



**MONTHLY  
HOUSE VIEW**

Giugno 2024

Il giorno dell'indipendenza

*Architects of Wealth*

• Sommario

01• Editoriale	P3
IL GIORNO DELL'INDIPENDENZA	
02• Macroeconomia	P4
SCENARI IN EVOLUZIONE	
03• Reddito fisso	P6
RITROVARE LA ROTTA NEL SECONDO SEMESTRE	
04• Azioni	P8
UN RALLY PIÙ GENERALIZZATO	
05• Cambi	P10
IL DOLLARO SI PIEGA MA NON SI SPEZZA	
06• Private Markets	P12
INFRASTRUTTURE: AL PASSO CON I MEGA-TREND	
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



Alexandre  
DRABOWICZ  
Chief Investment Officer

Cari Lettori,

Il 6 giugno, giorno in cui quest'anno si celebra l'80° anniversario dello sbarco in Normandia, potrebbe rivelarsi una data importante per i mercati finanziari. Il Consiglio della Banca Centrale Europea (BCE) si riunirà infatti per prendere una decisione storica di politica monetaria, ossia tagliare probabilmente i tassi di interesse dell'Area Euro prima della Federal Reserve (Fed) statunitense.

La presidente della BCE Christine Lagarde aveva definito le mosse della banca centrale come «dipendenti dai dati economici» e non «dipendenti dalla Fed». Con un'inflazione che è diminuita più rapidamente del previsto, raggiungendo il 2,4% a maggio, rispetto ad un picco del 10,6% nell'ottobre 2022, a nostro parere la BCE dovrebbe ridurre i tassi di riferimento quattro volte quest'anno a partire da giugno, operando da due a quattro ulteriori tagli l'anno prossimo per portarli al 2 o al 2,5%.

#### TRAIETTORIE DI POLITICA MONETARIA DIVERGENTI?

Al contrario, l'inflazione americana appare più stabile, tanto da indurre il presidente della Fed Jerome Powell a precisare di non aspettarsi un nuovo rialzo dei tassi e ad invitare gli investitori ad essere «pazienti e a lasciare che la politica restrittiva faccia il suo corso». Numerosi dati indicano un processo di disinflazione più avanzato nell'Area Euro rispetto agli Stati Uniti, il che spiega in larga misura la divergenza delle traiettorie monetarie. Riguardo alla Fed, il mercato resta diviso. Dopo un'inflazione rassicurante a maggio, il mercato prevede ora due tagli a partire da settembre, rispetto ai sette di inizio anno ed all'uno prima che venissero pubblicati i dati sull'inflazione. Dal nostro canto, stimiamo ancora tre tagli per il 2024 ed altrettanti nel 2025 con tassi al 4%, ma una sequenza di due e successivamente quattro riduzioni è ovviamente possibile. Di recente, Jerome Powell ha riconquistato credibilità nella sua politica sull'inflazione, con l'ultimo calo delle vendite al dettaglio che ha riportato in auge tra gli investitori lo scenario «*Goldilocks*».

#### ABBONDANTI LIQUIDITÀ

A inizio anno abbiamo sostenuto che i massicci afflussi nei fondi monetari osservati nel 2023 avrebbero sostenuto in misura significativa i mercati azionari poiché, in caso di flessione dei tassi, questa liquidità avrebbe potuto spostarsi verso gli attivi più rischiosi.

Negli Stati Uniti i flussi permangono consistenti quest'anno, pari ad oltre 200 miliardi di dollari, ma il ritmo è molto più lento rispetto allo scorso anno. Dal loro canto, i flussi verso le azioni ammontano finora a 150 miliardi di dollari, pressoché equivalenti a quelli registrati nell'intero 2023. Sono probabili ulteriori riallocazioni, ma sarà fondamentale capire verso quale parte del mercato gli investitori inizieranno a rivolgersi.

In occasione di una recente conferenza per gli investitori a Parigi, oltre il 52% di essi prevedeva ancora che le azioni sarebbero state le prime della classe quest'anno e la maggioranza si dichiarava «moderatamente ottimista». Non sono i soli: le stesse società continuano ad acquistare le proprie azioni ad un ritmo record. Apple ha annunciato a maggio un nuovo piano per il riacquisto di azioni da 110 miliardi di dollari, il più grande nella storia degli Stati Uniti: dei dieci maggiori piani di *buy-back*, i primi sei sono stati tutti conclusi dalla società che, dal 2012, ha ridotto il numero delle sue azioni del 40%.

Con il miglioramento della situazione macroeconomica in Europa inizia a delinearsi una nuova rotazione. Le società a piccola capitalizzazione sono ancora in difficoltà; negli ultimi tre anni, infatti, l'indice MSCI Europe delle *small cap* ha perso il 30% rispetto all'equivalente delle *large cap*. Tuttavia, cominciamo a guardare con interesse a questa classe di attivi finanziari. Alla luce di valutazioni molto interessanti, una crescita sostenuta degli utili e di massicci deflussi di capitali negli scorsi anni, gli investitori potrebbero tornare a puntare su questo segmento. Sebbene le azioni americane e dei mercati emergenti restino appetibili, riteniamo che gli investitori riflettano ora su cosa manchi nei loro portafogli e siano disposti ad ampliare i loro orizzonti. In tale ottica, le società a piccola capitalizzazione potrebbero diventare una valida alternativa.

In questo numero vi proponiamo un nuovo capitolo sui *Private Markets* e vi invitiamo a leggere l'articolo di Matthieu Roumagnac sul tema delle infrastrutture. D'ora in avanti questa pubblicazione includerà con cadenza trimestrale un capitolo sui *Private Markets*.

Buona lettura.



Lucas MERIC  
Investment Strategist

Dopo diversi trimestri di sovraperformance, i recenti poco brillanti dati macroeconomici statunitensi sollevano dubbi sulla possibilità di un atterraggio morbido dell'economia americana. Al contempo, nelle scorse settimane è emerso un rinnovato ottimismo nell'Area Euro, dove la crescita, l'inflazione e la politica monetaria sembrano orientate positivamente. La dinamica migliora anche in Cina, sebbene la crisi dell'immobiliare e le tensioni commerciali con gli Stati Uniti continuino a rappresentare fattori di rischio.

#### STATI UNITI: UN DIFFICILE EQUILIBRIO

Con una crescita annualizzata dell'1,6% nel primo trimestre del 2024, un rallentamento nella creazione dei posti di lavoro a 175.000 unità e vendite al dettaglio stagnanti ad aprile, l'economia americana mostra segni di rallentamento. Simbolo di questa frenata, le sorprese economiche sono tornate in territorio negativo per la prima volta dall'inizio del 2023, rispecchiando la drastica revisione del *consensus* degli economisti, le cui aspettative sulla crescita statunitense nel 2024 sono state innalzate dallo 0,6% (agosto 2023) al 2,4% di maggio. Si tratta di attese decisamente più ottimistiche per l'economia americana, che lasciano maggiore spazio per sorprese al ribasso come osservato nelle ultime settimane. Gli Stati Uniti non stanno più viaggiando sui livelli di crescita stellari registrati nel secondo semestre del 2023, quando l'economia aveva sfoggiato un'espansione di circa il 4% (annualizzato). Allo stesso tempo, il processo di disinflazione ha subito una battuta d'arresto nel primo trimestre del 2024 a causa della rigidità nella componente dei servizi. Questa combinazione di crescita debole ed inflazione persistente ha riportato alla ribalta il rischio di stagflazione e testimonia inoltre narrative di mercato in continua e rapida evoluzione a seconda dei dati, talvolta volatili ma anche distorti. Il dato di aprile si è rivelato più rassicurante, anche se nel mese l'inflazione dei servizi è rimasta sostenuta allo 0,4%, al di sotto tuttavia del valore medio di 0,55% rilevato nel primo trimestre. Questa distensione sul fronte inflazionistico è stata accolta positivamente dai mercati, così come il rallentamento dei posti di lavoro creati all'inizio del mese.

Infatti, sebbene il declino degli indicatori di crescita possa sollevare dubbi sulla reale tenuta dell'economia americana, a nostro parere tale dinamica è necessaria per percorrere l'«ultimo miglio» dell'inflazione e raggiungere, nello specifico, quell'atterraggio morbido che caratterizza da diversi mesi il nostro scenario. Il punto centrale di questo quadro è il mercato del lavoro e fino a che punto può rallentare; le nostre attese di una crescita robusta negli Stati Uniti quest'anno, con in particolare un leggero rimbalzo nel secondo trimestre del 2024, ci inducono a ritenere che questa fase di regressione sul mercato del lavoro dovrebbe portare il tasso di disoccupazione a circa il 4% a fine 2024 (3,9% ad aprile) senza alcun deterioramento significativo.

#### AREA EURO: SEGNI DI BUON AUSPICIO

Sull'altra sponda dell'Atlantico, le prospettive sembrano meno incerte. Dopo aver chiuso il 2023 con una lieve recessione tecnica, nel primo trimestre del 2024 l'economia del Vecchio Continente è cresciuta dello 0,3%, superando le attese del *consensus* dello 0,1%. L'inflazione permane superiore all'obiettivo della BCE, ma con la componente totale e quella di fondo rispettivamente al 2,4% e 2,7%, si attesta su valori già più confortevoli. Inoltre, le tensioni sul prezzo del petrolio si sono leggermente attenuate, con il Brent in calo di circa il 10% dai massimi di inizio aprile. Infine, mentre i mercati sono ancora in dubbio sul momento in cui la Fed inizierà il suo ciclo ribassisti, tutti sembrano concordare su un primo taglio della BCE a giugno.



**4,7%:**

crescita degli stipendi nell'Area Euro nel primo trimestre del 2024 (su base annua)

A nostro avviso, dopo questo intervento iniziale, nel 2024 i tassi saranno ridotti per complessivi 100 punti base (pb). In tale contesto, il *sentiment* degli investitori e dei direttori agli acquisti è fortemente risalito negli scorsi mesi. Dal suo canto, nonostante sia in miglioramento da fine 2023, la fiducia dei consumatori rimane sottotono, il che si traduce in una prudenza estrema ed in un tasso di risparmio sempre storicamente elevato ad oltre il 14%. I consumatori europei non dovrebbero rimanere prudenti per sempre, con salari in crescita del 4,7% nel primo trimestre del 2024 e un'inflazione appena superiore all'obiettivo. Il potere d'acquisto sta migliorando ed i tagli iniziali dei tassi dovrebbero sostenere la propensione al consumo nell'Area Euro, un fattore chiave nello scenario di una graduale ripresa della crescita in Europa nel 2024.

#### CINA: UN PERCORSO RICCO DI INSIDIE

La dinamica migliora anche in Cina, sostenuta dall'aumento di esportazioni e produzione industriale, mentre le vendite al dettaglio rallentano.

L'immobiliare non mostra segni di stabilizzazione e resta un importante freno per le prospettive di crescita; le autorità cinesi hanno annunciato nuove misure, tra cui un allentamento delle norme sui prestiti ipotecari, incentivando al contempo i governi locali ad acquistare le case invendute dai promotori immobiliari. Anche il commercio internazionale dovrebbe essere al centro dell'attenzione nei prossimi mesi. A maggio la Casa Bianca ha annunciato un incremento dei dazi doganali su alcuni prodotti importati dalla Cina, tra cui semiconduttori, batterie e veicoli elettrici. Tale decisione dovrebbe avere un impatto limitato sulla crescita cinese; il mercato statunitense rappresenta infatti solo una piccola parte delle esportazioni cinesi di questi prodotti. Tuttavia, riporta in auge il tema delle tensioni commerciali a pochi mesi dalle elezioni americane, con Donald Trump che ha già evocato dazi al 60% su tutte le importazioni dalla Cina.

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	0,7%	1,2%	2,3%	2,1%
Cina	4,8%	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>	2,9%	2,7%	-	-

Fonte: Indosuez Wealth Management.

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

La crescita continua a sorprendere al rialzo negli Stati Uniti. I dati economici sono solidi, sostenuti dalla domanda finale, ed il PIL oscilla intorno al 3% annualizzato nel secondo trimestre. I mercati rimangono concentrati soprattutto sull'inflazione.

### BANCHE CENTRALI

Alla riunione della Fed di maggio, Jerome Powell ha ammesso la vischiosità dell'inflazione, lasciando intendere che la banca centrale non è ancora in condizione di tagliare i tassi. Tuttavia, sebbene in passato fosse stato contemplato dai mercati, un rialzo non è all'ordine del giorno. Il *momentum* delle buone notizie economiche è alle spalle e le sorprese negative superano quelle positive. Le possibili delusioni economiche fungeranno nei prossimi mesi da sostegno per la *duration* statunitense. Considerando l'inflazione latente, gli stimoli fiscali e l'avvicinarsi delle elezioni presidenziali, il mercato americano del reddito fisso dovrebbe evolvere entro *range* ristretti.

Spostandoci in Europa, le pubblicazioni per il primo trimestre hanno sorpreso in positivo, soprattutto in Germania. Guardando ai PMI anticipatori, si prospetta un'accelerazione alla fine dell'anno. La BCE ha già espresso la volontà di iniziare a tagliare i tassi a giugno. L'inflazione diminuisce rapidamente nella regione, ma un ciclo aggressivo di allentamento monetario sarà limitato dalle divergenze con l'area del dollaro. La recente sottoperformance su base relativa della *duration* nell'Area Euro pone le basi per una vantaggiosa strategia di *carry* a medio termine.

Riguardo ai titoli indicizzati all'inflazione, i dati americani hanno determinato una correzione per i tassi reali e le aspettative rialziste sulle scadenze più lunghe. In Europa i tassi reali calcolati sulla base dei titoli di Stato tedeschi sono vicini allo 0,5% (grafico 1).

GRAFICO 1: TASSO REALE (BASATO SULLA CURVA TEDESCA), IN %



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



**77 MILIARDI  
DI DOLLARI**  
la domanda degli  
investitori per le  
obbligazioni Boeing

## CREDITO

Nel mese i mercati del credito hanno generato un positivo *excess return* (rendimento in eccesso) grazie ad una leggera compressione dei premi per il rischio, senza però compensare l'ascesa dei tassi per la performance globale. Nel complesso, le nuove emissioni vengono collocate senza alcun premio, quindi al livello del mercato secondario. La domanda degli investitori raggiunge agevolmente da due a quattro volte il volume emesso. Il 1° maggio il costruttore americano di aeroplani Boeing ha raccolto 10 miliardi di dollari sul mercato statunitense su varie scadenze fino a 40 anni, con una domanda aggregata di ben 77 miliardi di dollari.

Nonostante i tassi più elevati, i fondamentali delle società *Investment grade* si dimostrano solidi. La volatilità tra settori ed emittenti resta molto contenuta, a prescindere dai mercati. Questa assenza di volatilità contribuisce alla contrazione dei premi per il rischio, che si attestano ai minimi degli ultimi cinque anni. A livello valutario, il mercato del dollaro si conferma interessante in virtù del suo rendimento totale, sebbene gli *spread* risultino compressi. Gli *spread* dell'Area Euro restano sufficientemente ampi da attirare gli investitori internazionali.

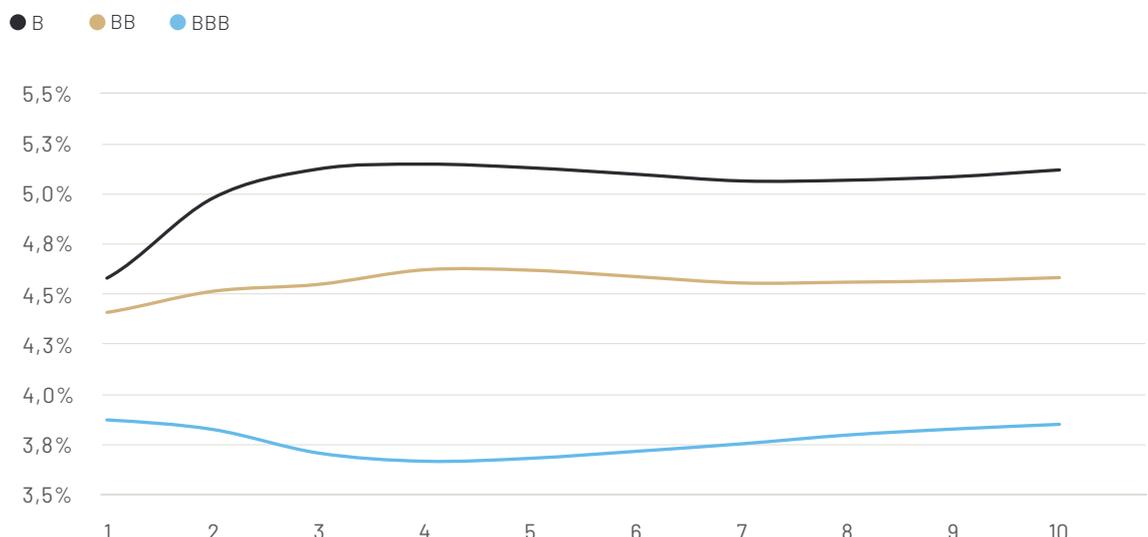
Nonostante abbia chiuso il mese in territorio negativo, il mercato *High yield* ha sovraperformato l'*Investment grade* in ragione della sua *duration* limitata.

Le strutture di capitale più deboli (*stressed e distressed*) sono le più volatili. La migrazione verso l'Europa della «violenza tra creditori» (azionisti, detentori di debito di grado diverso), tipica degli Stati Uniti, attraverso la volatilità idiosincratca di un singolo titolo, è un monito per gli investitori. Queste situazioni aggressive sono il frutto della concorrenza tra creditori per scalare posizioni in vista dei rifinanziamenti, anziché per sanare le loro strutture di capitale.

Negli Stati Uniti sono presenti acquirenti di rendimenti sui *rating* più bassi. Dati gli *spread* storicamente contenuti, restiamo cauti su questo segmento.

In Europa la violenza tra creditori a diversi livelli della struttura di capitale (ad esempio nel settore delle telecomunicazioni) può incidere in futuro sulla fiducia degli investitori. I tassi di *default* restano contenuti (tra il 2% ed il 2,5%) e questa classe di attivi finanziari presenta una maggioranza di emittenti con *rating* BB (grafico 2). L'attuale livello degli *spread* è giustificato dal contesto macroeconomico, dalla propensione al rischio e dai solidi fondamentali delle società in questo segmento. Tuttavia, optiamo per una visione prudente nei mesi a venire; temiamo infatti un aumento del rischio specifico ed un potenziale ritorno della volatilità azionaria, attualmente ai minimi storici.

GRAFICO 2: RENDIMENTO PER RATING E SCADENZA IN EUROPA, IN %



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Laura CORRIERAS  
Equity Portfolio ManagerCon la collaborazione  
del team del Azioni

Da due mesi si osserva un'inversione del *momentum* ed alcune regioni in ritardo, come la Cina ed il Regno Unito, hanno recuperato notevole terreno. Questa maggiore partecipazione al rialzo dei mercati è visibile anche a livello settoriale; infatti, i guadagni non si concentrano più soltanto sui titoli *Growth*, ma si estendono anche ai settori Ciclici e *Value*. Il mercato inizia infine a beneficiare di un sostegno più ampio.

## EUROPA

In Europa la stagione degli utili per il primo trimestre appena conclusa si è rivelata migliore del previsto: il 58% delle società ha infatti pubblicato utili per azione (EPS) superiori del rispetto alle attese del consensus. Inoltre, le previsioni sugli utili per il periodo 2024-2026 sono state riviste al rialzo, con una crescita degli EPS per l'indice MSCI Europe stimata a +10,4% per il 2025 (rispetto al +4,9% per il 2024, si veda la tabella 2). La ripresa della dinamica degli utili conferma la tendenza economica maggiormente positiva in Europa ed il miglioramento del sentiment degli investitori, con il ritorno dei flussi finanziari.

Il mercato europeo è inoltre favorito da una valutazione ancora molto interessante, pari a 13,6x gli utili per il 2025 (rispetto a 19,4x per l'indice americano S&P 500). Il divario a livello di valutazioni è ancora più ampio per i titoli *Value*, scambiati con uno sconto del 50% rispetto agli omologhi *Growth*, il che spiega l'attuale *appeal* di alcuni segmenti del mercato europeo.

Infine, il Regno Unito sembra ben posizionato per sfruttare la crescita degli investimenti: le azioni britanniche sono molto esposte ai settori *Value* (energia, materie prime, finanziari), con una politica di dividendi tra le più generose al mondo che garantisce un ritorno per gli azionisti. Inoltre, questo mercato esibisce al momento uno sconto di valutazione senza precedenti rispetto all'indice MSCI World.

## STATI UNITI

Dopo alcune prese di profitto ad aprile, i mercati americani hanno ripreso la loro corsa, raggiungendo a maggio nuovi massimi storici. Tuttavia, il rialzo non si concentra più solo sui «Magnifici 7», che hanno trainato la performance del mercato nel 2023. Alcuni di questi titoli, come Tesla ed Apple, esibiscono persino performance annue inferiori rispetto a quelle dell'indice S&P 500. Al contrario, il *rally* del mercato si è esteso ai settori ciclici come l'energia ed i finanziari.



## MSCI EUROPE

crescita degli  
EPS nel  
**2025**  
stimata a  
**+10,4%**

TABELLA 2: CRESCITA DEGLI UTILI PER AZIONE

	2024	12 mesi	2025
MSCI USA	10,5	11,7 ↑	14,1 ↑
MSCI Europe	4,9	6,7 ↑↑	10,4 ↑↑
MSCI Japan	10,0	9,4	8,1
MSCI China	10,6	11,3 ↑	12,8 ↑

Fonti: FactSet, Indosuez Wealth Management.



Questo ampliamento è visibile anche a livello di temi d'investimento. Dopo aver privilegiato i giganti tecnologici ed i produttori di semiconduttori specializzati, gli investitori rivolgono ora lo sguardo ad altri anelli nella catena del valore, come i fornitori di servizi *cloud*, i *data center* ed i produttori di elettricità, attori imprescindibili per alimentare le macchine di calcolo dell'Intelligenza Artificiale (IA).

Sullo sfondo di un'economia ancora molto robusta, supportata da numerosi piani di sostegno, i motori di crescita e le opportunità d'investimento restano quindi presenti.

## ASIA

Le azioni cinesi e taiwanesi hanno messo a segno un deciso rimbalzo dai primi di marzo 2024. Da inizio anno l'indice MSCI China addirittura sovraperforma l'omologo MSCI US<sup>1</sup>.

Gli ultimi dati commerciali cinesi superiori alle attese, la revoca delle restrizioni sugli acquisti di immobili e la probabile abolizione dell'imposta sui dividendi hanno contribuito a migliorare il *sentiment* nei confronti del mercato e favorito un ritorno dei flussi nella regione. Sebbene di recente si siano intensificate le tensioni tra Cina e Stati Uniti, con l'aumento dei dazi doganali su alcuni prodotti cinesi, queste misure sembrano essere soprattutto simboliche e di natura politica in vista delle presidenziali americane. Per il momento, l'impatto sulla Cina appare limitato.

Inoltre, la stagione degli utili si è rivelata molto positiva per i pesi massimi tecnologici di Taiwan e Corea, in particolare lungo tutta la *supply chain* dell'alta tecnologia (IA/*cloud/server*).

In India la dinamica azionaria ha ultimamente perso vigore, ma la crescita dei fondamentali permane intatta e le elezioni generali in corso potrebbero fungere da fattore di sostegno.

## STILE D'INVESTIMENTO

Nonostante gli elevati rendimenti obbligazionari ed una stagionalità meno favorevole, lo stile *Quality* è sempre apprezzato dagli investitori alla ricerca di protezione dai rischi geopolitici e dalla volatilità dei mercati. Sebbene anche i titoli *Growth* siano sotto pressione a causa degli alti tassi di interesse, continuano a comportarsi bene in particolare negli Stati Uniti, sempre sostenuti dal più ampio tema dell'IA.

Al contempo, i titoli *Value* e le piccole e medie imprese, soprattutto in Europa, sono oggetto di un rinnovato interesse. Questi titoli cosiddetti *Value* beneficiano di una dinamica economica più solida del previsto in Europa e di una ripresa in Cina, molto favorevole per gli operatori ciclici europei. Inoltre, le società a piccola capitalizzazione, dati i loro forti sconti e l'esposizione alle tematiche del *reshoring* e della reindustrializzazione, sono di nuovo percepite come pregevoli opportunità dagli investitori.

1 - Al 17.05.2024 il MSCI China esibisce una performance annua del 15,6% rispetto all'11,6% del MSCI US (entrambi i dati in dollari).



Maxime GARCIA  
Investment Strategist

La valuta americana dovrebbe riprendersi nel prossimo futuro. Gli interventi della banca centrale giapponese non cambiano la situazione per lo yen. Le posizioni ad alto rischio assunte dagli speculatori cinesi sull'oro ci inducono alla cautela.

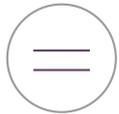
#### DOLLARO USA: UNA RINASCITA ALL'ORIZZONTE

Il dollaro è in leggera difficoltà da metà aprile, con perdite dell'1,5% rispetto alle valute dei suoi principali *partner* commerciali. Questa tendenza, a nostro avviso, è principalmente da attribuire al rallentamento della dinamica macroeconomica americana, che ha comportato una revisione dei tagli della Fed rispetto alle altre maggiori banche centrali a scapito del biglietto verde. È tuttavia importante ricordare che, sebbene gli Stati Uniti stiano perdendo slancio, ci aspettiamo ancora una crescita americana solida che dovrebbe sostenere il dollaro. Inoltre, la traiettoria inflazionistica statunitense è più rigida del previsto e diverge da quelle dei principali *partner* commerciali, innanzitutto l'Europa. Riteniamo che questa divergenza dovrebbe tornare ad essere decisiva per i movimenti sul mercato dei cambi, favorendo anche in questo caso il dollaro. La valuta americana resta inoltre un *asset* privilegiato per mettersi al riparo dal rischio di stagflazione. Infine, le elezioni americane si avvicinano rapidamente ed i candidati alla Casa Bianca sembrano entrambi decisi ad imporre dazi doganali. Quale impatto potrebbero avere sulla valuta americana? Robert Mundell, premio Nobel per l'economia, fornisce la seguente risposta: «Promettendo di migliorare, attraverso l'imposizione di dazi doganali, la bilancia dei pagamenti sottostante del Paese importatore, si produce un rafforzamento della valuta nazionale sul mercato dei cambi».

Un altro argomento a favore di una possibile ripresa sul breve termine del dollaro. Confermiamo quindi la nostra visione costruttiva sul biglietto verde.

#### EURO: FORZE CONTRASTANTI

L'euro recupera terreno da metà aprile, guadagnando il 2%. Sostenuta da una pregevole dinamica macroeconomica, la moneta unica ha beneficiato di un favorevole andamento del differenziale dei tassi a 2 anni con gli Stati Uniti. Una situazione che a nostro parere non durerà poiché, come menzionato nel paragrafo precedente, l'attenzione degli investitori dovrebbe tornare molto presto a concentrarsi sulle divergenze inflazionistiche. Alla luce di un'inflazione prossima al 2% che dovrebbe indurre la BCE a tagliare i tassi di riferimento prima ed in maniera più incisiva della Fed, l'euro dovrebbe patire questo cambio di orientamento degli investitori. Per contro, con una ripresa del *momentum* macroeconomico, tensioni geopolitiche che diminuiscono ed un prezzo del petrolio in calo di circa l'8% nell'arco di un mese, il *sentiment* per l'Area Euro potrebbe restare positivo, almeno nel breve periodo, e trainare la valuta. In conclusione, riteniamo che la coppia EUR/USD dovrebbe continuare ad evolvere in un *range* compreso tra 1,075 e 1,10.



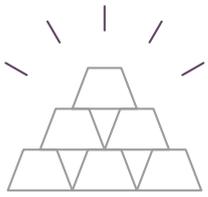
#### L'EUR/USD

resterà in un *range*  
compreso tra  
1,0750 E 1,10



### YEN GIAPPONESE: INTERVENTI VANI

La Banca del Giappone è intervenuta una seconda volta all'inizio di maggio, a riprova della battaglia del governo per sostenere lo yen. Tuttavia, l'impatto di questi interventi si è rivelato marginale e di breve durata, con la valuta che ha ceduto nell'ultimo mese l'1,2% rispetto al dollaro. I fondamentali dello yen restano infatti mediocri, con consumi deboli che impediscono all'inflazione di radicarsi ed un divario ancora molto ampio tra i tassi americani e quelli giapponesi finché la Fed non taglierà i suoi tassi di riferimento. Manteniamo quindi una visione neutrale a breve termine, con un obiettivo compreso tra 152 e 158 per l'USD/JPY.



Posizioni in oro per

**4 MILIARDI  
DI DOLLARI**

aperte da un'unica  
società

### FRANCO SVIZZERO: LA BNS SEMPRE AL LAVORO

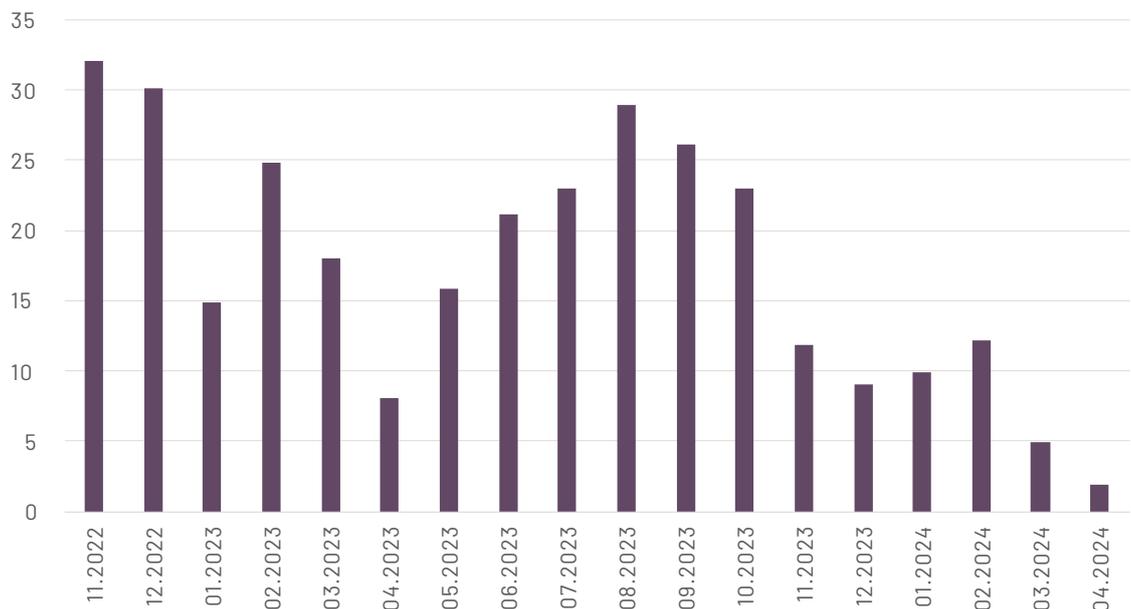
Il franco svizzero ha continuato ad indebolirsi da quando la Banca Nazionale Svizzera (BNS) ha inaspettatamente tagliato i tassi di interesse a marzo. Il mercato ha inizialmente testato la resistenza a 0,92 sull'USD/CHF prima di tornare verso quota 0,90. Le riserve valutarie continuano ad aumentare di mese in mese dalla riunione di dicembre 2023; questo suggerisce che la banca centrale opera sul mercato dei cambi vendendo franchi svizzeri contro dollari, per far calare leggermente il corso della sua valuta ed evitare che l'inflazione

si attesti stabilmente troppo sotto l'obiettivo del 2%. Se a ciò si aggiunge la costante incertezza sul ciclo ribassista della Fed, riteniamo che sia opportuno restare leggermente costruttivi sulla coppia USD/CHF.

### ORO: LA CAUTELA È D'OBBLIGO

L'oro ha oltrepassato quota 2.450 dollari l'oncia, proseguendo il rally in atto dall'inizio di ottobre. Le tensioni in Medio Oriente e gli acquisti delle banche centrali sono stati i principali motori della performance. Tuttavia, il rischio geopolitico diminuisce e gli acquisti delle banche centrali, quella cinese in testa, sono sempre più contenuti. Infine, anche gli speculatori cinesi sembrano aver di recente aiutato il corso dell'oro, con massicce posizioni aperte per 295 tonnellate sullo Shanghai Futures Exchange (grafico 3). Di queste 295 tonnellate, 50, pari a 4 miliardi di dollari, sarebbero state effettuate da una singola società. Una situazione ad alto rischio, che ci induce alla prudenza sul corso del metallo giallo.

GRAFICO 3: ACQUISTI DI ORO DELLA BANCA CENTRALE CINESE, IN TONNELLATE



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



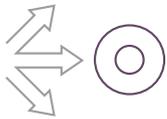
Matthieu ROUMAGNAC

Private Markets - Head of Real Assets Investments

Inizialmente associato a rendimenti modesti su periodi molto lunghi, il settore delle infrastrutture è oggetto di una straordinaria trasformazione, favorita dai grandi trend sociali legati alla decarbonizzazione, alla digitalizzazione ed alla mobilità. Puntando sulle società di servizi coinvolte in queste dinamiche, le infrastrutture cambiano volto per affermarsi come una classe di attivi finanziari a pieno titolo.

### DECARBONIZZAZIONE

Sotto l'impulso dell'opinione pubblica e dei governi, il processo di decarbonizzazione è in pieno slancio. La produzione di energie rinnovabili, in particolare la costruzione di pannelli solari e turbine eoliche, presenta ancora fondamentali interessanti, anche se le incertezze normative e l'impatto dell'inflazione sui costi invitano alla prudenza. I fondi infrastrutturali tendono quindi a diversificare i loro investimenti attraverso società attive nel settore delle energie rinnovabili, a complemento dello sviluppo diretto degli asset di produzione. Con il termine decarbonizzazione si intende anche la riduzione dei consumi energetici, con dispositivi di misurazione nelle case, negli uffici e nelle fabbriche. Infine, riguarda anche l'elettrificazione dei mezzi di trasporto, sia per uso individuale che collettivo. Peraltro, in un contesto geopolitico persistentemente instabile, le sfide della sicurezza energetica rappresentano un argomento convincente a favore delle fonti locali. La quota delle rinnovabili nel mix energetico dovrebbe aumentare di oltre l'1% all'anno, fino a raggiungere il 52% nel 2050, rispetto all'attuale 20%.



Quota delle energie rinnovabili:

52%

previsto entro il 2050

### DIGITALIZZAZIONE

Alle tradizionali vie di comunicazione destinate a persone e merci si aggiungono ora i canali digitali. Le reti in fibra ottica e le torri di telecomunicazione sono oggi strumenti cruciali per il corretto funzionamento delle società e delle economie. La costruzione e l'implementazione di questi asset ad alta intensità di capitale rappresentano incredibili opportunità per i gestori di fondi infrastrutturali, che investono sia autonomamente sia insieme ad operatori delle telecomunicazioni.

Il tema delle infrastrutture digitali comprende anche i *data center*. L'esplosione dei volumi di dati scambiati genera una domanda esponenziale di capacità di archiviazione. L'ascesa dell'IIA è l'ultimo *driver* in ordine cronologico di questo ecosistema. L'avvento di fondi infrastrutturali, in particolare americani, dedicati esclusivamente alle infrastrutture digitali, conferma l'attrattiva di questo segmento di mercato, la sua natura imprescindibile e le sue prospettive di performance.

### MOBILITÀ

Il tema della mobilità si colloca a metà tra la transizione energetica e la digitalizzazione. In primo luogo, riunisce le attività legate ai veicoli elettrici, che siano ibridi o completamente elettrificati, per uso individuale o collettivo come le flotte di autobus o navi. La produzione di batterie, le stazioni di ricarica, i sistemi di guida e sicurezza sono tutte opportunità per i fondi infrastrutturali di investire in società innovative ed in forte crescita. Tuttavia, sarebbe riduttivo limitare il segmento della mobilità all'elettrificazione. Il *leasing* di veicoli, anche nel settore ferroviario, è in piena espansione, con performance interessanti a fronte di un livello di rischio contenuto. Per contro, aeroporti ed autostrade, gli asset di punta dei primi fondi infrastrutturali all'inizio degli anni 2000, hanno perso parte del loro fascino. Questo è dovuto ai lunghi periodi di detenzione ed alla dipendenza dalle autorità pubbliche.



#### UN'OPPORTUNITÀ GENERAZIONALE

In un momento in cui i *mega-trend* ad alta intensità di capitale sono ormai consolidati, le capacità di finanziamento dei governi sembrano molto limitate. Il divario tra gli investimenti previsti ed il fabbisogno effettivo per assicurare infrastrutture essenziali è stimato in 15.000 miliardi di dollari entro il 2040. I governi, storicamente promotori, artefici e finanziatori di grandi progetti infrastrutturali, assumono in prevalenza il ruolo di regolatori, definendo linee guida generali e fornendo incentivi attraverso la tassazione. Ne è un esempio l'*Inflation Reduction Act* statunitense introdotto nel 2022. Per gli operatori privati, in grado di combinare competenze industriali e *know-how* finanziario, si tratta quindi di un'opportunità d'investimento generazionale. Tanto più che la possibilità di investire nelle società del settore, e non soltanto negli *asset*, offre prospettive di rendimento più brevi ed interessanti. Pertanto, da una decina d'anni i grandi gestori dei *Private Markets* lanciano i propri fondi infrastrutturali, attingendo ai metodi collaudati del *Private Equity*.

#### QUAL È IL RUOLO DI QUESTI ASSET IN UN PORTAFOGLIO?

Nell'ultimo decennio gli attivi in gestione nei fondi infrastrutturali sono quintuplicati, oltrepassando quota 1.300 miliardi di dollari. Dal 2023 le prospettive di crescita del patrimonio gestito hanno favorito un consolidamento dei gestori infrastrutturali, segno della fiducia nel settore. *Mega-trend* sociali con innovazioni tecnologiche, fornitura di servizi essenziali, barriere all'ingresso, indicizzazione all'inflazione: i fondamentali sono interessanti per gli investitori privati che, accanto alle allocazioni in *Private Equity*, debito privato ed immobiliare, possono contare su una gradita diversificazione nei loro portafogli di *Private Markets*. Alle strategie a basso rendimento del passato, note come *Core*, preferiamo strategie più sofisticate, che presentano un periodo d'investimento ed obiettivi di performance più simili a quelli del *Private Equity* tradizionale. Tuttavia, la proliferazione degli operatori impone un approccio prudente e, come sempre nei *Private Markets*, la selezione dei gestori è di fondamentale importanza.



15.000 MILIARDI  
DI DOLLARI

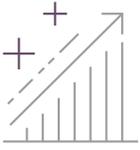
il deficit di  
finanziamento delle  
infrastrutture entro  
il 2040



Grégory STEINER  
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE  
Portfolio Manager



Una  
**FUTURA RIPRESA**  
delle *small e mid cap*  
europee?

### SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** confermiamo la nostra previsione di crescita del 2,5% negli Stati Uniti per il 2024, un valore sul quale è ormai allineato il *consensus* degli economisti. Nonostante la normalizzazione dell'attività economica oltreoceano, i consumi reggono e dovrebbero continuare ad essere sostenuti da un mercato del lavoro in rallentamento ma sempre solido. Abbiamo rivisto al rialzo le previsioni di crescita per l'Area Euro (+0,7%), in linea con le positive sorprese economiche del primo trimestre, ed anche per la Cina (+4,8%) dove si assiste ad un'accelerazione delle misure di allentamento.
- **Inflazione:** prosegue la disinflazione nelle economie avanzate, anche se le traiettorie dovrebbero divergere. Gli ultimi dati sull'inflazione nell'Area Euro mostrano un rallentamento degli aumenti dei prezzi più diffuso rispetto agli Stati Uniti, dove persistono le pressioni inflazionistiche, in particolare nei settori ad alta intensità di manodopera. I rischi permangono orientati al rialzo.
- **Banche centrali:** prevediamo che la BCE proceda al primo taglio dei tassi a giugno, seguito da ulteriori tre riduzioni di 25 punti base (pb) entro la fine dell'anno. Sull'altra sponda dell'Atlantico permangono le incertezze, data la minore visibilità sul processo di disinflazione americano. Pur continuando a ritenere che la Fed inizierà il proprio ciclo ribassista nel secondo semestre e taglierà i tassi di 75 pb quest'anno, riconosciamo l'esistenza di uno scenario alternativo in cui l'istituto si dimostrerà più paziente.
- **Utili aziendali:** l'ultima stagione degli utili ha confermato i pregevoli fondamentali delle società nel primo trimestre. Le revisioni degli utili restano positive negli Stati Uniti, mentre nell'Area Euro il *sentiment* sembra essere ad un punto di svolta in concomitanza con il miglioramento del quadro economico.

- **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. Monitoriamo anche i rischi legati all'evoluzione dei conflitti geopolitici, alla sostenibilità dei debiti pubblici ed alle future elezioni negli Stati Uniti. In questo contesto, la bassa volatilità azionaria contribuisce a proteggere i portafogli a costi contenuti.

### CONVINZIONI DI ALLOCAZIONE

#### Azioni

- Il nostro scenario costruttivo per l'economia globale nel 2024 ci induce a restare strategicamente positivi sui mercati azionari per il resto dell'anno. Manteniamo un sovrappeso azionario nelle nostre allocazioni, per quanto sia stato di recente ridotto alla luce della solida performance dei principali indici borsistici e data la probabilità più remota di ulteriori sorprese positive sulla crescita americana rispetto a qualche mese fa. Restiamo vigili per approfittare di eventuali ribassi dei mercati e reinvestire le liquidità disponibili.
- Manteniamo la nostra preferenza per le grandi capitalizzazioni americane e le azioni emergenti, con queste ultime che hanno inoltre beneficiato delle buone notizie provenienti dalla Cina. In Europa riteniamo che la svolta in atto nella dinamica degli utili, unita al miglioramento del sentiment macroeconomico ed ai primi tagli dei tassi di riferimento, potrebbe favorire le società a piccola e media capitalizzazione. Dopo aver accumulato un ritardo di circa il 30% rispetto alle large cap negli ultimi tre anni, ossia dal 2021, questo segmento, a nostro parere, può recuperare terreno nell'attuale contesto.



## Obbligazioni

- Le aspettative di tagli dei tassi da parte di Fed e BCE sono state ampiamente riviste al ribasso e risultano ora più conservative rispetto alle nostre stime. Nell'ambito di una gestione diversificata, abbiamo tatticamente aumentato la sensibilità ai tassi dell'Area Euro, data la maggiore visibilità sul processo di disinflazione e sul ciclo ribassista. Continuiamo a prediligere le parti più brevi della curva dei tassi, che offrono rendimenti più elevati e presentano migliori valutazioni. Al contrario, le scadenze più lunghe potrebbero risentire di una ricostituzione del premio a termine.
- Manteniamo invariata la nostra visione sul debito societario *Investment grade* a breve scadenza come pure sul debito subordinato, segmenti che offrono un interessante rendimento aggiuntivo rispetto al rischio assunto. Il segmento di migliore qualità nell'universo *High yield* può contribuire ad incrementare in modo significativo il rendimento delle componenti obbligazionarie, anche se occorre essere selettivi. Al contrario, preferiamo evitare il segmento più rischioso.

## Cambi

- Manteniamo il nostro giudizio positivo sul dollaro. Sebbene di recente il suo rally abbia perso slancio, il biglietto verde funge da interessante copertura contro uno scenario alternativo in cui i tagli dei tassi della Fed sono posticipati e da valuta rifugio qualora il rischio geopolitico dovesse riaffiorare.
- Malgrado l'ascesa dei tassi reali, l'oro ha raggiunto un nuovo massimo, sostenuto, da un lato, dalla recrudescenza del rischio geopolitico e, dall'altro, dai massicci acquisti effettuati dalle banche centrali dei Paesi emergenti. Oggi questi fattori di sostegno sembrano affievolirsi. Anche alla luce delle importanti posizioni speculative sul mercato (si veda Cambi, pagina 10), optiamo per un approccio leggermente più cauto sul metallo giallo.

## 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 23 MAGGIO 2024



TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	4,48%	-22,72	59,76
Francia 10A	3,06%	-6,30	50,70
Germania 10A	2,60%	-3,40	57,40
Spagna 10A	3,35%	-7,90	37,00
Svizzera 10A	0,83%	2,10	13,20
Giappone 10A	1,00%	10,30	38,90

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	36,30	2,45%	-1,15%
Titoli di Stato in EUR	201,45	0,26%	-1,32%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	220,01	0,89%	1,70%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	339,13	1,55%	1,25%
Titoli di Stato USA	305,54	1,00%	-0,81%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	44,12	1,10%	-0,02%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9889	1,03%	6,46%
GBP/USD	1,2699	1,48%	-0,25%
USD/CHF	0,9143	0,23%	8,66%
EUR/USD	1,0815	0,79%	-2,03%
USD/JPY	156,93	0,82%	11,27%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE YTD (PUNTI)
VIX	12,77	-2,60	0,32

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	5.267,84	4,35%	10,44%
FTSE 100 (Regno Unito)	8.339,23	3,22%	7,84%
STOXX Europe 600	521,56	3,82%	8,89%
Topix	2.754,75	3,42%	16,41%
MSCI World	3.446,43	4,23%	8,75%
Shanghai SE Composite	3.641,79	3,16%	6,14%
MSCI Emerging Markets	1.091,37	6,10%	6,61%
MSCI Latam (America Latina)	2.419,94	-0,05%	-9,12%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	201,42	2,68%	0,32%
MSCI Asia Ex Japan	697,74	7,31%	8,76%
CAC 40 (Francia)	8.102,33	1,07%	7,41%
DAX (Germania)	18.691,32	4,32%	11,58%
MIB (Italia)	34.467,67	1,56%	13,56%
IBEX (Spagna)	11.311,10	2,98%	11,97%
SMI (Svizzera)	11.966,75	6,27%	7,44%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.598,00	0,25%	-10,94%
Oro (USD/Oncia)	2.329,27	-0,14%	12,91%
Greggio WTI (USD/Barile)	76,87	-8,02%	7,29%
Argento (USD/Oncia)	30,28	10,72%	25,73%
Rame (USD/Tm)	10.417,50	5,60%	21,71%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	2,66	62,21%	5,69%

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

	FEBBRAIO 2024	MARZO 2024	APRILE 2024	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (23 MAGGIO 2024)
	9,35%	4,23%	10,98%	7,31%	16,41%
	5,52%	3,65%	4,24%	6,10%	10,44%
	5,17%	3,47%	4,14%	4,35%	8,89%
	4,89%	3,10%	3,22%	4,23%	8,76%
	4,63%	3,01%	2,73%	3,82%	8,75%
	4,11%	2,32%	2,10%	3,42%	7,84%
	1,84%	2,18%	-1,57%	3,22%	6,61%
	1,58%	0,61%	-1,91%	3,16%	6,14%
	-0,01%	0,56%	-1,95%	2,68%	0,32%
	-0,52%	-0,55%	-9,89%	-0,05%	-9,12%

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

MIGLIORI



PEGGIORI





**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 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 - 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: Adobe Stock.

Finito di redigere il 23.05.2024.



