Inoltre, l'acuirsi delle tensioni geopolitiche, soprattutto in Medio Oriente, unito ad una ripresa economica in Cina, potrebbe far salire i prezzi del petrolio e dei materiali di base.

Occorre ricordare che gli investitori presentano un posizionamento limitato in Europa e che le azioni europee offrono una certa diversificazione a fronte di un mercato americano attualmente concentrato.

GRAFICO 4: SCONTO ESTREMO DI VALUTAZIONE  
TRA EUROPA E STATI UNITI, %



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Nota: confronto tra gli utili per azione (EPS) a 12 mesi degli indici MSCI Europe e MSCI US negli ultimi 20 anni.



S&P 500 in rialzo  
di oltre il  
**23%**  
in 6 mesi

## STATI UNITI

Dopo aver raggiunto nuovi massimi storici alla fine di marzo 2024, il mercato americano sta perdendo slancio e si osservano addirittura prese di profitto dopo un *rally* di oltre sei mesi (ed una performance dell'indice S&P 500 superiore al 23%<sup>4</sup>). A differenza del 2023, altri settori del mercato, diversi dai "Magnifici 7", hanno guadagnato terreno dall'inizio dell'anno. Tuttavia, le valutazioni dell'azionario americano restano elevate, soprattutto rispetto all'Europa ed alla Cina; oltretutto, data la forte performance conseguita di recente dal mercato, il potenziale di rialzo fino al tradizionale *rally* di fine anno può apparire contenuto.

Inoltre, la sovraperformance statunitense è stata sostenuta dal predominio dello stile *Growth* sugli altri stili d'investimento e da determinati titoli tecnologici, motivo che ha indotto alcuni investitori a riflettere sull'attuale concentrazione del mercato americano.

In questo contesto, è opportuno essere selettivi e diversificare l'esposizione. Con l'inizio dei tagli da parte della Fed nel secondo semestre, le società a piccola capitalizzazione potrebbero beneficiare dell'allentamento delle condizioni finanziarie, sullo sfondo di valutazioni già interessanti.

## ASIA

Nonostante il persistente *sentiment* negativo nei confronti della Cina, le azioni cinesi (in particolare quelle nazionali) come pure quelle taiwanesi e coreane hanno messo a segno un sostanziale rimbalzo dalla fine di gennaio 2024. Il mercato è stato sostenuto da molteplici segnali positivi nella *supply chain* tecnologica di Taiwan (IA/*cloud/server*) e dal proseguimento del programma per accrescere il valore delle imprese ("*corporate value-up program*") in Corea. Infine, i grandi produttori di semiconduttori di memorie continuano ad attrarre i flussi degli investitori.

## STILE D'INVESTIMENTO

I titoli *Growth* stanno resistendo bene malgrado il rimbalzo dei tassi di interesse negli Stati Uniti, che sta mettendo sotto pressione i multipli di valutazione già elevati. Sebbene le prospettive sugli utili delle società *Growth* restino orientate al rialzo, una parte consistente è attribuibile ai "Magnifici 7". Rimaniamo costruttivi su questi titoli a lungo termine, dato il loro interessante profilo *Growth*, ma i recenti sviluppi sul fronte dei *driver* di mercato hanno reso più interessanti i titoli *Value*. La ripresa della crescita economica globale, l'inflazione "ostinata" ed i crescenti rischi geopolitici sono infatti elementi positivi per i settori *Value* (energia, risorse di base, bancario) e per i titoli Ciclici, molto presenti in Europa e nel Regno Unito.

Negli Stati Uniti, le *small cap* rappresentano probabilmente una migliore alternativa per investire nel segmento *Value*, poiché beneficiano ancora di uno sconto di valutazione significativo e beneficeranno del tema domestico statunitense in vista delle elezioni presidenziali, a condizione di puntare in questo segmento su titoli redditizi.

4 - Rendimento netto dell'indice S&P 500 dal 30.09.2023 al 30.03.2024.

Maxime GARCIA  
Investment Strategist

Manteniamo una preferenza per il dollaro a fronte del rischio che la Fed riduca i tassi di riferimento più tardi del previsto. Nel frattempo, si prevede che la BCE dovrebbe tagliare i tassi a giugno, uno scenario che pesa sulla moneta unica. Lo yen continuerà a dipendere dagli sviluppi della Fed. Il potenziale di deprezzamento del franco svizzero nei confronti del dollaro non si è esaurito. La domanda di oro resterà robusta.

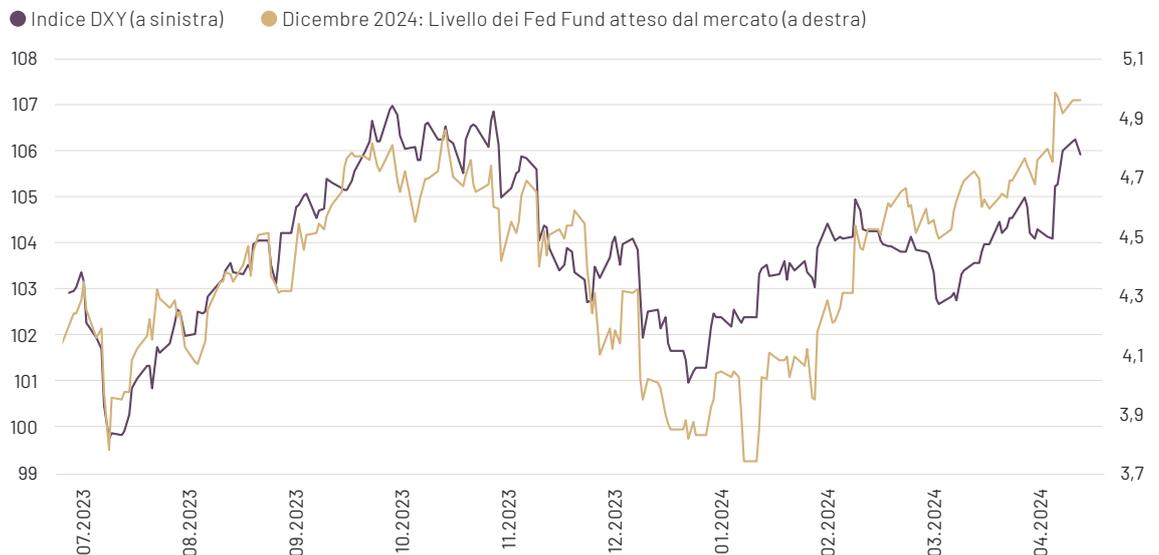
## DOLLARO USA

## Tre fattori di supporto

Il dollaro sovraperforma dall'ultima riunione della Fed a marzo, con un rialzo del 2,6%. Il biglietto verde è sostenuto da una revisione delle aspettative di tagli dei tassi (grafico 5). L'inflazione di marzo è infatti risultata superiore al *consensus* per il terzo mese consecutivo, con una componente dei servizi rigida, che ha fatto innervosire i mercati e ridurre il numero di tagli dei tassi previsti da quattro a due. Pur confidando nella traiettoria di disinflazione, a nostro parere persiste il rischio che la Fed inizi il suo ciclo ribassista più tardi del previsto, con un ulteriore impatto positivo sul biglietto verde.

Al contempo, la sovraperformance macroeconomica degli Stati Uniti rispetto al resto del mondo dovrebbe continuare a riflettersi sull'andamento della valuta nazionale. Infine, dopo gli ultimi sviluppi in Medio Oriente il rischio geopolitico è tornato alla ribalta e lo *status* di valuta rifugio del dollaro potrebbe fungere ancora da potente sostegno. Riteniamo pertanto che la combinazione di macroeconomia, banca centrale e geopolitica consentirà al dollaro di preservare la propria sovraperformance. Manteniamo quindi una visione tatticamente positiva sulla valuta statunitense.

GRAFICO 5: DOLLARO SOSTENUTO DALLA REVISIONE DELLE ASPETTATIVE SUI TASSI



Fonti: Reuters, Indosuez Wealth Management.



## EURO

### La BCE al comando

La moneta unica sta perdendo terreno rispetto al dollaro (-2,1% dalla riunione della Fed) mentre si accentuano le divergenze tra l'Area Euro e gli Stati Uniti. Innanzitutto divergenze a livello di inflazione, che sorprende al ribasso nell'Area Euro con una costante tendenza disinflazionistica, mentre negli Stati Uniti la dinamica dei prezzi stenta a rallentare. Questo ci ha indotto a rivedere il nostro scenario iniziale di tagli sincronizzati da parte delle due banche centrali, optando per percorsi diversi in cui la BCE sarà in condizione di ridurre i tassi prima della Fed. Tale scenario peserà sull'euro. Inoltre, essendo un importatore netto di petrolio, l'Europa è una delle regioni più vulnerabili all'aumento dei prezzi del barile in caso di tensioni geopolitiche. Questo rischio getta ombre sulle prospettive per l'euro. Per tali motivi, adottiamo una visione tatticamente negativa sull'EUR/USD.

## YEN GIAPPONESE

### La Fed detterà il ritmo

L'ultima mossa della Banca del Giappone, percepita come un rialzo *dovish* dal mercato, non ha alterato la situazione e continuiamo a ritenere che i prossimi adeguamenti dell'istituto saranno marginali e quindi con un impatto contenuto sulla valuta nipponica. Di conseguenza, la performance dell'USD/YEN dipenderà ancora dalla Fed e, sullo sfondo di un'inflazione più alta del previsto negli Stati Uniti, lo yen potrebbe continuare a soffrire rispetto al biglietto verde. Manteniamo pertanto una visione neutrale a breve termine, con un obiettivo compreso tra 150 e 155 per l'USD/JPY. Anche se incombe lo spettro di un intervento, a nostro avviso l'impatto sarà limitato, alla luce di differenziali dei tassi statunitensi e giapponesi ancora molto elevati finché la Fed non taglierà i tassi di riferimento.

## ORO

### Importanti sostegni

Nonostante la forza del dollaro ed il rinvio delle aspettative di taglio dei tassi, l'oro ha proseguito la sua inarrestabile corsa. In primo luogo, il persistente rischio geopolitico, sulla scia delle nuove tensioni tra Iran ed Israele, come pure le elezioni americane di fine anno spingono gli investitori a detenere beni rifugio. Al riguardo, l'oro svolge perfettamente il suo ruolo. In secondo luogo, le banche centrali acquistano massicciamente oro per diversificare le proprie riserve valutarie, con la Banca Popolare Cinese (PBoC) in prima linea, avendo annunciato a marzo il 17° acquisto mensile consecutivo. Più in generale, anche le famiglie cinesi sembrano scegliere l'oro come alternativa ad uno yuan fragile e ad un mercato immobiliare in crisi. I fattori di supporto sono quindi chiaramente presenti e non dovrebbero dissolversi a breve. Considerati gli attuali livelli, preferiamo mantenere una visione cautamente ottimistica.



La PBoC  
**ACQUISTA**  
**ORO**  
per il 17° mese  
consecutivo

## FRANCO SVIZZERO

### Potenziale di un ulteriore deprezzamento

L'inflazione continua a scendere in Svizzera, attestandosi ad appena l'1% a marzo, il decimo mese consecutivo sotto l'obiettivo della Banca Nazionale Svizzera (BNS). In questo contesto, la BNS, che già a marzo aveva sorpreso i mercati abbassando i tassi di riferimento, dovrebbe procedere a nuovi tagli. Inoltre, le riserve valutarie della banca centrale risultano in aumento da dicembre, segno che l'istituto è attivo sui mercati per vendere franchi svizzeri contro altre valute al fine di ridurre un tasso di cambio ritenuto troppo elevato per l'economia. Riteniamo quindi che la valuta svizzera dovrebbe continuare a perdere terreno nei confronti del dollaro, tanto più che la coppia USD/CHF resta su livelli storicamente bassi (intorno a 0,90). Il nostro obiettivo a breve termine è compreso tra 0,90 e 0,94.



Grégory STEINER  
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE  
Portfolio Manager

## SCENARIO D'INVESTIMENTO

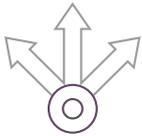
- **Crescita:** l'economia americana mostra un'ottima tenuta, sostenuta da un mercato del lavoro solido che stimola i consumi delle famiglie. I Paesi emergenti, in particolare quelli asiatici, continuano a trainare la crescita, nonostante il rallentamento strutturale dell'economia cinese. L'Area Euro continua a risalire la china ed il migliore potere d'acquisto delle famiglie dovrebbe favorire la ripresa dell'attività economica nel corso dell'anno.
- **Inflazione:** pur prevedendo ancora un proseguimento della disinflazione nelle economie avanzate, le relative traiettorie potrebbero differire. Oltre Atlantico, la decelerazione del mercato del lavoro contribuisce ad allentare le pressioni inflazionistiche, ma la solidità dei prezzi per alcune componenti dei servizi potrebbe portare l'inflazione statunitense a stabilizzarsi su livelli più elevati di quanto inizialmente previsto. Nell'Area Euro, invece, la disinflazione sembra essere più diffusa. Il costante rincaro delle materie prime rappresenta tuttavia un rischio rialzista per il nostro scenario.
- **Banche centrali:** continuiamo a prevedere tagli dei tassi di riferimento da parte di Fed e BCE nell'ordine rispettivamente di 75 e 100 pb. Tuttavia, non ci aspettiamo più un primo taglio sincronizzato a giugno: alla luce di un'inflazione statunitense più rigida, la Fed potrebbe temporeggiare ed avviare il ciclo ribassista solo nel secondo semestre del 2024.
- **Utili aziendali:** le revisioni degli utili si confermano ben orientate per le società americane, trainate in particolare dal settore tecnologico. Su base relativa, restiamo più fiduciosi nella loro capacità di generare utili in linea con le attese rispetto alle controparti europee.
- **Contesto di rischio:** un'inflazione più persistente sul medio termine, con un conseguente tasso obiettivo della Fed più elevato, rappresenta il principale rischio di mercato. L'aumento del rischio geopolitico potrebbe causare episodi di volatilità nel breve periodo, ma in questa fase

non abbiamo modificato il nostro scenario centrale. Infine, monitoriamo anche i rischi legati alla sostenibilità dei debiti pubblici ed alle elezioni negli Stati Uniti.

## CONVINZIONI DI ALLOCAZIONE

### Azioni

- Pur continuando a ritenere che nel 2024 il contesto macroeconomico resti favorevole per i mercati azionari, nelle ultime settimane una serie di fattori ci ha indotto a proseguire la graduale riduzione del rischio azionario nelle nostre allocazioni. In particolare, lo spettro di un ampliamento del conflitto in Medio Oriente e l'ascesa dei tassi reali americani alterano l'asimmetria dei rischi associati alla detenzione di azioni in portafoglio, soprattutto alla luce delle performance dei principali indici borsistici da inizio anno. Siamo comunque pronti a reinvestire le nostre disponibilità liquide nel caso di una flessione più pronunciata dei mercati.
- Nelle componenti azionarie manteniamo la preferenza per il mercato statunitense, dove la dinamica macroeconomica è più favorevole, mentre la progressiva diffusione dell'Intelligenza Artificiale (IA) nell'economia prosegue e funge da fattore di sostegno. Lo sconto offerto dagli indici europei, legato in particolare al peso significativo dei settori energetico e bancario, può sembrare interessante nell'attuale contesto ma, prima di aumentare la nostra esposizione, preferiamo attendere una maggiore visibilità sulla crescita economica ed una svolta sul fronte degli utili.
- Restiamo costruttivi sulle azioni emergenti e continuiamo a privilegiare un approccio diversificato. Sul breve termine, potremmo assistere ad un ritorno della volatilità nella classe di attivi finanziari in seguito alla recente rivalutazione del dollaro ed all'acuirsi delle tensioni geopolitiche, ma riteniamo che nel medio periodo la dinamica dell'attività economica e l'inversione di tendenza per il ciclo dei semiconduttori favoriranno gli asset emergenti.



Traiettorie di  
**DISINFLAZIONE**  
divergenti



## Obbligazioni

- Il nostro scenario continua a materializzarsi, con il mercato che rivede il numero di tagli dei tassi attesi negli Stati Uniti e, in misura minore, nell'Area Euro. In questo frangente, manteniamo invariate le nostre sensibilità ai tassi (sempre inferiori rispetto agli indici di riferimento). Tuttavia, siamo ora più a nostro agio con i livelli dei tassi a breve termine osservati su entrambe le sponde dell'Atlantico e confermiamo la nostra opinione positiva per i titoli di Stato a breve scadenza. Preferiamo evitare le scadenze più lunghe, esposte ad una maggiore volatilità e meno redditizie. A livello geografico, date le incertezze sull'andamento della disinflazione negli Stati Uniti rispetto all'Area Euro, preferiamo mantenere un'esposizione alla curva europea anziché a quella statunitense nei portafogli denominati in euro.
- Manteniamo invariata la nostra opinione sul debito *corporate* di alta qualità a breve scadenza, che a nostro avviso offre un migliore profilo di rischio/rendimento rispetto alle obbligazioni *high yield*.
- Il debito emergente in valuta locale resta un'ulteriore fonte di diversificazione ed offre un pregevole rendimento, anche se sul breve termine tale segmento potrebbe patire la rivalutazione del dollaro.

## Cambi

- Manteniamo la nostra opinione positiva sul dollaro nel breve periodo. Sebbene il biglietto verde abbia di recente messo a segno un forte *rally*, il rischio che la Fed posticipi i tagli dei tassi potrebbe favorire la valuta. Il suo *status* di valuta rifugio mette inoltre al riparo dal rischio geopolitico nei portafogli diversificati. Sul più lungo termine, diversi fattori strutturali potrebbero pesare sulla valuta.
- Non abbiamo modificato la nostra opinione sul franco svizzero, che non è più sostenuto dalla Banca Nazionale Svizzera (BNS), sullo sfondo di un processo di disinflazione ben avviato nel Paese.
- Sebbene la Banca del Giappone abbia deciso di abbandonare la propria politica di tassi di interesse negativi e potrebbe beneficiare tatticamente di ulteriori interventi della banca centrale, il tasso di cambio continuerà, nel medio termine, a dipendere 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 19 APRILE 2028

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	4,62%	42,26	74,16
Francia 10A	3,01%	21,20	45,30
Germania 10A	2,50%	17,70	47,80
Spagna 10A	3,31%	15,30	32,90
Svizzera 10A	0,81%	11,80	10,80
Giappone 10A	0,85%	10,90	23,70

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	35,38	-1,86%	-3,65%
Titoli di Stato in EUR	201,55	-0,72%	-1,27%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	217,75	-0,06%	0,65%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	332,96	-1,66%	-0,59%
Titoli di Stato USA	302,98	-1,22%	-1,64%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	43,66	-1,76%	-1,07%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9703	0,04%	4,46%
GBP/USD	1,2370	-1,83%	-2,84%
USD/CHF	0,9102	1,42%	8,18%
EUR/USD	1,0656	-1,41%	-3,47%
USD/JPY	154,64	2,13%	9,64%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	18,71	5,65	6,26

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	4.967,23	-5,10%	4,14%
FTSE 100 (Regno Unito)	7.895,85	-0,44%	2,10%
STOXX Europe 600	499,29	-2,03%	4,24%
Topix	2.626,32	-6,64%	10,98%
MSCI World	3.255,62	-5,03%	2,73%
Shanghai SE Composite	3.541,66	-0,09%	3,22%
MSCI Emerging Markets	1.004,17	-3,38%	-1,91%
MSCI Latam (America Latina)	2.399,38	-4,42%	-9,89%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	197,62	-1,78%	-1,57%
MSCI Asia Ex Japan	629,00	-3,69%	-1,95%
CAC 40 (Francia)	8.022,41	-1,59%	6,35%
DAX (Germania)	17.737,36	-2,57%	5,88%
MIB (Italia)	33.922,16	-1,23%	11,76%
IBEX (Spagna)	10.729,50	-1,95%	6,21%
SMI (Svizzera)	11.296,40	-3,05%	1,42%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.599,00	1,58%	-10,92%
Oro (USD/Oncia)	2.391,93	10,46%	15,95%
Greggio WTI (USD/Barile)	83,14	3,11%	16,04%
Argento (USD/Oncia)	28,84	16,82%	19,75%
Rame (USD/Tm)	9.876,00	11,39%	15,39%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	1,75	5,61%	-30,31%

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

	GENNAIO 2024	FEBBRAIO 2024	MARZO 2024	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (19 APRILE 2024)
MIGLIORI	7,81%	9,35%	4,23%	-0,09%	10,98%
	1,59%	5,52%	3,65%	-0,44%	4,24%
	1,39%	5,17%	3,47%	-1,78%	4,14%
	1,14%	4,89%	3,10%	-2,03%	3,22%
	-1,02%	4,63%	3,01%	-3,38%	2,73%
	-1,33%	4,11%	2,32%	-3,69%	2,10%
	-4,68%	1,84%	2,18%	-4,42%	-1,57%
	-4,85%	1,58%	0,61%	-5,03%	-1,91%
	-5,49%	-0,01%	0,56%	-5,10%	-1,95%
PEGGIORI	-6,29%	-0,52%	-0,55%	-6,64%	-9,89%

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/utili 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 Espana (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 Espana con il numero 1545. Immatricolata presso il Registro del Commercio e delle Società di Madrid con il numero T 30.176.F I,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 - Nayel & 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: Getty Images.

Finito di redigere il 19.04.2024.





