

MONTHLY HOUSE VIEW

Marzo 2025

Nuovi massimi

• Sommario

01• Editoriale	P3
NUOVI MASSIMI	
02• Macroeconomia	P4
INNALZARSI AL DI SOPRA DI TRUMP	
03• Reddito fisso	P6
IL PREZZO DELLA DISUNIONE	
04• Azioni	P8
UN RINNOVATO OTTIMISMO IN EUROPA	
05• Cambi	P10
“TARIFF MAN”, IL DILEMMA DEL DOLLARO E LA CORSA ALL’ORO	
06• Private Markets	P12
L’IMPATTO DI TRUMP SUL MERCATO DEL PRIVATE EQUITY	
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 ritorno di Donald Trump alla Casa Bianca ha certamente attirato l'attenzione dei media, con una posizione aggressiva sull'introduzione di dazi che ha sorpreso molti esperti geopolitici. "Prima Colpire, dopo discutere" sembra essere il suo nuovo mantra, come dimostrano le reazioni iniziali del Canada e del Messico, che suggeriscono un potenziale spostamento verso una maggiore cooperazione sui temi dell'immigrazione e forse una forma di adesione con l'amministrazione Trump. La domanda cruciale rimane se le politiche di crescita finiranno per trionfare sulle misure protezionistiche.

INFLAZIONE: DOBBIAMO PREOCCUPARCI?

Una guerra tariffaria su larga scala, che porti ad un'escalation incontrollata e a dazi duraturi, non giova a nessuno, soprattutto ai consumatori americani. Sebbene il picco di inflazione di gennaio abbia suscitato alcune preoccupazioni, era principalmente dovuto a fattori stagionali, simili all'aumento dell'inflazione che abbiamo conosciuto nel primo trimestre del 2024. Le aspettative di aumento dell'inflazione al consumo fanno notizia, anche se questo aumento è notevolmente influenzato da pregiudizi politici, in particolare tra gli elettori democratici.

L'impatto potenziale dei dazi rimane una preoccupazione importante per gli investitori. Nonostante la volatilità del mercato e le notizie negative, le azioni americane hanno raggiunto un nuovo massimo a febbraio, sostenute dalla stabilizzazione dei rendimenti obbligazionari e da una stagione degli utili solida, con un miglioramento dei margini aziendali. Questo rafforza la nostra fiducia nel mantenere una posizione pro-rischio nei nostri portafogli.

EUROPA: PUÒ MANTENERE IL PROPRIO SLANCIO?

Nonostante le turbolenze legate ai dazi, l'Europa si è imposta come il secondo mercato azionario più performante dell'anno, con l'EURO STOXX 50 che ha raggiunto il livello più alto degli ultimi 25 anni, principalmente a causa della rivalutazione delle valutazioni. La risoluzione del conflitto in Ucraina e una riforma del freno al debito in Germania sono due catalizzatori che potrebbero stimolare la continua sovraperformance delle azioni europee.

Lo scenario ottimista per le azioni europee si basa su tre fattori: valutazioni interessanti rispetto agli altri mercati, un euro più debole che dovrebbe favorire la crescita degli utili e una politica monetaria accomodante. Tuttavia, l'Europa ha bisogno di tre elementi aggiuntivi: un miglioramento continuo dei dati macroeconomici, una ripresa della crescita dei profitti e un ritorno dei flussi di investimento. Con una crescita degli utili del solo 2% nel quarto trimestre per l'Europa contro l'11% degli Stati Uniti, il divario tra le due regioni parla da sé. Attendiamo ulteriori segnali prima di rivedere le nostre prospettive.

CINA: SEGNI DI RIPRESA

Tra i principali indici azionari, l'Hang Seng è stato finora il miglior performer del 2025. I dazi del 10% annunciati sulla Cina rientrano nella fascia bassa attesa dai mercati. Inoltre, i progressi tecnologici della Cina nell'intelligenza artificiale (IA), illustrati da DeepSeek, hanno portato ad un forte aumento delle azioni tecnologiche cinesi.

Vediamo anche segnali positivi nell'economia in generale: le vendite di veicoli hanno raggiunto nuovi massimi, gli incassi della Golden Week cinese sono stati i più alti mai registrati e i prezzi degli immobili nelle nuove vendite di case stanno finalmente migliorando. Francis Tan, nostro Chief Strategist per l'Asia, rimane ottimista, suggerendo che questo potrebbe essere l'inizio di un miglioramento prolungato ma graduale per la Cina e il resto dell'Asia.

ORO: UN'ASCESA FULMINEA

Nel frattempo, l'oro ha superato il suo picco di ottobre, raggiungendo nuovi massimi. Gli ultimi dati del World Gold Council indicano che le banche centrali hanno acquistato più di 1.000 tonnellate di oro nel 2024 per il terzo anno consecutivo. La Banca Popolare Cinese ha ripreso i suoi acquisti di oro a novembre dopo una pausa di sei mesi, con l'obiettivo di diversificare le proprie riserve. Oltre alle istituzioni ufficiali, le partecipazioni degli ETF in oro in Cina hanno raggiunto un livello record, riflettendo un interesse diffuso degli investitori. Inoltre, la Cina ha recentemente annunciato che gli assicuratori possono ora investire fino all'1% dei loro asset in oro, alimentando ulteriormente la domanda. Restiamo positivi sull'oro, poiché questo cambiamento strutturale della domanda mondiale è improbabile che svanisca presto.

Vi auguriamo una piacevole lettura!



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

I dazi hanno portato molta incertezza e i colloqui di pace in Ucraina sono stati tutto tranne che pacifici, ma sono riusciti a riunire gli europei (compreso il Regno Unito) attorno allo stesso tavolo. Mentre gli Stati Uniti affrontano la paura dell'inflazione, l'Europa si sforza di migliorare la visibilità delle politiche. La Cina sembra elevarsi al di sopra dei dazi di Trump, concentrandosi sulla ripresa della domanda interna e sulla tecnologia.



Lo scenario di
CRESCITA
degli
STATI UNITI
rimane solido

STATI UNITI: TRUMP RALLENTA IL PROCESSO DI DISINFLAZIONE

L'amministrazione Trump ha identificato tre utilizzi principali dei dazi: la negoziazione, il trattamento delle pratiche commerciali sleali e dei deficit commerciali, e la generazione di entrate. Attualmente, i dazi e la minaccia di ritirare lo scudo di sicurezza americano fungono da importanti strumenti di negoziazione. Tuttavia, questa strategia introduce incertezza per i consumatori e le imprese americane, il che potrebbe smorzare il clima economico e aumentare le aspettative di inflazione, portando a un rischio di stagflazione. Nonostante queste sfide, prevediamo un approccio pragmatico da parte di Donald Trump, che si riflette in una modesta revisione al rialzo del nostro scenario di inflazione di 25 punti base (pb) a causa dei dazi di reciprocità annunciati da Trump, ma anche quelli su acciaio e alluminio. Dall'elezione di Donald Trump, il nostro scenario di inflazione per il 2025 è stato aggiustato al rialzo di un totale di 50 pb, ritardando (ma non fermando) il processo di disinflazione.

Continueremo a monitorare le aspettative dei consumatori in materia di inflazione. Il sondaggio sul sentiment dei consumatori del Michigan, sebbene fortemente influenzato da pregiudizi politici, ha indicato un aumento significativo delle aspettative di inflazione. Tuttavia, il sondaggio della Federal Reserve (Fed) di New York ha mostrato aspettative invariate, suggerendo che le aspettative di inflazione rimangono ancorate (per ora).

Nonostante queste preoccupazioni inflazionistiche, lo scenario di crescita degli Stati Uniti rimane solido, con un allentamento delle condizioni finanziarie. Il mercato del lavoro continua a essere robusto, con una media di 237.000 posti di lavoro non agricoli creati negli ultimi tre mesi e un tasso di disoccupazione del 4%. Questo livello di occupazione stabile sostiene uno scenario di atterraggio morbido. L'economia americana ha mostrato una forte crescita sottostante nel quarto trimestre del 2024 (a un tasso annualizzato del 2,3%), con il consumo personale che rimane il principale motore della crescita. Quest'ultimo è aumentato del 4,2%, il livello più alto dal primo trimestre del 2023, probabilmente sostenuto dall'anticipazione dei consumatori di fronte ai dazi di Trump, spiegando così la debolezza delle vendite al dettaglio a gennaio. In futuro, prevediamo che il consumo rimarrà il principale motore della crescita, poiché la crescita dei salari continua a superare l'inflazione (4,1% per i redditi orari medi a gennaio).

EUROPA: IL SENTIMENTO RAGGIUNGE IL SUO PUNTO PIÙ BASSO

L'economia dell'Area Euro ha mostrato una stagnazione nel quarto trimestre del 2024, con una contrazione delle economie tedesca e francese (rispettivamente del -0,2% e -0,1% in termini trimestrali), mentre paesi dell'Europa meridionale come la Spagna (0,8%) e il Portogallo (1,5%) hanno beneficiato degli investimenti europei. L'incertezza politica ha portato i consumatori a limitare le loro spese e le imprese a ridurre i loro investimenti a causa della mancanza di chiarezza delle politiche e della competitività. L'aumento dei prezzi del gas naturale ha comportato un aumento dell'inflazione a gennaio (dal 2,4% al 2,5% su base annua).



I sondaggi sull'occupazione indicano un mercato del lavoro leggermente deteriorato (seppure da livelli molto stretti), e l'indicatore dei salari della Banca Centrale Europea (BCE) mostra un rallentamento significativo della crescita salariale nel 2025 (all'1,5% contro il 5,3% nel quarto trimestre del 2024), il che è favorevole per le prospettive di inflazione.

Nonostante l'assenza di miglioramenti tangibili nella situazione economica dell'Area Euro, il livello di fiducia dovrebbe migliorare nei prossimi mesi. L'Europa sta voltando pagina? Sviluppi chiave, come potenziali colloqui di pace in Ucraina, discussioni su uno stimolo per la difesa, le elezioni tedesche e gli investimenti della Francia nell'IA, sostengono la ripresa. Il risultato delle elezioni tedesche potrebbe portare a previsioni moderate al rialzo per la seconda metà del 2025 e a nuovi guadagni nel 2026. In particolare, una rapida formazione di una coalizione CDU-SPD ridurrebbe l'incertezza e avvierebbe un'agenda pro-crescita con riduzioni fiscali, riforme dei prezzi dell'elettricità e uno stimolo per la difesa e le infrastrutture.

Infine, l'impatto significativo dei dazi imposti da Trump sull'Area Euro è già stato integrato nel nostro scenario economico, tenendo conto dell'incertezza. Sebbene l'impatto complessivo potrebbe non essere così grave come inizialmente temuto (a meno che l'amministrazione Trump non prenda in considerazione l'IVA nei suoi calcoli delle tasse di reciprocità), varierà a seconda dei settori (automobilistico, chimico, agricolo) e dei paesi (Irlanda, Slovacchia, Belgio e Germania).

CINA: ELEVARSI AL DI SOPRA DI TRUMP

La ripresa della Cina è in linea con il nostro scenario leggermente superiore al consenso, grazie a un miglioramento della situazione economica nell'ultimo mese. Tra i segnali incoraggianti, si registrano dati positivi riguardanti i veicoli a nuova energia e le celebrazioni del Capodanno (dati economici ad alta frequenza, cifre del box office e dati sul turismo), che indicano segni di crescita. I robot danzanti al gala del Festival di Primavera 2025 rappresentano un segnale di soft power agli Stati Uniti e una rassicurazione per il popolo cinese e i suoi partner commerciali riguardo alla tecnologia cinese.

L'andamento dei prezzi delle case, in particolare nelle vendite di nuove abitazioni, ha notevolmente rafforzato la fiducia interna. I prezzi immobiliari in 33 delle 70 città cinesi hanno ripreso a crescere. Per gli investitori stranieri, la fiducia è stata rafforzata dalla flessibilità strategica della Cina in termini di soft e hard power, spostando l'attenzione del mercato oltre i pessimi sondaggi PMI di gennaio (l'indice composito era a 50,1) e le narrative sugli stimoli fiscali.

Se Donald Trump dovesse imporre dazi più severi, la Cina è meglio preparata rispetto al 2017, e anticipiamo un aumento dello stimolo fiscale per compensare i potenziali impatti.

In sintesi, la ripresa della Cina è ben avviata e i segnali di crescita sono evidenti in diversi settori dell'economia. La fiducia interna ed esterna è stata rafforzata da una serie di fattori positivi, e la Cina è pronta ad affrontare eventuali sfide future con una strategia solida e flessibile.

TABELLA 1: PREVISIONI MACROECONOMICHE 2024 - 2026, %

● Previsioni al ribasso da febbraio

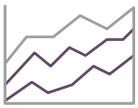
● Previsioni al rialzo da febbraio

	PIL			INFLAZIONE		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
USA	2,8%	2,3%	2,1%	3,0%	2,7%	2,6%
Area Euro	0,7%	0,8%	1,2%	2,4%	2,0%	2,0%
Cina	5,0%	4,7%	4,5%	0,5%	1,8%	1,5%
Mondo	3,2%	2,9%	3,0%	-	-	-

Fonte: Indosuez Wealth Management.

Thomas GIQUEL
Head of Fixed IncomeCon la collaborazione
del team del Reditto fisso

I paesi occidentali mostrano sempre più chiaramente la loro disunione dall'ascesa alla Casa Bianca di Donald Trump, avvenuta appena poche settimane fa. Sul piano economico, geopolitico e sociale, gli occidentali sono scossi dalla nuova amministrazione americana, il che non è senza conseguenze sui mercati obbligazionari. Maggiori incertezze, maggiori spese militari: tanti catalizzatori per tassi (moderatamente) più elevati.



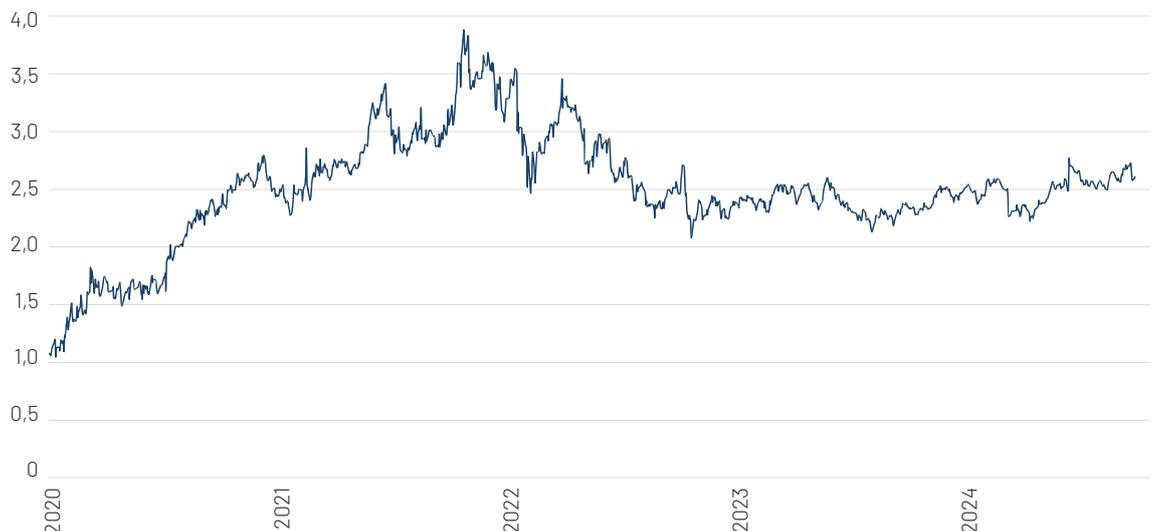
MERCATI PIÙ
INTEGRATI
delle istituzioni

La scelta dell'autonomia da parte dei britannici durante la Brexit ha portato oggi a una situazione di stagflazione nel paese. Crescita in stallo, inflazione, aumento dei tassi a lungo termine: la libertà si paga a caro prezzo. Gli europei, assenti dalla scena diplomatica internazionale, sono ridotti al ruolo di consumatori di prodotti manifatturieri importati. Mario Draghi, ex-presidente della Banca Centrale Europea (BCE), riprende il suo ruolo da missionario per allertare i leader europei¹. Parallelamente, gli americani stanno dominando la diplomazia internazionale, l'economia globale, la produzione di energia e, naturalmente, dominano i mercati. La stabilizzazione o la diminuzione del rendimento dei titoli a 10 anni è diventato un obiettivo dichiarato dal nuovo Segretario al Tesoro, Scott Bessent. Il controllo della curva dei tassi ha già avuto un precedente: durante la Seconda Guerra Mondiale, con l'obiettivo di controllare il costo del debito. Si tratta anche di un potente

mezzo per la riduzione dei costi di finanziamento per l'intera economia. Ad esempio, il tasso ipotecario a 30 anni è ancora al massimo da tre anni.

Dopo un primo picco a metà gennaio sulla scia della curva americana, i mercati obbligazionari internazionali si muovono in un corridoio stretto di circa 20 punti base sui tassi a lungo termine. Facendo un passo indietro per un investimento a medio termine, l'inflazione non è più un tema caldo. Nel grafico 1, si leggono le aspettative di mercato per l'inflazione a un anno tra un anno. Molto chiaramente, le variazioni sono oggi marginali. In Europa, i tassi a lungo termine si muovono anch'essi in una banda stretta, alla ricerca di una tendenza. Sebbene la BCE si difenda dal seguire uno schema predefinito di riduzione dei tassi per mantenere margini di manovra, continuerà la sua politica di piccoli passi di riduzione del tasso di rifinanziamento di 25 pb a ogni riunione, fino all'estate.

GRAFICO 1: SWAP AMERICANO SULL'INFLAZIONE A 1 ANNO TRA 1 ANNO



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

1 - Fonte: [Multimedia Centre, Parlamento europeo.](#)



In modo più anedddotico, il differenziale di rendimento dei titoli di stato a 10 anni cinesi e giapponesi è ormai solo di 25 pb: come interpretarlo? La fine del marasma economico per il Giappone, o l'ingresso in un lungo tunnel per la Cina?

MERCATI DEL CREDITO: UNA LUNGA STRADA (PER IL CARRY)

I fondamentali aziendali stanno migliorando. La leva finanziaria continua a diminuire e i margini EBITDA sono in ripresa dall'inizio dell'anno, giustificando spread sempre più ristretti. Considerata la volatilità dei tassi di interesse e le incertezze legate alla crescita economica, il segmento *investment grade* rimane un rifugio sicuro, in particolare per il credito a breve termine. Gli investitori retail continuano a sottoscrivere massicciamente i prodotti obbligazionari (circa quattro volte di più dall'inizio dell'anno rispetto agli ultimi 10 anni). Come all'inizio degli anni 2000, il mercato del credito è un prodotto di rendimento (grafico 2).

Alcuni settori sono meglio posizionati grazie alla loro buona qualità creditizia, come il settore finanziario. I settori ciclici sono più a rischio a causa delle incertezze economiche, come il settore automobilistico, che attualmente offre un premio maggiore per compensare gli investitori dell'incertezza.

In termini relativi, il mercato *high yield* è anche costoso, per buone ragioni. Le rare nuove emissioni che hanno avuto luogo sono state rapidamente assorbite dagli investitori.

Il costruttore automobilistico giapponese Nissan è oggetto di voci confermate e poi smentite di una fusione con Honda. Queste informazioni, sempre da prendere con cautela, generano volatilità sul rischio di credito dell'emittente. In un settore già sotto pressione da parte dei costruttori cinesi in alcune aree geografiche, questa volatilità gradita crea opportunità di arbitraggio.

Il mercato americano è anche indifferente rispetto al diluvio di informazioni, che vanno dai titoli sui dazi, agli sviluppi dell'IA, alle dinamiche geopolitiche, e a una volatilità macroeconomica sempre elevata. Nel mercato del debito ibrido, il mercato europeo sovraperforma a causa delle differenze settoriali (58% nelle utilities negli Stati Uniti contro il 35% nell'Area Euro, con il settore delle utilities statunitense più indebitato. La maggiore sensibilità al tema della domanda di energia elettrica per potenza dell'IA, e quindi agli investimenti, spiega la sottoperformance).

GRAFICO 2: PROPORZIONE DEGLI SPREAD NEL RENDIMENTO COMPLESSIVO SUL MERCATO DEL CREDITO AMERICANO



Fonti: ICE Indices, Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

Con la collaborazione
del team del Azioni

Abbastanza insolito da menzionare, gli indici europei iniziano questo nuovo anno con il botto, sovraperformando ampiamente gli Stati Uniti. Gli afflussi verso le azioni europee hanno persino raggiunto un massimo di due anni, segno che forse era stato raggiunto un eccesso di pessimismo dopo l'elezione di Donald Trump. Anche se la pubblicazione dei risultati delle aziende americane è stata, ancora una volta, ampiamente al di sopra delle aspettative, l'eccezionalismo americano si è leggermente affievolito di fronte alle recenti incertezze geopolitiche.

EUROPA

Già evitata da molti investitori sin dal conflitto in Ucraina e considerata come una perdente ovvia dopo la vittoria di Trump, gli investitori si sono ritirati in modo significativo dall'area, portando ad una forte sottoperformance dei mercati europei. Le uscite di capitali negli ultimi anni, così come un pessimismo estremo sulla situazione di alcuni paesi (Francia, Germania), hanno creato un'asimmetria positiva per la regione. Inoltre, una serie di fattori favorevoli si stanno ora allineando per l'Europa: le speranze di cambiamento politico e di un governo tedesco potenzialmente più orientato alla crescita, la stabilità della politica e del bilancio francese e, più recentemente, l'ottimismo crescente di un cessate il fuoco in Ucraina sono tutti elementi che aiutano la regione.

Inoltre, il posizionamento all'interno del mercato azionario dell'Area Euro è molto polarizzato. La performance del mercato si è concentrata principalmente attorno alle banche, considerate sottovalutate, mentre i settori ciclici rimangono ancora sotto-pesati dagli investitori. Se il prossimo governo tedesco eliminasse il freno costituzionale all'indebitamento, una ripresa fiscale potrebbe essere un importante catalizzatore per i settori ciclici (industriale, costruzioni) molto presenti nell'indice tedesco.

Infine, nonostante le minacce di Donald Trump riguardo nuovi dazi doganali, l'Area Euro rimane poco esposta in termini di PIL, a differenza di altri paesi come il Messico o il Canada (grafico 3, pagina 9).

STATI UNITI

Le iniziative politiche del nuovo presidente Trump dominano l'attualità, con, tra le altre cose, un progetto di "tassazione reciproca" e i progressi verso un accordo in Ucraina che include potenziali concessioni alla Russia. Sono allo studio anche nuove misure: nuovi dazi sulla Cina, del 25% su alluminio e acciaio, pressioni su Messico e Canada, accelerazione delle riforme sull'immigrazione e sull'efficienza governativa. Questa dominanza della scena politica complica la lettura delle implicazioni macroeconomiche e potrebbe potenzialmente pesare di più sull'economia americana. Le aziende, inizialmente ottimiste di fronte alle promesse di deregolamentazione e di riduzione delle tasse, devono ora fare i conti con aumenti dei dazi, una riduzione della forza lavoro migrante e incertezze sulle sovvenzioni. Anche le incertezze riguardo a una ripresa dell'inflazione e all'incapacità della Fed di continuare la sua normalizzazione monetaria costituiscono un rischio per i mercati azionari americani. Nonostante questo contesto, il ritmo dell'economia americana rimane dinamico e le aspettative di crescita degli utili rimangono elevate e superiori a quelle delle altre aree.



DAZI:

Area Euro poco
esposta in termini
di PIL



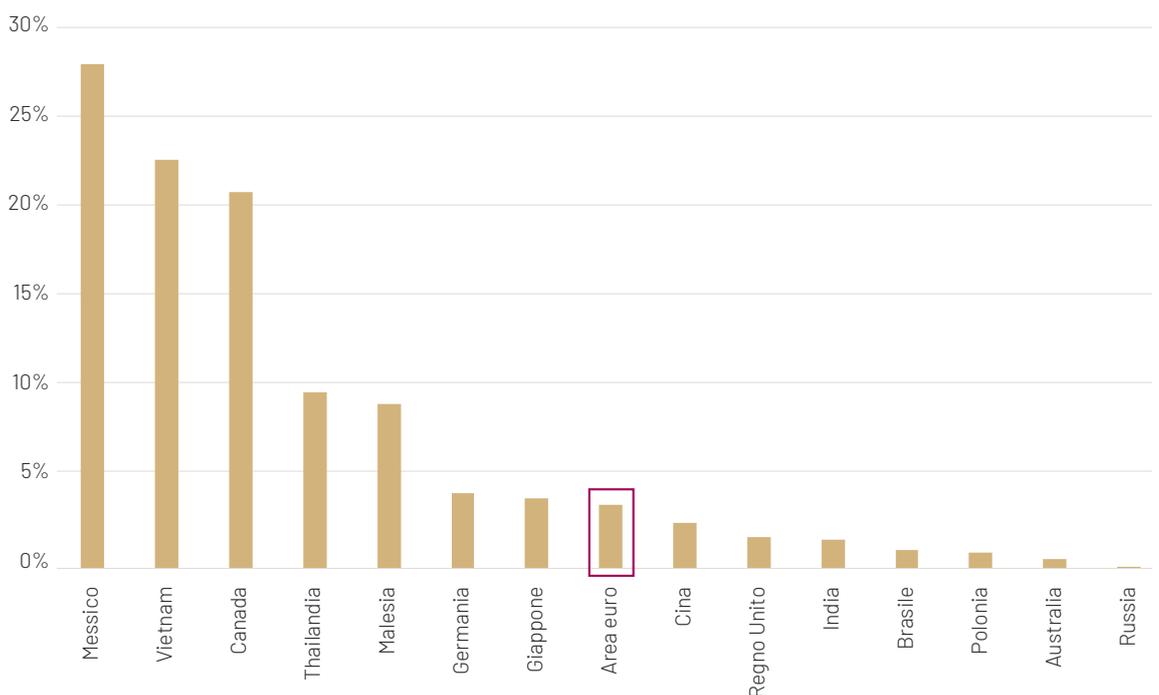
ASIA

Le azioni asiatiche hanno registrato una volatilità elevata in questo inizio del 2025, in particolare a causa delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina. Il 1° febbraio, Donald Trump ha imposto una tassa aggiuntiva del 10% sulle importazioni cinesi, scatenando le ritorsioni di Pechino: nuovi dazi su 14 miliardi di dollari di importazioni americane e restrizioni sull'esportazione di minerali critici (tungsteno, tellurio, ecc.), che hanno colpito alcune catene di approvvigionamento tecnologiche. Inoltre, DeepSeek, una start-up cinese specializzata in IA, ha scosso il mercato sviluppando un modello performante a basso costo, che compete con i leader americani. Questo progresso rafforza la competitività e la dinamica del settore tecnologico cinese. La performance delle azioni asiatiche dipenderà dalle riduzioni dei tassi della Fed e dagli utili delle aziende, che per ora sono di buona qualità. Nonostante un contesto geopolitico incerto, le prospettive rimangono solide per la Cina (sentimento più positivo degli investitori), l'India (economia orientata al consumo interno, meno sensibile al commercio mondiale) e Singapore (mercato più difensivo con alti dividendi).

STILI DI INVESTIMENTO

L'evento DeepSeek ha fortemente impattato i titoli legati all'IA e più in generale il tema "Crescita", che ha subito un forte calo, come dimostra Nvidia con una diminuzione del 10% nella seduta. Nonostante la volatilità e alcune domande sulle spese dei leader tecnologici americani, i titoli di Crescita continuano a essere favoriti dagli investitori. Al contrario, in questo episodio, i titoli di Qualità hanno dimostrato tenuta, come il lusso o alcuni titoli dei beni di consumo. Questo miglioramento si è tuttavia eroso progressivamente dopo una serie di pubblicazioni sugli utili più contrastanti. Inoltre, il tema *Value*, specificamente in Europa, continua a sovraperformare, sostenuto dai titoli Ciclici, che beneficiano delle aspettative di riduzione dei tassi della BCE. Il settore bancario è il principale motore di questa dinamica, ma la prospettiva di un cessate il fuoco in Ucraina sostiene anche i titoli delle costruzioni e dei materiali. Negli Stati Uniti, le piccole e medie capitalizzazioni rimangono ancora sottovalutate rispetto alle grandi aziende e rappresentano un'alternativa per investire su questo tema.

GRAFICO 3: ESPORTAZIONE DI BENI² VERSO GLI STATI UNITI, % DEL PIL



Fonti: DPAM Quantitative Equity Strategy, Indosuez Wealth Management.

2 - Meno del 4% dei beni della zona euro è esportato negli Stati Uniti.



"TARIFF MAN", IL DILEMMA DEL DOLLARO E LA CORSA ALL'ORO



Lucas MERIC
Investment Strategist

Il mese scorso abbiamo sottolineato che il 2025 dovrebbe essere un anno volatile per le valute; un'ipotesi rapidamente confermata dai primi passi di Donald Trump alla Casa Bianca. Un flusso incessante di annunci di dazi doganali ha continuato a sostenere il dollaro, nonostante il forte *rally* registrato dopo le elezioni. Di questa situazione ha beneficiato anche l'oro, che continua la sua irresistibile ascesa.



Molti paesi
DIPENDONO
FORTEMENTE
DALLE
ESPORTAZIONI
verso gli Stati Uniti

TRUMP: "THE NOISY ART OF THE DEAL"³

Durante la sua audizione davanti al Congresso all'inizio di gennaio, il Segretario del Tesoro americano Scott Bessent ha dichiarato che i dazi doganali dovrebbero essere considerati sotto tre aspetti: 1) rimediare alle pratiche commerciali sleali; 2) generare entrate pubbliche; 3) uno strumento di negoziazione. Su quest'ultimo punto, gli Stati Uniti hanno mantenuto per decenni significativi deficit commerciali, rendendo molti paesi fortemente dipendenti dalle esportazioni verso gli Stati Uniti, che rappresentano ad esempio quasi il 20% del PIL del Canada (25% per il Messico). In questo contesto, le tariffe sono una formidabile leva negoziale per ottenere accordi economici e politici, soprattutto per un uomo d'affari come Donald Trump, il cui libro più famoso si intitola proprio "The Art of the Deal".

I dazi, più rumore che altro? È comunque quello che sembra riflettere oggi il mercato delle valute, con un dollaro che, nonostante gli aumenti temporanei su alcuni annunci tariffari durante il mese di gennaio, ha da allora faticato a fare ulteriori progressi, simbolo sia del numero significativo di fattori positivi già integrati, sia di una certa stanchezza degli investitori le cui reazioni limitate agli annunci dei dazi di Donald Trump nelle ultime settimane si riflettono in una diminuzione della volatilità delle valute. Sebbene continuiamo a prevedere che, al di là di tutti gli annunci di Trump sui dazi, il suo approccio alla politica commerciale dovrebbe rimanere misurato per non far riemergere l'inflazione, riteniamo che la minaccia dei dazi dovrebbe continuare a sostenere il dollaro.

Infatti, nel mezzo del rumore permanente creato dalle discussioni sui dazi, concentrarsi sulla tendenza a lungo termine ci sembra particolarmente pertinente. In particolare, l'obiettivo dichiarato di Donald Trump è chiaro: rivitalizzare l'industria americana. In quest'ottica, i dazi rappresentano un vantaggio sotto diversi aspetti: incentivano le imprese a produrre sul suolo americano piuttosto che all'estero a causa della perdita di competitività delle esportazioni straniere dovuta ai dazi americani all'importazione, proteggendole così dalla concorrenza internazionale, ma rappresentano anche una fonte di finanziamento aggiuntiva per le riduzioni fiscali alle imprese destinate ad attirare le aziende internazionali. I dazi sono inoltre visti da Donald Trump come un mezzo per ridurre i deficit commerciali e rendere più equo l'equilibrio delle tariffe bilaterali per gli Stati Uniti.

L'unico intoppo è che il rovescio della medaglia di questa strategia si riflette in un aumento del dollaro che oggi si trova in termini reali a livelli storicamente elevati (grafico 4, pagina 11) e rappresenta un vero freno per gli esportatori americani. È probabile che in questa strategia a lungo termine, il colpo di scena finale trovi la sua origine in una sorta di accordo di svalutazione del dollaro americano, come nel 1985 con l'Accordo del Plaza, anche se in un'economia mondiale oggi più polarizzata rispetto agli anni '80, questo tipo di accordo potrebbe rivelarsi più complesso da ottenere. In quest'ottica, la minaccia dei dazi potrebbe rappresentare di nuovo uno strumento di negoziazione per Donald Trump, al pari della minaccia di ritirare l'assistenza militare americana a livello internazionale.

3 - L'arte rumorosa dell'accordo.



Le
**BANCHE
CENTRALI**
hanno acquistato
**1.000
TONNELLATE
D'ORO**
nel 2024

ORO: SCALA VERSO IL PARADISO

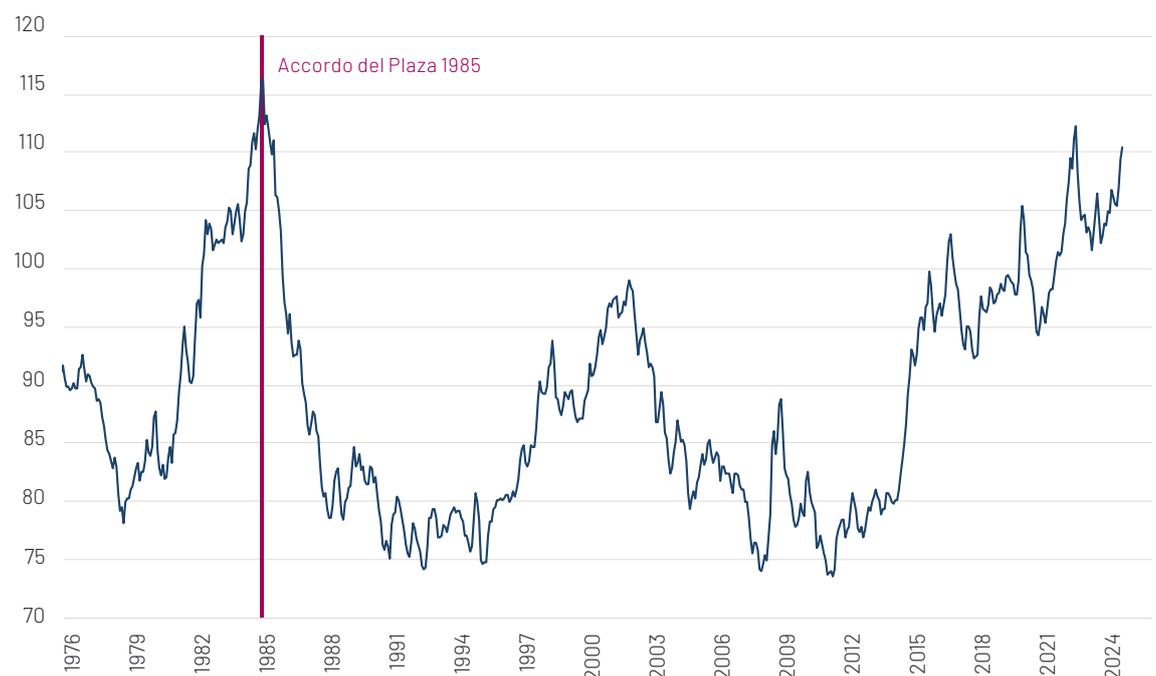
A breve termine, continuiamo tuttavia a privilegiare il dollaro, che dovrebbe rimanere sostenuto dalla solidità dell'economia americana e rappresenta una copertura attraente contro il rischio di misure più aggressive di Donald Trump, sia sul piano tariffario che fiscale. Più in generale, manteniamo una preferenza per le coperture macroeconomiche. In particolare, non siamo sicuri che "tutto ciò che luccica sia oro", ma il metallo giallo continua a brillare con un'ascesa ininterrotta del 12% dall'insediamento di Donald Trump, sostenuto dai fattori strutturali che abbiamo descritto nel nostro [Global Outlook 2025](#) (Un mondo in trasformazione) e in particolare dalla domanda sempre abbondante delle banche centrali che hanno acquistato più di 1.000 tonnellate d'oro nel 2024, per il terzo anno consecutivo.

La Banca Popolare Cinese ha ripreso i suoi acquisti d'oro dopo una breve pausa nel 2024, mentre le autorità cinesi hanno autorizzato gli assicuratori domestici a investire fino all'1% dei loro attivi nell'oro. Le fonti di domanda per il metallo giallo rimangono quindi più che mai presenti e il rinnovato aumento delle tensioni geopolitiche legato all'approccio di Donald Trump, che mescola

minacce sui dazi e opposizione frontale, non ha fatto altro che rafforzare l'attrattiva dell'oro come attivo di copertura, mentre molti paesi emergenti cercano già da diversi anni di emanciparsi dagli Stati Uniti e dal dollaro. Le prime settimane del 2025 hanno visto una vera e propria corsa all'oro, con il metallo che ha superato i 2.900 dollari l'oncia all'inizio di febbraio. Infatti, il timore che i dazi possano colpire anche l'oro ha spinto molti investitori a importare massicciamente oro negli Stati Uniti, mentre i prelievi d'oro dalla Banca d'Inghilterra non si contano più in giorni ma in settimane o addirittura mesi. Con un posizionamento sull'oro che appare oggi elevato, una tale frenesia può sollevare interrogativi sul potenziale di ulteriore rialzo dell'oro. Tuttavia, la combinazione di una domanda sempre vigorosa delle banche centrali, un contesto geopolitico ed economico incerto e il proseguimento dei tagli dei tassi della Fed dovrebbe continuare a sostenere il metallo giallo, che potrebbe però rivelarsi più vulnerabile se la dinamica dell'inflazione americana dovesse ostacolare il ciclo di allentamento monetario o nell'ottica di un cessate il fuoco in Ucraina, che potrebbe inoltre rappresentare un catalizzatore positivo per l'euro, per il quale molte cattive notizie sembrano attualmente già integrate.

GRAFICO 4: UN DOLLARO TROPPO ELEVATO, UN PROBLEMA PER LA STRATEGIA DI DONALD TRUMP (100 = 2020)

● Tasso di cambio effettivo reale per gli Stati Uniti



Fonti: Federal Reserve Economic Data (FRED), Indosuez Wealth Management.



Daniel SUARDI
Senior Investment Manager

Il Private Equity gioca un ruolo chiave nell'economia americana, rappresentando miliardi di dollari di investimenti in vari settori. Il ritorno di Donald Trump alla Casa Bianca nel 2025 potrebbe avere implicazioni importanti per il mercato del Private Equity. Guardando al suo primo mandato, le politiche dell'amministrazione Trump potrebbero creare sia opportunità che sfide per i gestori di questa classe di attivi.



La deregolamentazione ha reso alcune

TRANSAZIONI
di Private Equity
PIÙ RAPIDE E
FLESSIBILI

IL PRIMO MANDATO DI TRUMP (2017-2021)

Nel complesso, le politiche del primo mandato di Trump hanno creato un ambiente favorevole al Private Equity. La "Tax Cuts and Jobs Act"⁴ (TCJA) del 2017, ad esempio, è stata una delle riforme fiscali americane più significative degli ultimi 30 anni, con importanti implicazioni per il mercato. Questa ha permesso una riduzione dell'aliquota dell'imposta sulle società, passando da un sistema progressivo con un'aliquota massima del 35% a un'aliquota unica del 21%, migliorando così la redditività delle aziende detenute da fondi di Private Equity.

Inoltre, l'accento posto da Trump sulla deregolamentazione di diverse industrie ha creato un ambiente più favorevole agli affari, portando in particolare a transazioni più rapide e flessibili per i gestori di Private Equity. Questo è stato particolarmente vantaggioso per settori come i servizi finanziari, la tecnologia, l'energia e la sanità, che sono generalmente più regolamentati.

Tuttavia, la posizione protezionistica di Donald Trump in materia di commercio ha avuto implicazioni più contrastanti per il Private Equity. L'imposizione di dazi sulle importazioni provenienti da partner commerciali chiave come la Cina ha perturbato le catene di approvvigionamento globali e introdotto incertezza sul mercato. Mentre gli investimenti focalizzati sugli Stati Uniti hanno beneficiato delle agevolazioni fiscali domestiche, le transazioni transfrontaliere hanno incontrato ostacoli a causa delle tensioni commerciali.

LE IMPLICAZIONI DI TRUMP 2.0

Sebbene sia troppo presto per sapere cosa sarà realizzato durante il secondo mandato di Donald Trump, alcune aspettative sono condivise da molti attori del mercato. La politica fiscale sotto Trump 2.0 dovrebbe continuare a stimolare la crescita economica, in particolare grazie al prolungamento, e forse all'espansione, delle riduzioni delle imposte per le imprese e i redditi elevati, nonché all'estensione di alcune misure dell'*Inflation Reduction Act* (legge sulla riduzione dell'inflazione) e all'aumento della spesa pubblica (soprattutto legata alle infrastrutture). Queste misure potrebbero favorire un consumo più forte e un aumento degli investimenti, sostenendo così l'economia americana nel suo complesso.

Donald Trump ha anche sottolineato la sua intenzione di dare priorità alla deregolamentazione, in particolare con il suo recente decreto esecutivo del "10 per 1"⁵ annunciato all'inizio dell'anno. Questa deregolamentazione potrebbe essere particolarmente benefica per le piccole e medie imprese, che rappresentano il segmento più grande della classe di attivi del Private Equity. Inoltre, un potenziale allentamento delle misure antitrust (antimonopolio), rafforzate sotto l'amministrazione Biden, potrebbe stimolare le transazioni di fusione e acquisizione in molti settori, comprese le uscite delle grandi imprese detenute dal Private Equity.

La deregolamentazione anticipata e le politiche pro-business potrebbero anche creare condizioni favorevoli per le aziende che desiderano quotarsi in borsa (Initial Public Offering, IPO). Negli ultimi anni, l'incertezza e la volatilità dei mercati, associate a valutazioni basse o mal allineate, hanno costretto molte aziende che consideravano una IPO a restare in disparte. Tuttavia, con l'incertezza elettorale ora dissipata, queste aziende possono nuovamente procedere con maggiore chiarezza.

4 - Legge sugli sgravi fiscali e sull'occupazione.

5 - 10 norme abolite per ogni regolamento promulgato.



Come durante il primo mandato di Donald Trump, un ritorno dei dazi potrebbe impattare negativamente la redditività e le operazioni delle società più dipendenti dalle catene di approvvigionamento internazionali. Rispetto all'economia nel suo complesso, il Private Equity, come classe di attivi, è sovrappesato nei settori legati alla proprietà intellettuale o ai servizi. Sebbene alcune aziende sostenute dal Private Equity possano essere colpite, un portafoglio diversificato in questa classe di attivi dovrebbe essere complessivamente più robusto.

Tuttavia, esistono preoccupazioni riguardo a un potenziale effetto inflazionistico di alcune politiche proposte da Trump, in particolare l'aumento dei dazi o la riduzione della forza lavoro a basso costo dovuta a una minore immigrazione. Se questa inflazione dovesse materializzarsi, rimaniamo comunque fiduciosi nella capacità dei gestori di Private Equity di gestire questa situazione, in particolare grazie al controllo inerente alle strategie di *buy-out* e alla loro gestione attiva delle società. In generale, le aziende detenute da fondi di Private Equity hanno dimostrato con successo la loro capacità di proteggere i margini durante il periodo di inflazione post-COVID.

CONCLUSIONE

In quanto investitori a lungo termine, è importante ricordare che un presidente, con un mandato di quattro anni e una maggioranza risicata al Congresso, può influenzare il panorama degli investimenti solo in misura limitata. I cambiamenti politici hanno maggiori probabilità di accelerare o rallentare la progressione delle grandi tendenze piuttosto che modificarle fundamentalmente.

Sebbene le politiche e le conseguenze di Trump 2.0 siano incerte, continuiamo a ritenere che i gestori di Private Equity abbiano la capacità di adattare le loro strategie alle evoluzioni del mercato e di prendere misure rapide per sfruttare le opportunità.

In definitiva, la capacità di adattamento e la gestione attiva saranno fondamentali per navigare con successo in un contesto politico ed economico in evoluzione. I fondi di Private Equity, con il loro approccio flessibile e orientato al controllo, sono ben posizionati per affrontare le sfide e cogliere le opportunità che si presentano, garantendo così rendimenti sostenibili per gli investitori.



**PRIVATE
EQUITY:**
un portafoglio
DIVERSIFICATO
dovrebbe essere
più
ROBUSTO



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** Il nostro scenario di crescita rimane sostanzialmente invariato (circa il 3% di crescita nel 2025). La crescita negli Stati Uniti dovrebbe rimanere robusta (+2,3%) e superiore al suo potenziale. Nell'Area Euro, le incertezze rimangono elevate, pesando sulle prospettive economiche, sebbene i potenziali catalizzatori identificati possano portare a sorprese positive. I paesi emergenti dovrebbero registrare una crescita simile a quella del 2024, con segnali di ripresa osservati in Cina e una graduale normalizzazione dell'attività in India.
- **Inflazione:** Sebbene il processo di disinflazione continui nei paesi sviluppati, potrebbe tuttavia essere ritardato, in particolare negli Stati Uniti, da misure doganali più aggressive del previsto dall'amministrazione Trump. Rivediamo al rialzo le nostre previsioni di inflazione per il 2025, fissandole al 2,7% (+30 pb) negli Stati Uniti e al 2% (+20 pb) nell'Area Euro.
- **Banche centrali:** Dopo aver aggiustato le nostre previsioni di riduzione dei tassi il mese scorso, manteniamo il nostro scenario invariato con due riduzioni di tassi previste nel 2025 e un tasso terminale del 3,5% per la Fed, nonché cinque riduzioni di tassi e un tasso terminale dell'1,75% per la BCE. Prevediamo che l'impatto dei dazi sull'inflazione sarà percepito come transitorio dalla Fed, finché le aspettative di inflazione a medio termine rimarranno ancorate.
- **Utili aziendali:** Sebbene le prospettive di utili siano state recentemente riviste al ribasso, la crescita prevista dei risultati rimane solida (+10% per il MSCI World). In parallelo, continuiamo a prevedere una convergenza dei tassi di crescita degli utili (tra i titoli tecnologici e il resto del mercato), il che potrebbe favorire un movimento di rotazione nei mercati azionari.

- **Contesto di rischio:** Sebbene consideriamo la politica commerciale di Donald Trump principalmente come uno strumento di negoziazione, l'effettiva implementazione dei dazi rappresenta un rischio di mercato significativo, che potrebbe aumentare la probabilità di uno shock stagflazionistico e alimentare episodi di volatilità nei mercati azionari e obbligazionari. Al contrario, la fine dei conflitti in Medio Oriente e in Europa dell'Est costituirebbe fattori rialzisti per i mercati, sebbene questi siano già stati parzialmente presi in considerazione. A medio termine, i rischi legati all'indebitamento pubblico rimangono una preoccupazione principale.

CONVINZIONI DI ALLOCAZIONE

Azioni

- Le dinamiche di inflazione e crescita, in particolare negli Stati Uniti, rimangono favorevoli agli asset rischiosi e dovrebbero continuare a sostenere i mercati azionari nel 2025. Restiamo comunque vigili riguardo ai livelli di valutazione osservati su alcuni segmenti di mercato, soprattutto perché la fiducia nella crescita americana sembra ormai ampiamente integrata nel mercato, mentre la politica commerciale dell'amministrazione Trump rimane altamente incerta. In altre parole, manteniamo un leggero sovrappeso sulle azioni, pur conservando liquidità per rimanere agili in questo ambiente volatile.
- La nostra preferenza continua a essere per le azioni americane, che offrono migliori prospettive di utili e un ambiente economico più favorevole. Tuttavia, riteniamo che la performance futura potrebbe derivare da una rotazione settoriale verso altri segmenti di mercato (esclusi i titoli tecnologici), come le aziende beneficiarie dell'IA e le piccole e medie imprese.
- Le azioni europee hanno beneficiato di un riposizionamento di alcuni investitori sulla zona, spiegato dalle prospettive di pace nell'Europa dell'Est e dal miglioramento delle sorprese economiche. Adottiamo un approccio prudente dopo il forte aumento registrato, con diversi indici che segnalano una zona di ipercomprato. L'elevata dispersione settoriale offre opportunità favorevoli per le gestioni attive.



AUMENTO
DELLE
PREVISIONI
di inflazione per il
2025



- Rimaniamo positivi su una selezione di azioni dei paesi asiatici dove il potenziale di crescita e la prospettiva di una ripresa cinese potrebbero fungere da catalizzatore regionale. I segni di una ripresa economica, le notizie su DeepSeek, e il miglioramento delle relazioni tra il governo cinese e le aziende tecnologiche, potrebbero favorire una continuazione della dinamica rialzista sulle azioni cinesi.

Mercati dei tassi

- Dalla nostra ultima edizione, i rendimenti sovrani sono rimasti sostanzialmente invariati. Manteniamo quindi la nostra preferenza per le scadenze a breve termine (fino a 5 anni), dove il rendimento aggiustato per il rischio ci sembra il più attraente. Sebbene i *break-even* dell'inflazione non indichino un disancoraggio delle aspettative di inflazione a medio termine, le scadenze più lunghe rimangono vulnerabili a un aumento del premio a termine, in particolare negli Stati Uniti.
- Riteniamo che il credito di qualità rimanga il punto ideale nei mercati obbligazionari. Infatti, nonostante gli *spread* di credito bassi, i rendimenti rimangono attraenti e non vediamo un catalizzatore immediato per un significativo allargamento degli *spread* in assenza di shock esterni. Questa classe di attivi dovrebbe continuare a beneficiare di flussi aggiuntivi legati alla necessità di reinvestimento degli investitori e a una potenziale riallocazione dei fondi monetari, la cui remunerazione dovrebbe continuare a diminuire nel 2025.

Cambi

- Il dollaro resta secondo noi un asset di copertura privilegiato, con un potenziale di rialzo in caso di dazi più aggressivi. Tuttavia, riteniamo che il biglietto verde potrebbe rimanere in una fascia ristretta, poiché il mercato ha già correttamente integrato la rivalutazione dei tagli dei tassi negli Stati Uniti in risposta ad una dinamica di crescita e di inflazione più vigorosa.
- Rimaniamo strategicamente positivi sull'oro, poiché le banche centrali dei paesi emergenti continuano ad accumulare riserve a un ritmo impressionante. Il contesto macroeconomico, caratterizzato da forti incertezze politiche e geopolitiche, rappresenta anche un forte fattore di sostegno per i prezzi del metallo prezioso.

CONVINZIONI CHIAVE

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.



DATI AGGIORNATI AL 19 FEBBRAIO 2025



TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	4,53%	-7,82	-3,63
Francia 10A	3,29%	2,30	9,40
Germania 10A	2,56%	2,70	19,20
Spagna 10A	3,18%	2,90	11,90
Svizzera 10A	0,55%	11,80	21,90
Giappone 10A	1,43%	23,70	34,30

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	37,05	0,95%	2,66%
Titoli di Stato in EUR	209,05	0,26%	-0,08%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	234,36	1,21%	1,36%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	367,56	0,45%	1,66%
Titoli di Stato USA	317,56	0,53%	0,66%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	44,94	0,71%	1,25%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9428	-0,10%	0,29%
GBP/USD	1,2586	2,19%	0,56%
USD/CHF	0,9046	-0,25%	-0,31%
EUR/USD	1,0423	0,13%	0,67%
USD/JPY	151,47	-3,23%	-3,65%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	15,27	0,17	-2,08

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	6.144,15	0,95%	4,46%
FTSE 100 (Regno Unito)	8.712,53	1,96%	6,60%
STOXX Europe 600	552,10	4,56%	8,76%
Topix	2.767,25	1,10%	-0,63%
MSCI World	3.906,82	1,79%	5,37%
Shanghai SE Composite	3.940,16	3,77%	0,13%
MSCI Emerging Markets	1.136,87	5,04%	5,71%
MSCI Latam (America Latina)	2.105,24	7,29%	13,64%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	218,02	3,01%	6,78%
MSCI Asia Ex Japan	738,74	5,21%	4,92%
CAC 40 (Francia)	8.110,54	3,49%	9,89%
DAX (Germania)	22.433,63	5,55%	12,68%
MIB (Italia)	38.348,16	6,96%	12,17%
IBEX (Spagna)	12.929,40	8,81%	11,51%
SMI (Svizzera)	12.798,52	4,84%	10,32%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.247,00	0,96%	-1,55%
Oro (USD/Oncia)	2.933,39	6,42%	11,77%
Greggio WTI (USD/Barile)	72,25	-4,23%	0,74%
Argento (USD/Oncia)	33,04	5,17%	13,00%
Rame (USD/Tm)	9.466,50	2,63%	7,97%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	4,28	8,08%	17,81%

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

	NOVEMBRE 2024	DICEMBRE 2024	GENNAIO 2025	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (19 FEBBRAIO 2025)
MIGLIORI	12,37%	25,25%	5,92%	7,29%	13,64%
+	1,57%	18,17%	4,55%	5,21%	8,76%
	1,49%	15,23%	4,02%	5,04%	6,78%
	1,10%	14,64%	3,66%	4,56%	6,60%
	1,09%	10,30%	3,52%	3,77%	5,71%
	0,29%	5,69%	3,48%	3,01%	5,37%
	0,17%	4,99%	0,64%	1,96%	4,92%
	0,12%	4,78%	-0,27%	1,79%	4,46%
	-1,76%	1,93%	-1,71%	1,10%	0,13%
PEGGIORI	-3,17%	-29,36%	-3,50%	0,95%	-0,63%

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 aggiunto prima dell'applicazione delle imposte e degli oneri finanziari. Dall'utile sottrae le spese operative, pertanto corrisponde al risultato operativo.

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

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

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

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

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

FMI: Fondo monetario internazionale.

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

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

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

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

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

IPCC: Gruppo intergovernativo sul cambiamento climatico.

IRENA: Agenzia internazionale per le energie rinnovabili.

ISM: Institute for Supply Management.

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

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

OCSE: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico.

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

OMC: Organizzazione Mondiale del Commercio.

OPEC: Organizzazione dei paesi produttori di petrolio.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SRI: Investimenti sostenibili e responsabili.

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

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

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

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

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

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

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

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



DICHIARAZIONE DI ESCLUSIONE DI RESPONSABILITÀ

Il documento dal titolo "Monthly House View" ("l'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 risultato 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 marchio 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:** questa pubblicazione è distribuita da CA Indosuez, società a responsabilità limitata di diritto francese (société anonyme) con un capitale sociale di 853.571.130 euro, società madre del gruppo Indosuez e istituto bancario a tutti gli effetti autorizzato a fornire servizi di investimento e intermediazione assicurativa, la cui sede legale si trova in 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 Parigi, Francia, registrata presso il Registro del Commercio e delle Imprese di Parigi con il numero 572 171 635 (numero di identificazione IVA individuale: FR 075 72 17 16 35).
- **In Lussemburgo:** l'Opuscolo è distribuito da:
 - CA Indosuez Wealth (Europe), società per azioni (société anonyme) 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).
 - Banque Degroof Petercam Luxembourg S.A., con sede legale in 12 rue Eugène Ruppert, L-2453 Lussemburgo, autorizzata e soggetta al controllo prudenziale della Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF"), 283 route d'Arlon, L-2991 Lussemburgo, sito web www.cssf.lu, telefono (+352) 26251-1, e della Banca Centrale Europea nell'ambito delle loro rispettive competenze.

- **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 (Comision 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 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).

- da Banque Degroof Petercam SA, situata in rue de l'Industrie 44, 1040 Bruxelles, Belgio, registrata nel Registro delle Imprese con il numero 0403 212 172, registrata presso la Banca Dati Centrale delle Imprese (database delle imprese belghe) con il numero di partita IVA BE 0403 212 172 (RPM Bruxelles).

- **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.

- **In Portogallo:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe), Sucursal em Portugal con sede in Avenida da Liberdade, 190, 2.ª B - 1250-147 Lisboa, Portogallo, registrata presso la Banca del Portogallo con il numero 282, codice fiscale 980814227.

- **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 1er - 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'individuazione 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 1st Street - Nayef & Bin Harmal Tower, 5th 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.

© 2025, CA Indosuez (Switzerland) SA - Tutti i diritti riservati.

Crediti fotografici: Adobe Stock.

Finito di redigere il 21.02.2025.

