



MONTHLY HOUSE VIEW

Luglio 2025

Vertice di Jackson Hole: guardare dall'alto

01• Editoriale	P3
VERTICE DI JACKSON HOLE: GUARDARE DALL'ALTO	
02• Focus	P4
LO STATO DEL "DEALISMO" GLOBALE	
03• Macroeconomia	P6
RESILIENZA	
04• Reditto Fisso	P8
IL DEBITO PUBBLICO DEGLI STATI UNITI È SOSTENIBILE?	
05• Azioni	P10
UN RECUPERO SIGNIFICATIVO IN VISTA DI UN'ESTATE IMPREVEDIBILE	
06• Cambi	P12
E PER QUALCHE DOLLARO IN MENO	
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,

Con l'estate alle porte, molti di noi sperano di prendersi una pausa dopo un primo semestre intenso. Nel frattempo, i banchieri centrali continueranno a lavorare senza sosta. Ogni anno, la Federal Reserve (Fed) di Kansas City organizza a Jackson Hole, nel Wyoming, un simposio che è diventato uno degli eventi più emblematici al mondo per gli attori della politica monetaria. In un contesto globale incerto, questo appuntamento assume un'importanza ancora maggiore. Custodi della stabilità, le banche centrali offrono una prospettiva macroeconomica essenziale, preservando al contempo la loro indipendenza.

Durante un mio soggiorno personale a Jackson Hole, sono rimasto colpito dalla bellezza del luogo. La scelta della location è facilmente comprensibile: permette discussioni approfondite, lontano da qualsiasi distrazione. La prima edizione, nel 1982, fu ispirata dalla passione di Paul Volcker per la pesca con la mosca. Quest'anno, 120 partecipanti selezionati – tra cui ricercatori accademici, banchieri centrali e alcuni giornalisti – saranno presenti.

IL DILEMMA DELLE BANCHE CENTRALI

Il simposio di quest'anno si svolge in un momento in cui le banche centrali affrontano sfide specifiche ma condividono preoccupazioni simili:

Fed: "Abbassare o non abbassare i tassi?" L'inflazione resta un rischio, ma gli effetti dei dazi doganali stentano a concretizzarsi. Il dato di maggio, infatti, è stato il quarto consecutivo al di sotto delle aspettative. Inoltre, i deficit di bilancio e il loro impatto sul mercato obbligazionario saranno al centro delle discussioni.

Banca del Giappone: "Aumentare o no i tassi?" L'inflazione in Giappone supera di gran lunga il suo livello obiettivo, ma le aspettative di un rialzo dei tassi si sono attenuate. La politica di restringimento quantitativo, avviata l'estate scorsa, è messa alla prova, mentre la Banca del Giappone affronta la curva dei rendimenti più ripida tra i paesi sviluppati. Potrebbe essere necessario ricorrere nuovamente a un allentamento quantitativo ma selettivo sulla parte lunga per stabilizzare il mercato obbligazionario.

BCE: "Ridurre – ma fino a che punto?" Christine Lagarde si presenta a questo vertice in una posizione più favorevole. La Banca Centrale Europea (BCE), la prima a ridurre i tassi nel giugno 2024, li

ha dimezzati in un anno. L'inflazione è sotto controllo, gli spread sui titoli periferici si sono ridotti e i mercati obbligazionari sono stabili. Un ultimo taglio potrebbe essere possibile dopo l'estate, seguito da una lunga fase di stallo.

IL DILEMMA DEGLI INVESTITORI

L'economia statunitense continua a mostrare una resilienza straordinaria, nonostante un panorama politico turbolento e le tensioni legate ai dazi. L'inflazione è stabile, i consumi delle famiglie reggono bene e il mercato del lavoro non mostra segni significativi di debolezza. Ci troviamo forse sull'orlo di un'estate "Goldilocks", né troppo calda né troppo fredda?

Se lo scenario economico di aprile rimaneva prudente, sembra ora che il peggio sia stato evitato. Senza prevedere una netta ripresa, raccomandiamo di rimanere aperti alle opportunità. Diversi eventi in programma quest'estate potrebbero riaccendere la volatilità dei mercati – rimaniamo quindi vigili per riposizionare i nostri portafogli al momento opportuno.

A livello globale, la prudenza continua a dominare, come dimostra la scarsa esposizione agli asset rischiosi. Tuttavia, gli investitori privati, le imprese attraverso i riacquisti di azioni e gli *hedge fund* stanno gradualmente aumentando il loro livello di rischio, soprattutto dopo il rimbalzo di aprile. Gli investitori istituzionali, più lenti a reagire, potrebbero riorientare i loro portafogli verso le azioni nei prossimi mesi.

Infine, l'evoluzione del dollaro americano merita maggiore attenzione. Mentre i mercati azionari americani toccano i loro massimi storici, il dollaro continua a indebolirsi. Questo movimento, sempre più evidente, spinge gli investitori internazionali – noi inclusi – a coprire la loro esposizione al biglietto verde. I dati recenti mostrano un aumento significativo delle strategie di copertura sugli asset americani, segno di un cambiamento di percezione. Non si tratta di un disimpegno massiccio, ma di un riequilibrio ponderato. La nostra posizione nei confronti del dollaro rimane quindi prudente.

Come sempre, restiamo attenti alla complessità dell'ambiente attuale, per mantenere le nostre strategie allineate alle dinamiche di mercato.

Buona lettura di questa edizione e buona estate!



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

Dopo la guerra commerciale a colpi di dazi lanciata dagli Stati Uniti, l'amministrazione Trump si è concentrata su oltre 200 accordi commerciali bilaterali. Tuttavia, il commercio americano rappresenta solo circa il 10% del commercio globale. E il resto del mondo? Mentre Washington privilegia i negoziati bilaterali, l'economia globale si adatta: nuove alleanze regionali, catene di approvvigionamento alternative e politiche di compensazione stanno prendendo forma.



Gli
STATI UNITI
rappresentano
solo circa il
10%
DEL COMMERCIO
MONDIALE

IL COSTO DI UNA "RINASCITA INDUSTRIALE" AMERICANA

Come ricorda l'Organizzazione Mondiale del Commercio (OMC), i dazi doganali non servono solo a generare entrate: spesso comportano effetti collaterali inattesi. La strategia americana di rilanciare l'industria nazionale attraverso i dazi ha rallentato la crescita e aumentato i costi di produzione, rischiando di reindirizzare il lavoro verso settori a bassa produttività. Certo, un dollaro più debole favorisce le esportazioni, ma i progressi commerciali restano limitati: oltre 200 accordi sono ancora in sospeso, con un'unica conquista simbolica, ovvero un accordo con il Regno Unito.

La Cina, forte della sua posizione dominante nelle terre rare (70% della produzione mondiale), utilizza questa leva nelle trattative. Trump ha dichiarato che i dazi sui prodotti cinesi passeranno dal 145% al 55%. L'India, che si sta progressivamente aprendo al mondo, sta facendo progressi con una sollecitazione reciproca verso un accordo provvisorio previsto per luglio. L'Europa, invece, è relegata "in fondo" alle priorità commerciali americane, probabilmente non molto dietro al Giappone. Subisce un dazio temporaneo del 10% e insiste su un accordo globale, rifiutando soluzioni parziali. Infine, il rinnovo dell'Accordo Canada-Stati Uniti-Messico (CUSMA) è previsto per luglio 2026, anche se il Messico richiede una revisione anticipata già a partire da settembre 2025.

RIDARE GRANDEZZA ALL'EUROPA?

L'Unione Europea (UE) affronta dazi punitivi americani (soprattutto su automobili e acciaio) e le conseguenze del disaccoppiamento tra Stati Uniti e Cina. Ma tiene duro. Le autorità europee puntano sul rilancio fiscale, sulla domanda interna e sul rafforzamento del mercato unico (grafico 1, pagina 5).

Secondo il rapporto di Mario Draghi sulla competitività dell'UE, i principali ostacoli al commercio europeo sono interni. Le barriere non tariffarie interne (burocrazia e divergenze normative) nel mercato unico generano un sovraccosto equivalente al 45% di dazi sui beni manifatturieri — e fino al 110% sui servizi —, ben oltre i livelli dei dazi recentemente imposti dagli Stati Uniti.

Nel 2025, l'UE ha siglato nuovi accordi globali, a partire dal "Reset" con il Regno Unito in maggio. I punti principali includono progetti comuni di difesa, accesso al mercato unico per l'elettricità, armonizzazione delle normative sanitarie e soprattutto un accesso totale e reciproco alle acque post-Brexit, una concessione politica significativa.

Altri accordi sono in fase di negoziazione: un accordo di libero scambio con l'India, previsto entro la fine del 2025 (dopo che Nuova Delhi ha concluso quello con Londra a maggio), e l'accordo UE-Mercosur (Brasile, Argentina, Uruguay, Paraguay, Bolivia), concluso alla fine del 2024 ma in attesa di ratifica. Quest'ultimo creerebbe una delle più grandi aree di libero scambio al mondo (circa il 20% del PIL globale) e eliminerebbe oltre il 90% dei dazi nella regione, contrastando le tendenze protezionistiche. In sintesi: l'accordo con il Regno Unito è il più valido dal punto di vista economico; quello con l'India offre possibili vantaggi strategici (soprattutto sui servizi digitali), mentre l'accordo Mercosur solleva tensioni legate al clima.

ASIA: L'UNITÀ COME SCUDO

Di fronte ai dazi americani, l'Asia si compatta. Sebbene le tariffe varino (49% per la Cambogia, 10% per Singapore), l'Associazione delle Nazioni del Sud-Est Asiatico (ASEAN) ha chiesto un dialogo diretto con Trump durante il vertice di Kuala Lumpur.



Il RCEP del 2020 (commercio intra-asiatico, esclusa l'India) e il Patto Trans-Pacifico del 2018 (Asia-America, esclusi gli Stati Uniti) rappresentano la spina dorsale della resistenza commerciale asiatica e in qualche modo proteggono la regione dalle tariffe statunitensi.

La Cina rafforza anche la sua posizione, in Asia e oltre. È ormai il primo partner commerciale della maggior parte dei paesi dell'America Latina — e un importante prestatore. Il commercio tra Cina e America Latina è cresciuto di circa il 10% dal 2021, rappresentando l'8% del commercio estero cinese. Questa strategia rafforza l'influenza economica di Pechino e offre un'alternativa credibile all'ordine commerciale centrato sugli Stati Uniti. Lo stesso vale per l'Africa, dove a giugno la Cina ha dichiarato che avrebbe rimosso tutte le tariffe sulle esportazioni di 53 Stati africani per incrementare gli scambi.

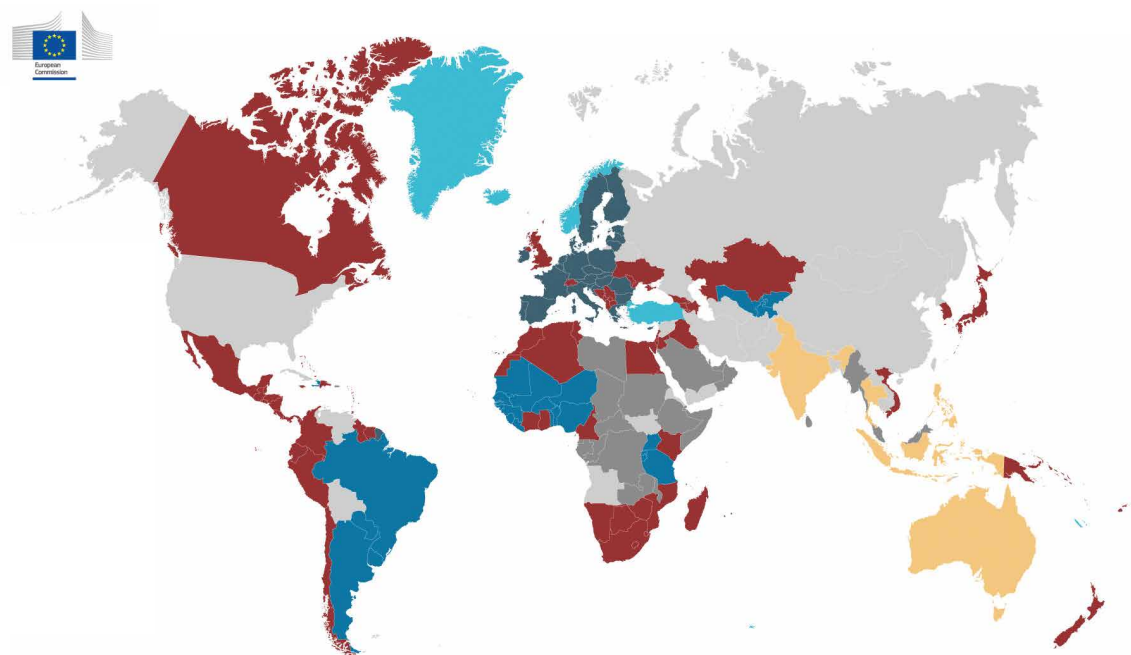
AMERICA LATINA: LA STRADA DELLA DIVERSIFICAZIONE

Stretta tra potenze rivali, l'America Latina adotta una strategia di non allineamento. Il Brasile ne è un esempio lampante. Sebbene la Cina sia il suo principale partner commerciale e sia più affidabile da quando è iniziato il protezionismo statunitense, il governo del presidente Lula si impegna attivamente anche con gli Stati Uniti e l'UE. Una strategia simile a quella dell'India, che partecipa ai grandi forum senza mai allinearsi completamente (ha infatti rifiutato di aderire al RCEP nel 2019).

Diversificando le sue alleanze ed evitando la dipendenza, l'America Latina cerca di preservare il proprio margine di manovra. Tuttavia, questa strategia non la protegge da tutte le conseguenze della politica di Trump: l'economia messicana, ad esempio, dovrebbe entrare in recessione nel 2025, con il Fondo Monetario Internazionale (FMI) che ha rivisto la previsione di crescita dal +1,4% al -0,3%.

GRAFICO 1: ACCORDI COMMERCIALI DELL'UE NEL 2025

- Unione Europea (UE)
- Unione Doganale, SEE e PTOM*
- In vigore**+
- Adozione/Ratifica in corso**
- In fase di negoziazione**
- In sospenso**
- Nessun accordo**



* Spazio Economico Europeo (SEE) / Paesi e Territori d'Oltremare (PTOM).

** Accordo di Libero Scambio (ALS), Accordo di Libero Scambio Approfondito e Complessivo (ALCAC), Accordo di Partenariato e Cooperazione Rafforzato (APCR), Accordo di Partenariato e Cooperazione con elemento preferenziale (APC).

+ Gli accordi aggiornati con la Tunisia e l'Africa Orientale e Australe sono attualmente in fase di revisione; l'accordo aggiornato con il Cile è in fase di ratifica. L'ALCAC con la Georgia non si applica in Ossezia del Sud e in Abkhazia.

Fonti: Commissione europea, Indosuez Wealth Management.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

Le nostre previsioni di crescita superiori al consenso riflettono la nostra convinzione che i dazi doganali non siano gli unici motori dell'attività economica: le economie occidentali stanno affrontando le turbolenze commerciali partendo da basi relativamente solide. Tuttavia, è probabile un rallentamento entro la fine dell'anno.

OSTACOLI IN VISTA, MA L'ECONOMIA STATUNITENSE CONTINUA A CORRERE

Dopo un primo trimestre difficile, caratterizzato da un calo del commercio netto, il secondo trimestre si preannuncia più dinamico. La crescita del prodotto interno lordo (PIL) è stata rivista al rialzo al 3% su base annualizzata (contro il -0,2% del primo trimestre), e la nostra previsione annuale ora raggiunge l'1,7%, al di sopra del consenso. Questa revisione riflette una prospettiva di crescita più equilibrata, favorita da una tregua commerciale tra Stati Uniti e Cina, dai ricorsi legali contro la politica tariffaria di Trump e da una possibile anticipazione della spinta fiscale.

Il mercato del lavoro resta solido, sebbene emergano segnali di rallentamento. Il tasso di disoccupazione è rimasto stabile al 4,2% a maggio, mentre la crescita dei salari si è mantenuta robusta al 3,9%, supportando i consumi. Le vendite al dettaglio sono diminuite dello 0,9% a maggio, ma, escluse le automobili e i carburanti – influenzate dal calo degli acquisti anticipati legati ai dazi nei mesi precedenti – le vendite core sono aumentate dello 0,4%, rispetto al -0,1% di aprile.

I dazi doganali rimangono un fattore chiave. Il loro impatto sull'inflazione ufficiale è ancora moderato (2,4% su base annua a maggio), ma un'indagine della Federal Reserve (Fed) di New York evidenzia che molte aziende hanno aumentato i prezzi, anche su prodotti non direttamente colpiti dai dazi. L'impatto inflazionistico completo è stato ritardato dall'accumulo anticipato di scorte e dalla compressione dei margini, ma dovrebbe manifestarsi entro luglio 2025. Le aspettative di inflazione a un anno sono aumentate significativamente, pur rimanendo stabili nel lungo termine.

La Fed dovrebbe ridurre i tassi al 4% entro la fine del 2025, e successivamente al 3,5% nel 2026. Inoltre, la strategia tariffaria di Trump ha incontrato un ostacolo legale: un tribunale federale ha dichiarato alcune misure illegali. Sebbene i dazi rimangano in vigore in attesa dell'esito giudiziario, questa incertezza sottolinea i limiti del potere esecutivo. La guerra commerciale dovrebbe gradualmente attenuarsi, con una tariffa media sulle importazioni americane che si stabilizzerà intorno al 15%.

AREA EURO: CAUTO OTTIMISMO

L'economia dell'Area Euro è cresciuta dello 0,6% nel primo trimestre del 2025, il doppio rispetto alle stime iniziali. L'Irlanda ha guidato la crescita con un aumento del 9,7%, seguita dalla Spagna (+0,6%) e dalla Germania (+0,4%). Gli investimenti fissi sono aumentati dell'1,8%, trainati da acquisti anticipati di attrezzature prima dell'introduzione di nuovi dazi, dalla riduzione dei tassi della BCE e da una ripresa degli investimenti immobiliari.

Sebbene il settore dei servizi stia rallentando, la fiducia nell'industria è in miglioramento, sostenuta da un migliore utilizzo delle capacità produttive e da un accesso al credito più agevole. Tuttavia, le incertezze legate al commercio potrebbero pesare su investimenti e produzione. La tenuta del PIL potrebbe diminuire già dal secondo trimestre, ma non prevediamo più una recessione nella seconda metà dell'anno.



1,8%

investimento fisso

DELL'AREA
EURO NEL
PRIMO
TRIMESTRE



Le pressioni inflazionistiche si stanno attenuando, grazie a un euro più forte, alla diminuzione dei prezzi alla produzione e alla riduzione dei rischi di ritorsioni tariffarie. Secondo l'indice della BCE, la crescita dei salari dovrebbe scendere all'1,7% entro la fine del 2025, rispetto al 5,4% di un anno prima. In questo contesto, la BCE ha ridotto i tassi al 2% a giugno e i mercati prevedono un'ulteriore riduzione all'1,75% entro dicembre, una traiettoria che condividiamo.

In Francia la crescita è rimasta moderata, trainata dai consumi delle famiglie, sostenuti dal recupero dell'indicizzazione delle pensioni e da elevati redditi finanziari. In Germania sono state annunciate nuove misure fiscali, tra cui un "booster per gli investimenti" basato su un ammortamento accelerato (fino al 75% per i veicoli elettrici a partire dal 30 giugno). Tra le altre misure figurano una riduzione dell'IVA nel settore della ristorazione e una diminuzione delle tasse sull'elettricità. Secondo l'Istituto Tedesco dell'Economia, queste misure offriranno un alleggerimento netto di 12 miliardi di euro (0,26% del PIL) per famiglie e imprese.

MERCATI EMERGENTI: DINAMICHE DIVERGENTI

In Cina, la crescita è rallentata all'1,2% nel primo trimestre del 2025 (dopo l'1,6% nel quarto trimestre del 2024). Le autorità hanno intensificato le misure di sostegno alla domanda interna. A maggio, le vendite al dettaglio hanno sorpreso al rialzo (+6,4% su base annua), così come la produzione industriale (+5,8%). La disinflazione persiste, con una diminuzione dei prezzi al consumo dello 0,1% e un calo dei prezzi alla produzione del 3,3%.

L'India si afferma come la locomotiva dei mercati emergenti. Il PIL è cresciuto del 7,4% su base annua nel primo trimestre del 2025, ben oltre le aspettative. Il paese dovrebbe superare il Giappone e diventare la quarta economia mondiale.

Le tensioni in Medio Oriente hanno fatto salire i prezzi del petrolio sopra i 70 dollari al barile. Un prezzo del petrolio vicino ai 90-100 dollari al barile potrebbe mettere sotto pressione l'inflazione statunitense. In Europa, l'effetto sarebbe più contenuto grazie a una fiscalità più elevata sui carburanti, che spinge la soglia critica a circa 100 dollari. Tuttavia, gli aumenti di produzione previsti dall'OPEC+ dovrebbero limitare questa impennata.

TABELLA 1: PREVISIONI MACROECONOMICHE 2024 - 2026, %

● Previsioni al ribasso dall'ultima edizione ● Previsioni al rialzo dall'ultima edizione

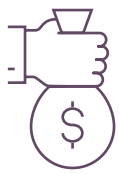
	PIL			INFLAZIONE		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
USA	2,8%	1,7%	1,6%	3,0%	3,1%	2,9%
Area Euro	0,8%	1,1%	1,4%	2,4%	2,0%	2,0%
Cina	5,0%	4,5%	4,5%	0,2%	1,4%	1,5%
Mondo	3,2%	2,8%	2,9%	-	-	-

Fonte: Indosuez Wealth Management.



Sam VEREECKE
CIO Fixed Income, DPAM

Il governo americano, come molti altri paesi, ha un debito pubblico significativo. Questo debito è principalmente finanziato attraverso l'emissione di titoli del Tesoro, che includono i buoni del Tesoro (a breve termine), le note del Tesoro (a medio termine) e le obbligazioni del Tesoro (a lungo termine). Tra gli investitori troviamo privati, aziende, fondi pensione, la Federal Reserve e altri governi. In generale, si tratta del debito detenuto dal pubblico.



Il
DEBITO
PUBBLICO
DEGLI STATI
UNITI
è pari al
98,1%
del PIL

L'ammontare totale attuale del debito pubblico è di circa 28,9 trilioni di dollari, pari al 98,1% del prodotto interno lordo (PIL) degli Stati Uniti (un trilione equivale a mille miliardi). Tuttavia, il governo americano ha anche altre obbligazioni intra-governative legate alla Sicurezza Sociale e al Medicare. Queste obbligazioni rappresentano circa 7,3 trilioni di dollari, ovvero il 24,6% del PIL.

Dal punto di vista degli investitori, l'attenzione è maggiormente rivolta al debito pubblico, poiché questi titoli devono essere costantemente rifinanziati. Il debito totale, che include sia il debito pubblico che quello intra-governativo, ammonta quindi a 36,2 trilioni di dollari, ovvero il 122,7% del PIL. Per confronto, il debito della Germania è pari al 63% del PIL, quello della Francia al 113%, e quello del Giappone al 250% circa del PIL.

Da un punto di vista economico, un livello moderato di debito pubblico consente una politica fiscale "anticiclica": quando l'economia si indebolisce, il governo può prendere in prestito per sostenere l'attività economica. Gli investitori spesso acquistano queste obbligazioni volentieri, considerandole sicure, soprattutto in periodi di rallentamento.

Tuttavia, livelli costantemente elevati di debito pubblico (alti rapporti debito/PIL) sollevano preoccupazioni sulla loro sostenibilità, poiché queste obbligazioni sono percepite come meno sicure. Questo può rendere più difficile l'assunzione dei prestiti o far aumentare i costi degli interessi, poiché gli investitori diventano più riluttanti. Questo può innescare una spirale del debito, in cui l'aumento dei pagamenti degli interessi richiede un maggiore indebitamento, portando a tassi ancora più elevati. Alla fine, questo potrebbe limitare il governo e ridurre la sua flessibilità politica, come si è visto durante la crisi dell'Area Euro.

Il governo americano ha livelli elevati di debito pubblico? Il dibattito è stato riaperto dalla legge "One Big Beautiful Bill Act" (in italiano: Grande e Bellissimo Atto Legislativo) di Trump, approvata dalla Camera dei Rappresentanti il 22 maggio 2025. Questa legge aggiungerebbe 3 trilioni di dollari ai deficit americani nel corso del prossimo decennio, secondo le stime dell'Ufficio del Bilancio del Congresso (CBO). Analisti indipendenti prevedono un aumento ancora maggiore.

Il debito pubblico attualmente ammonta al 98,1% del PIL e dovrebbe aumentare fino al 117,1% nel prossimo decennio, secondo le politiche esistenti. A seguito della nuova legge, e utilizzando le proiezioni di deficit menzionate, il CBO stima ora che potrebbe raggiungere il 123,8% entro il 2034. Supponendo che il debito intra-governativo non aumenti sostanzialmente entro quella data, il debito totale potrebbe superare il 150% del PIL entro il 2034.

La domanda chiave è se gli Stati Uniti stiano entrando in una spirale del debito. Attualmente non è così, anzi, il contrario. I tassi di interesse non mostrano una tendenza al rialzo. Il grafico 2, pagina 9, mostra che i rendimenti dei titoli del Tesoro a 10 anni hanno oscillato negli ultimi due anni senza una tendenza chiara verso l'alto. In effetti, oggi sono persino più bassi rispetto all'inizio del 2025. Queste fluttuazioni nei tassi di interesse riflettono piuttosto cambiamenti nelle aspettative di crescita e inflazione, e non un deterioramento della sostenibilità del debito.



Un investitore può attualmente ottenere un rendimento del 4,4% (al 18 giugno 2025) su quello che è probabilmente uno degli investimenti più sicuri e liquidi disponibili. Nel 2020, questi tassi erano inferiori all'1%, rendendo le obbligazioni attuali molto più attraenti. Gli attuali livelli dei tassi di interesse stanno attirando un numero maggiore di investitori. Il rischio di una spirale del debito è ridotto, poiché un maggior numero di acquirenti entrerebbe nel mercato quando i rendimenti sono più alti. Inoltre, in quanto una delle più grandi classi di attività al mondo, il debito statunitense rimane un punto di riferimento per molti investitori istituzionali, comprese le banche centrali straniere. Tuttavia, l'incertezza recente legata alle politiche americane ha eroso il suo status di "attività di riserva".

Ci sono altri aspetti da considerare. Recentemente, la sostenibilità del debito americano è stata ampiamente trattata dai media e molti investitori rimangono sotto-investiti. Questo tipo di sotto-investimento strutturale spesso innescia rialzi quando gli investitori tornano dopo un periodo di assenza. Inoltre, il Tesoro statunitense potrebbe emettere meno obbligazioni a lungo termine, poiché sono più difficili da piazzare sul mercato. Tuttavia, un debito a più breve termine deve essere rifinanziato più frequentemente.

A medio termine, potrebbero emergere altre dinamiche. Se il deterioramento fiscale dovesse continuare, i cosiddetti "bond vigilantes" (investitori che monitorano il debito sovrano) potrebbero fare pressione sul governo aumentando i rendimenti dei titoli del Tesoro, costringendo Washington a ridurre i deficit. Questo sarebbe un percorso più doloroso per ripristinare la sostenibilità del debito.

Esistono anche altri strumenti, anche se preferiremmo non vederli utilizzati. La Fed potrebbe riprendere l'acquisto di titoli di stato, come accaduto nel decennio precedente. In alternativa, il governo potrebbe obbligare enti come banche, assicuratori o fondi pensione ad acquistare più obbligazioni. Queste opzioni sono indesiderabili, poiché equivalgono a una repressione finanziaria e comportano una cattiva allocazione del capitale.

In conclusione, la sostenibilità del debito è una questione cruciale e merita un dibattito serio, negli Stati Uniti e altrove. La strada più prudente resta la disciplina fiscale. Gli attuali rendimenti rendono le obbligazioni attraenti, anche se molti investitori rimangono prudenti. Se necessario, esistono strumenti meno desiderabili per stabilizzare i mercati, ma per ora siamo lontani dal doverli utilizzare. La domanda chiave per molti investitori rimane: qual è il rendimento target per acquistare di più?

GRAFICO 2: RENDIMENTO DI UN'OBBLIGAZIONE DEL TESORO A 10 ANNI, %



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



UN RECUPERO SIGNIFICATIVO IN VISTA DI UN'ESTATE IMPREVEDIBILE



Nicolas GAZIN
Global Head of Equity Solutions



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

I mercati azionari hanno cancellato la correzione primaverile, sostenuti da una stabilizzazione dei dati macroeconomici e da un sentiment di mercato tornato più ottimista, grazie in particolare a una temporanea distensione sul fronte commerciale. Tuttavia, con l'avvicinarsi della stagione estiva, la mancanza di visibilità politica e il rinnovarsi delle tensioni in Medio Oriente potrebbero causare un ritorno della volatilità, in un mercato talvolta caratterizzato da volumi più bassi.

EUROPA

L'area beneficia di un contesto strutturale in miglioramento, con una politica monetaria più accomodante (allentamento atteso dalla BCE), importanti piani di stimolo fiscale e una valutazione azionaria ancora attraente, soprattutto rispetto al mercato americano.

Condizioni finanziarie più favorevoli, combinate con una volontà politica chiara e determinata per una sovranità europea, dovrebbero sostenere le imprese domestiche.

Le piccole e medie capitalizzazioni hanno attraversato il periodo di sottoperformance relativa più lungo degli ultimi 25 anni, colpite dall'inflazione, dalla guerra in Ucraina, dall'interruzione delle catene di approvvigionamento e dalla debolezza del motore economico tedesco.

Tuttavia, la combinazione di un sostegno fiscale equivalente al Piano Marshall (quasi 1.000 miliardi di euro in 10 anni) e delle riduzioni fiscali previste a partire dal 2028 rappresenta dei catalizzatori significativi per questo segmento.

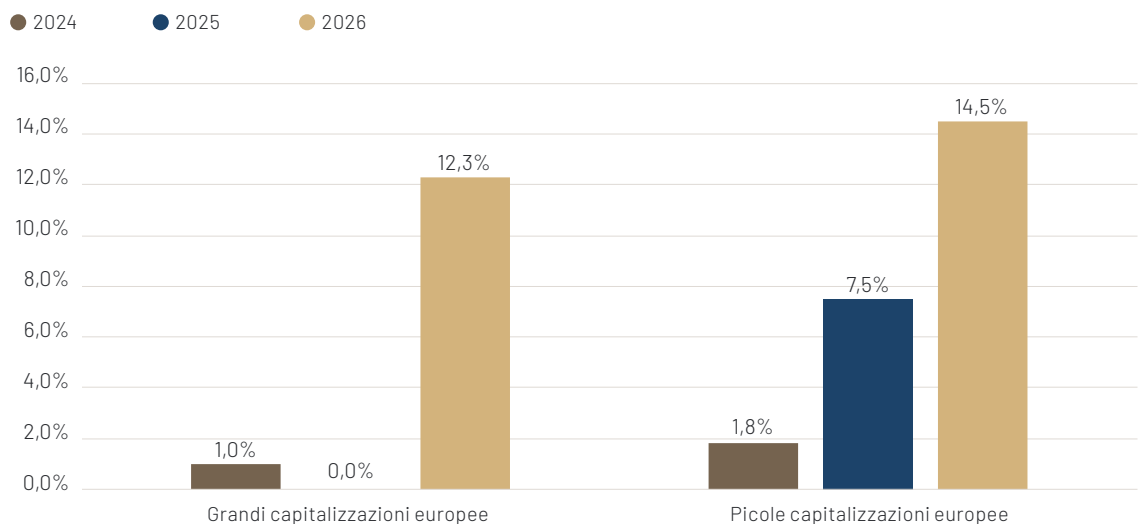
Inoltre, il posizionamento sulle azioni europee, in particolare sulle piccole capitalizzazioni, rimane ancora limitato, mentre il rischio di recessione si allontana e l'attività di fusioni e acquisizioni riprende a crescere. La crescita degli utili per le piccole imprese è prevista in aumento per il 2026 (+14,5%), quasi il doppio rispetto alla crescita attesa per le grandi capitalizzazioni (grafico 3). In un contesto geopolitico incerto, il segmento beneficia ora di fattori di supporto più strutturali a medio termine, con un potenziale di rivalutazione interessante.



Piccole
capitalizzazioni
europee:
+14,5%

di crescita degli utili
nel 2026

GRAFICO 3: CRESCITA DEGLI UTILI PER AZIONE DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE EUROPEE, %



Fonti: DPAM, Bloomberg dati aggiornati al 03.06.2025, Indosuez Wealth Management.



STATI UNITI

Dalla metà di aprile, i mercati americani hanno registrato un rimbalzo fulmineo, trainati da quello che gli analisti definiscono il "TACO¹ Trade", l'idea che Donald Trump spesso finisca per fare marcia indietro sulle sue minacce. Questo fenomeno ha riaccessato l'ottimismo degli investitori, nonostante le persistenti incertezze geopolitiche e commerciali.

L'aumento del mercato è stato inoltre sostenuto da solidi risultati aziendali, in particolare nel settore tecnologico, e dal supporto implicito al progetto di legge "One Big Beautiful Bill Act" (in italiano: Grande e Bellissimo Atto Legislativo), sebbene quest'ultimo debba ancora essere approvato dal Congresso. La legge propone una riduzione delle tasse per le imprese e un aumento sostanziale delle spese militari e infrastrutturali, che dovrebbero favorire il settore industriale e le aziende domestiche americane.

Tuttavia, sullo sfondo, le tensioni politiche rimangono elevate. Trump ha recentemente sospeso alcuni dazi doganali, ma il livello complessivo resta storicamente alto, ponendo un rischio stagflazionistico per gli Stati Uniti.

Infine, le pubblicazioni degli utili aziendali per il primo trimestre hanno superato le aspettative (+12% su base annua), ma le prospettive rimangono prudenti e le revisioni al ribasso degli utili per azione continuano. Con un rapporto prezzo/utili di 22 volte gli utili futuri per l'indice S&P 500, le valutazioni rimangono elevate rispetto alle medie storiche.

ASIA

Il calo del dollaro e la rivalutazione delle aspettative di politica monetaria della Fed hanno favorito i mercati emergenti. L'Asia, esclusa la Cina, rimane attraente in termini di prospettive economiche e di valutazione, in particolare per l'India, dove i fondamentali sono più solidi e la crescita più prevedibile.

In Cina, nonostante un recente rimbalzo delle azioni, le incertezze sui dazi permangono e le misure di stimolo si fanno ancora attendere, limitando nel breve termine la sostenibilità della ripresa.

Il Giappone, invece, resta molto sensibile all'ambiente commerciale globale. L'apprezzamento dello yen, legato a un approccio più cauto della Banca del Giappone, pesa sugli esportatori. Tuttavia, le valutazioni sono tornate attraenti, in particolare nel settore bancario, che potrebbe dare nuovo slancio al mercato.

STILI DI INVESTIMENTO

Il ritorno alla prudenza estiva porta spesso a un aumento della volatilità durante l'estate, il che potrebbe rendere nuovamente attraente lo stile Qualità e i titoli difensivi, soprattutto dopo il notevole rimbalzo dei titoli *Growth* americani. Nonostante revisioni degli utili più resilienti sui titoli *Growth*, lo stile *Value* continua a beneficiare del ciclo di normalizzazione delle politiche monetarie e di un maggiore supporto fiscale in Europa.

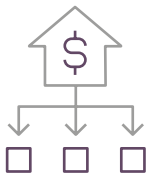
I titoli difensivi, che hanno sottoperformato durante il rimbalzo, potrebbero tornare interessanti se i tassi a lungo termine dovessero salire per motivi negativi (come un deterioramento fiscale) o se l'attività economica dovesse rallentare nuovamente.

In definitiva, l'estate potrebbe offrire opportunità per gli investitori azionari.

1 - TACO: *Trump Always Chickens Out*, in italiano: Trump si sgonfia sempre.

Lucas MERIC
Investment Strategist

Il deprezzamento del dollaro americano è proseguito nelle ultime settimane, con gli investitori che mantengono una visione decisamente pessimista sulla valuta statunitense. Alcuni fattori macroeconomici, geopolitici o legati al posizionamento potrebbero giustificare una visione più sfumata nel breve termine, ma manteniamo una posizione strategicamente negativa sul dollaro, considerando eventuali rimbalzi come un'opportunità per diversificare le nostre esposizioni in valuta. In particolare, continuiamo ad avere una visione positiva sull'euro e sull'oro.



Il
73%
delle banche
centrali
si aspetta un
CALO
delle
**RISERVE IN
DOLLARI**

BIGLIETTO VERDE: COME UNA PIETRA CHE ROTOLA

I mesi si susseguono e si somigliano per il dollaro, che ha continuato a indebolirsi dalla metà di maggio. Questo calo è stato penalizzato da una dinamica inflazionistica che ha sorpreso al ribasso per il quarto mese consecutivo. L'aumento dei dazi doganali, per ora, ha esercitato una pressione inflazionistica molto limitata sui prezzi al consumo, grazie alle strategie delle imprese (importazioni anticipate e compressione dei margini) che si sono rivelate piuttosto efficaci finora.

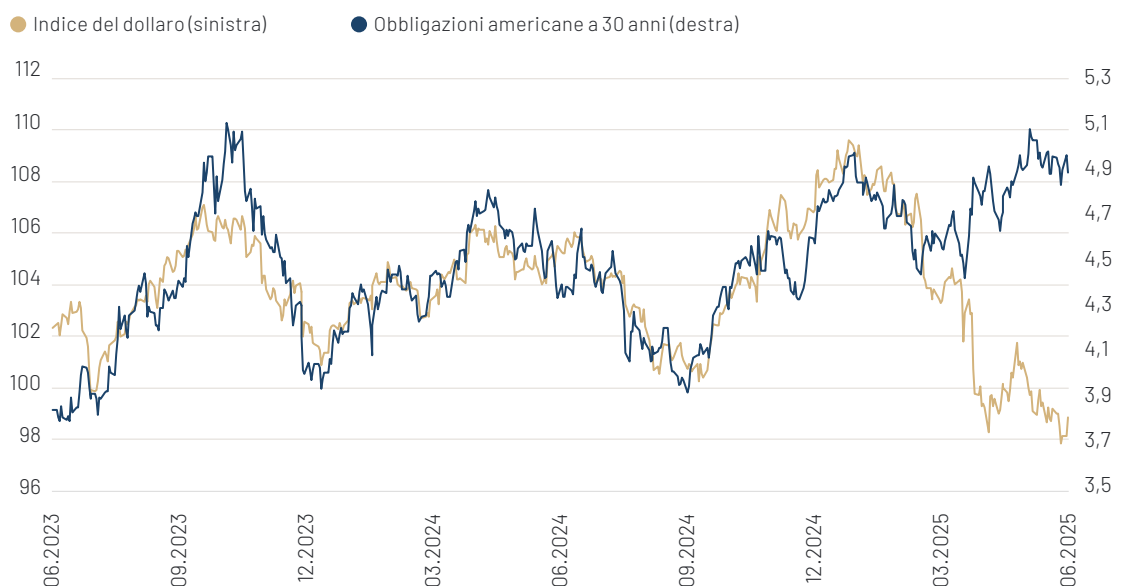
A seguito del movimento di sfiducia degli investitori internazionali nei confronti del dollaro, discusso nelle nostre precedenti edizioni, i recenti sviluppi politici ed economici non hanno migliorato il sentiment sul biglietto verde, che continua

a perdere terreno nonostante l'aumento dei tassi a lungo termine negli Stati Uniti (grafico 4).

Le negoziazioni sul bilancio americano stanno riaccendendo le preoccupazioni degli investitori sulla sostenibilità del debito pubblico statunitense. Inoltre, la proposta di legge che prevede di tassare gli investimenti internazionali, in particolare quelli provenienti da paesi con sistemi fiscali considerati ingiusti dagli Stati Uniti, su alcuni asset americani, aggiunge un ulteriore elemento alla lunga lista di fattori negativi per il dollaro.

Una cosa è chiara: il pessimismo sul dollaro è molto elevato, e sono rari i commentatori di mercato che manifestano una visione positiva sulla valuta statunitense. Questo si riflette in un posizionamento che si è fortemente contratto nelle ultime settimane.

GRAFICO 4: DECOUPLING TRA IL DOLLARO E I TASSI A LUNGO TERMINE AMERICANI (STATI UNITI)



Fonti: Reuters, Indosuez Wealth Management.



Una configurazione del genere potrebbe offrire supporti temporanei al dollaro, soprattutto se il mix crescita-inflazione negli Stati Uniti si dimostrasse più solido del previsto, inducendo la Fed a rallentare il suo ciclo di normalizzazione monetaria. Anche un aumento delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente potrebbe rappresentare un fattore positivo nel breve termine, poiché il dollaro rimane comunque un bene rifugio privilegiato durante periodi di incertezza globale sui mercati finanziari. Inoltre, un aumento dei prezzi del petrolio rappresenta uno shock positivo per i termini di scambio degli Stati Uniti, che rimangono uno dei principali esportatori mondiali di petrolio.

IL GRANDE RIEQUILIBRIO

Tuttavia, guardando al quadro generale, non perdiamo di vista il fatto che il dollaro, in termini di parità di potere d'acquisto, rimane storicamente sopravvalutato. L'attuale contesto dovrebbe favorire un continuo riequilibrio dei portafogli degli investitori, sia diversificandosi dai mercati finanziari americani, in particolare a favore dell'Europa, sia aumentando i tassi di copertura sul dollaro. Questo movimento, già osservato nelle scorse settimane, soprattutto da parte di alcuni fondi pensione e da assicurazioni internazionali, potrebbe continuare a pesare sul biglietto verde.

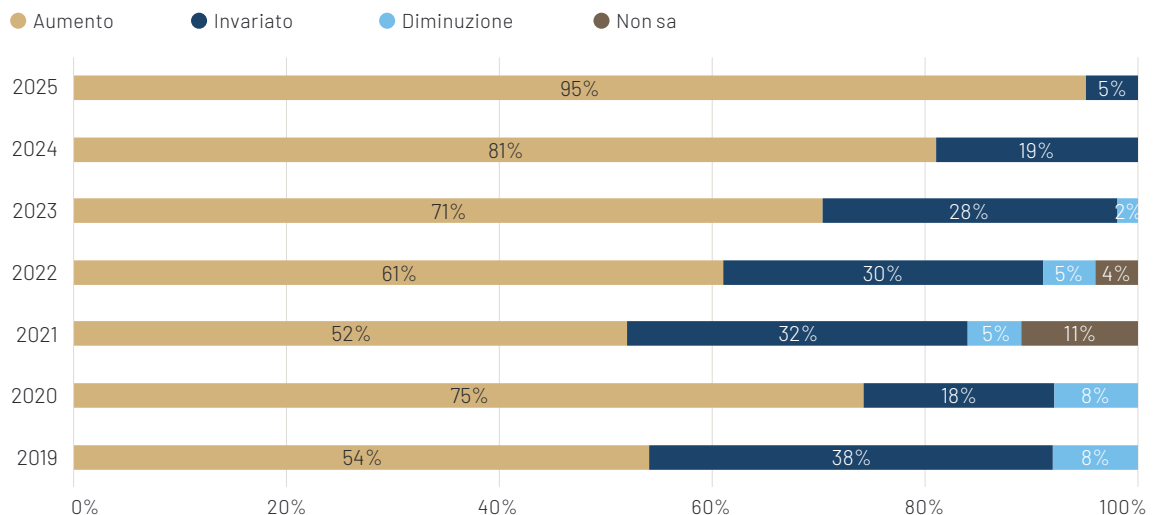
Nel frattempo, l'indagine annuale del World Gold Council (Consiglio Mondiale dell'Oro) del 2025², pubblicata a giugno, rivela che quasi tre quarti delle banche centrali si aspettano una riduzione dell'esposizione al dollaro nelle riserve globali nei prossimi cinque anni, rispetto al 42% del 2022.

Anche se il panorama di breve termine potrebbe apparire più sfumato rispetto alle recenti evoluzioni del dollaro, manteniamo una visione negativa sul biglietto verde, cogliendo eventuali rimbalzi come opportunità per rafforzare la nostra esposizione sull'euro.

Nel gioco della diversificazione, il grande vincitore degli ultimi anni è stato senza dubbio l'oro. Una recente pubblicazione della BCE³ sul ruolo internazionale dell'euro ha evidenziato la crescente quota di oro (20%) nelle riserve delle banche centrali, che ha persino superato l'euro (16%) nella gerarchia degli asset. Questo è dovuto all'accumulo da parte delle banche centrali dei paesi emergenti negli ultimi anni, ma anche all'impressionante aumento del prezzo del metallo giallo dal 2024. Tuttavia, l'oro resta ancora lontano dal re dollaro, che rappresenta poco meno della metà delle riserve (46%).

Lo stesso rapporto del World Gold Council rivela che il 95% delle banche centrali (grafico 5) si aspetta che la quota di oro nelle riserve globali continui ad aumentare nei prossimi 12 mesi, il che dovrebbe sostenere ulteriormente il prezzo del metallo giallo. Questo è anche rafforzato da un contesto economico e geopolitico profondamente incerto. In questo contesto, nonostante un posizionamento già elevato sull'oro, continuiamo a considerarlo un interessante asset di copertura nei nostri portafogli, con eventuali cali di mercato che potrebbero rappresentare opportunità interessanti per aumentare l'esposizione.

GRAFICO 5: EVOLUZIONE PREVISTA DELLE RISERVE IN ORO DELLE BANCHE CENTRALI NEI PROSSIMI 12 MESI, %



Fonti: World Gold Council, Indosuez Wealth Management.

2 - Central Bank Gold Reserves Survey 2025 | World Gold Council: <https://www.gold.org/goldhub/research/central-bank-gold-reserves-survey-2025>.

3 - The international role of the euro: <https://www.ecb.europa.eu/press/other-publications/ire/html/ecb.ire202506.en.html>.



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager



AREA EURO:
crescita
DELL'1,1%
NEL 2025
e
DELL'1,4%
NEL 2026

SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** aumentiamo le nostre previsioni di crescita negli Stati Uniti all'1,7% per il 2025 e manteniamo l'1,6% per il 2026. I dati economici recenti mostrano una tenuta notevole, mentre il contributo netto del commercio estero al PIL dovrebbe riprendersi nel secondo trimestre. Nell'Area Euro, ora prevediamo una crescita dell'1,1% nel 2025 e dell'1,4% nel 2026. Infine, i mercati emergenti dovrebbero continuare a registrare livelli di crescita sostenuti.
- **Inflazione:** abbassiamo la nostra previsione di inflazione negli Stati Uniti al 3,1% per il 2025, alla luce delle ultime pubblicazioni sull'evoluzione dei prezzi. Il rallentamento degli affitti dovrebbe sostenere la disinflazione, mentre l'impatto dei dazi potrebbe essere posticipato rispetto alle nostre stime iniziali. Tuttavia, rimaniamo vigili per la seconda metà dell'anno, poiché diverse analisi indicano che alcune imprese stanno considerando di aumentare i prezzi a causa dei dazi. Nell'Area Euro, il percorso di disinflazione appare più chiaro: l'apprezzamento dell'euro e il rallentamento atteso dell'inflazione salariale dovrebbero stabilizzare l'inflazione intorno al 2%.
- **Banche centrali:** in assenza di un deterioramento significativo del mercato del lavoro, la Fed dovrebbe mantenere una politica monetaria restrittiva nei prossimi mesi per valutare più precisamente gli impatti inflazionistici legati ai dazi. Tuttavia, di fronte al graduale rallentamento dell'attività economica, manteniamo la previsione di due riduzioni dei tassi entro la fine dell'anno. Nell'Area Euro, la BCE, con maggiore flessibilità, ha già effettuato diversi tagli dei tassi. Prevediamo un ultimo taglio nel secondo semestre, con un tasso terminale sui depositi dell'1,75%.
- **Risultati aziendali:** il periodo di revisioni al ribasso delle previsioni sugli utili, in un contesto di elevata incertezza economica, sembra giungere al termine. La stagione dei risultati del primo trimestre si è rivelata complessivamente rassicurante, sebbene permangano disparità settoriali.

- **Ambiente di rischio:** sebbene il culmine delle tensioni commerciali sembri essere stato raggiunto all'inizio di aprile, i rischi economici e finanziari rimangono significativi. Numerose scadenze politiche e geopolitiche potrebbero riaccendere la volatilità sui mercati quest'estate. Continuiamo a ritenere opportuno aggiungere una certa asimmetria ai portafogli, specialmente considerando che i tradizionali asset rifugio, ad eccezione dell'oro, hanno perso il loro status di copertura a breve termine.

CONVINZIONI DI ALLOCAZIONE

Azioni

- Dopo una notevole ripresa dei mercati azionari, abbiamo adottato un approccio tattico di prudenza espresso da un leggero sottopeso sulle azioni americane. Le incertezze sulla politica americana rimangono elevate e, sebbene alcune tensioni commerciali sembrano attenuarsi, potrebbero riemergere rapidamente. Parallelamente, le tensioni geopolitiche in Medio Oriente stanno tornando in primo piano. Infine, le valutazioni delle azioni americane appaiono nuovamente elevate. Con importanti scadenze politiche e geopolitiche imminenti, prevediamo un'estate volatile.
- Tuttavia, siamo pronti a reimpiegare la liquidità in caso di una correzione di mercato. L'economia statunitense mostra una certa tenuta, mentre sono attese misure di stimolo fiscale. Il posizionamento degli investitori sulle azioni si è ridimensionato, le revisioni al ribasso degli utili stanno stabilizzandosi e i riacquisti di azioni proseguono. Questi elementi favoriscono un progressivo reimpiego della liquidità verso le azioni a medio termine.
- Al momento, continuiamo a privilegiare le azioni europee, nonostante i negoziati commerciali con gli Stati Uniti si stiano prolungando. I flussi rimangono favorevoli, con gli investitori che cercano di diversificarsi dagli asset americani, attratti da valutazioni più convenienti e da una maggiore visibilità economica. In particolare, le piccole capitalizzazioni dovrebbero beneficiare dei piani di stimolo, dei tagli dei tassi della BCE e di una minore esposizione alle politiche commerciali americane o all'apprezzamento dell'euro. Parallelamente, i mercati emergenti, in particolare quelli asiatici, rimangono sovrappesati nelle nostre allocazioni.



Obbligazioni

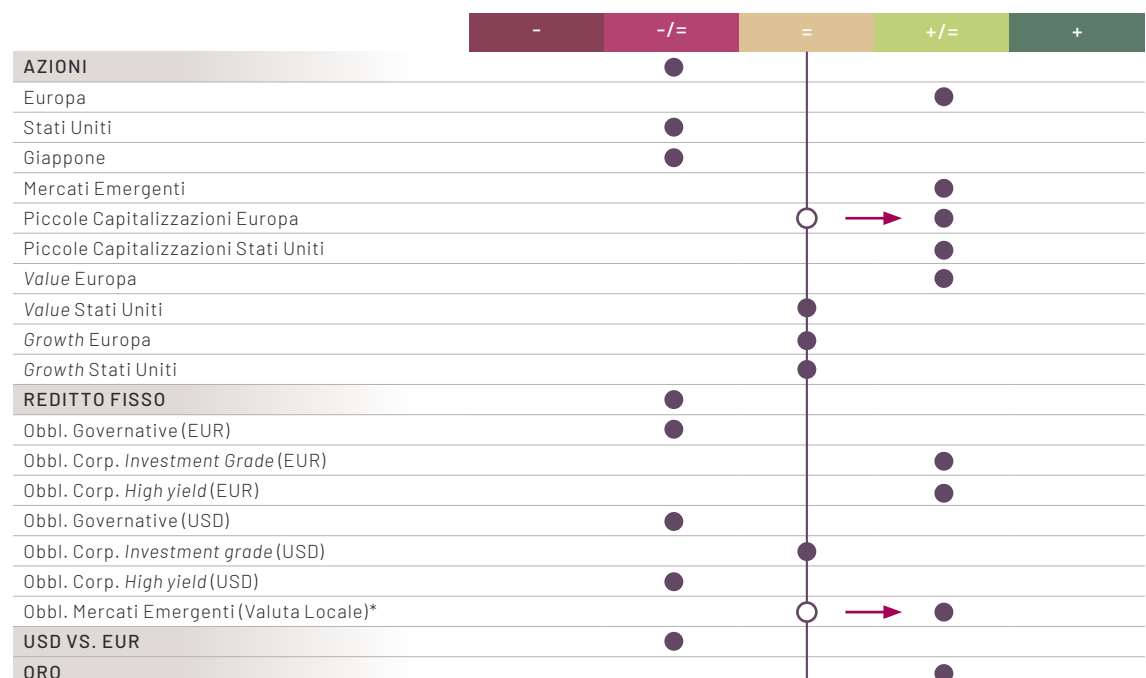
- Manteniamo una duration sottopesata ai tassi rispetto ai nostri indici di riferimento. Negli Stati Uniti, le incertezze legate alla politica fiscale e alle discussioni sul bilancio stanno alimentando una crescente sfiducia degli investitori verso il debito americano. In questo contesto, privilegiamo i titoli di Stato dell'Area Euro, con una preferenza per le scadenze brevi che offrono un rendimento aggiustato per il rischio più interessante.
- Sul segmento del credito, rimaniamo prudenti sugli asset americani, poiché il contesto macroeconomico e politico incerto giustifica un approccio più cauto. Manteniamo invece una forte convinzione sul credito europeo. I rendimenti rimangono interessanti, con una bassa volatilità realizzata. Questa classe di asset dovrebbe continuare a beneficiare di flussi aggiuntivi man mano che il divario di rendimento con i fondi monetari si amplia.
- All'interno delle nostre allocazioni denominate in dollari, rafforziamo la nostra convinzione sul debito dei paesi emergenti in valuta locale. Oltre a offrire rendimenti interessanti, la svalutazione del dollaro rispetto alle valute emergenti, combinata con politiche monetarie più accomodanti in questi paesi, rappresenta un sostegno alla performance.

Mercati valutari

- I dibattiti sul bilancio negli Stati Uniti, le negoziazioni sui dazi e la situazione in Medio Oriente continueranno a influenzare il sentiment sul dollaro americano. Sebbene la prospettiva di una svalutazione del dollaro sia ampiamente condivisa dagli investitori, manteniamo una sottopesposizione significativa rispetto ai nostri indici di riferimento. La perdita temporanea dello status di bene rifugio, l'aumento dei tassi di copertura da parte degli investitori istituzionali e la progressiva diversificazione delle riserve valutarie dovrebbero continuare a esercitare una pressione al ribasso sul dollaro nel medio termine.
- In questo contesto, continuiamo a favorire l'oro, che offre la migliore fonte di diversificazione in periodi di avversione al rischio e beneficia di una domanda sostenuta da parte delle banche centrali.

CONVINZIONI CHIAVE - VISIONE TATTICA

○ Maggio 2025 ● Giugno 2025



* Sovrappeso solo nella griglia in USD.

Fonte: Indosuez Wealth Management.



DATI AGGIORNATI AL 18 GIUGNO 2025

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	4,39%	-20,76	-17,81
Francia 10A	3,21%	-9,80	1,80
Germania 10A	2,50%	-14,80	13,20
Spagna 10A	3,13%	-13,50	6,90
Svizzera 10A	0,29%	-12,40	-3,50
Giappone 10A	1,45%	-6,60	36,50

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	39,57	1,36%	9,65%
Titoli di Stato in EUR	212,67	0,53%	1,65%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	236,78	0,67%	2,41%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	374,63	1,19%	3,61%
Titoli di Stato USA	325,44	0,87%	3,15%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	44,91	0,81%	1,19%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9400	0,52%	-0,01%
GBP/USD	1,3422	0,01%	7,24%
USD/CHF	0,8187	-0,82%	-9,78%
EUR/USD	1,1480	1,31%	10,88%
USD/JPY	145,13	1,01%	-7,68%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	20,14	-0,73	2,79

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	5.980,87	2,33%	1,69%
FTSE 100 (Regno Unito)	8.843,47	0,65%	8,20%
STOXX Europe 600	540,33	-2,44%	6,44%
Topix	2.808,35	2,76%	0,84%
MSCI World	3.899,46	1,82%	5,17%
Shanghai SE Composite	3.874,97	-1,06%	-1,52%
MSCI Emerging Markets	1.193,45	1,61%	10,97%
MSCI Latam (America Latina)	2.291,51	1,56%	23,69%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	219,85	-2,29%	7,68%
MSCI Asia Ex Japan	780,56	2,15%	10,86%
CAC 40 (Francia)	7.656,12	-3,22%	3,73%
DAX (Germania)	2.3317,81	-3,34%	17,12%
MIB (Italia)	3.9418,61	-2,79%	15,31%
IBEX (Spagna)	13.923,20	-2,69%	20,08%
SMI (Svizzera)	11.959,47	-3,40%	3,09%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.022,00	-1,05%	-8,37%
Oro (USD/Oncia)	3.369,38	1,64%	28,38%
Greggio WTI (USD/Barile)	75,14	22,04%	4,77%
Argento (USD/Oncia)	36,91	10,31%	26,23%
Rame (USD/Tm)	9.655,50	1,28%	10,12%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	3,99	18,44%	9,80%

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

	MARZO 2025	APRILE 2025	MAGGIO 2025	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (18 GIUGNO 2025)
MIGLIORI	4,27%	6,26%	6,15%	2,76%	23,69%
+	2,12%	1,04%	5,69%	2,33%	10,97%
	0,38%	0,86%	5,03%	2,15%	10,86%
	-0,07%	0,74%	5,00%	1,82%	8,20%
	-0,16%	0,53%	4,02%	1,61%	7,68%
	-0,87%	0,32%	4,00%	1,56%	6,44%
	-2,58%	-0,76%	3,27%	0,65%	5,17%
	-4,18%	-1,02%	1,85%	-1,06%	1,69%
	-4,64%	-1,21%	0,91%	-2,29%	0,84%
PEGGIORI	-5,75%	-3,00%	0,80%	-2,44%	-1,52%

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 risultato 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.

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.

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.

Trump Put: Percezione degli investitori che la politica economica e le dichiarazioni del presidente Trump potrebbero influenzare i mercati azionari in modo da limitarne il ribasso.

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.



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.º 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: Alexandre Drabowicz.

Finito di redigere il 20.06.2025.

