



# MONTHLY HOUSE VIEW

Agosto-Settembre 2025

Tempi caldi, guerra fredda

01• Editoriale	P3
TEMPI CALDI, GUERRA FREDDA	
02• Focus	P4
SINTESI ESTIVA: PRODUTTIVITÀ DELL'UE E RISCHIO FISCALE AMERICANO	
03• Macroeconomia	P6
LE APPARENZE INGANNANO	
04• Reddito Fisso	P8
L'INDIPENDENZA DELLA BANCA CENTRALE AMERICANA È A RISCHIO?	
05• Azioni	P10
UN RIMBALZO SOLIDO MA CON RISCHI LATENTI	
06• Cambi	P12
EURO: L'ANELLO MANCANTE	
07• Asset allocation	P14
SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE	
08• Monitor dei mercati	P16
PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI	
09• Glossario	P17
Dichiarazione di esclusione di responsabilità	P18



Delphine  
DI PIZIO TIGER  
Deputy Global Head of  
Investment Management

Cari Lettori,

Mentre le tensioni commerciali si intensificano quest'estate, l'attualità rimane incandescente. Nel giro di un anno, il tasso effettivo dei dazi doganali statunitensi è esploso, passando dal 2,5% a circa il 15%, e questo ancor prima dell'entrata in vigore di nuove ondate previste per l'estate. Qual è il risultato? Una doppia penalizzazione per i consumatori americani: prezzi più alti sui prodotti importati, sia a causa dei dazi doganali sia, in misura minore, della svalutazione del dollaro. Questa pressione si traduce in un'inflazione in aumento, che ha raggiunto il 2,7% a giugno, con un'accelerazione prevista nei prossimi mesi, anche se meno marcata rispetto alle previsioni iniziali.

Sul fronte geopolitico, gli Stati Uniti intensificano la loro offensiva commerciale verso il Sud-Est asiatico. Alcuni Paesi della regione sono ora soggetti a dazi doganali che possono arrivare fino al 40%, un colpo indiretto alla catena di approvvigionamento cinese. Al centro dell'attenzione c'è il fenomeno del *Transshipment*, una pratica in cui merci prevalentemente fabbricate in Cina transitano attraverso un Paese terzo prima di essere esportate negli Stati Uniti. La dinamica del Vietnam ne è un esempio: approfittando delle tensioni sino-americane, il Paese ha visto la sua produzione manifatturiera crescere del 70% in otto anni, con una correlazione quasi perfetta tra l'aumento delle sue importazioni dalla Cina e l'esplosione delle sue esportazioni verso gli Stati Uniti.

Andando oltre, Donald Trump punta il dito contro i Paesi allineati alle politiche "anti-americane" dei BRICS (Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica). La minaccia? Dazi doganali aggiuntivi per chi sostiene iniziative come BRICS Pay, un sistema di pagamento internazionale basato su blockchain che mira ad aggirare SWIFT e a privilegiare le valute locali. Donald Trump ha dichiarato: "Se il dollaro perdesse lo stato di valuta di riserva mondiale, sarebbe come perdere una guerra mondiale". In questo contesto geopolitico teso, seguiremo con attenzione la quarta conferenza sul ruolo internazionale del dollaro, organizzata dalla Federal Reserve (Fed), che si terrà il 25 ed il 26 settembre a New York. Tra i temi in agenda, un focus sui pagamenti transfrontalieri.

Contemporaneamente, Donald Trump alza i toni sul conflitto in Ucraina. Minaccia di imporre dazi "secondari" del 100% se non si raggiungerà un cessate il fuoco entro il 2 settembre. Queste sanzioni, la cui implementazione pone diversi interrogativi, potrebbero colpire il settore energetico, come il petrolio, prendendo di mira i principali partner commerciali della Russia, in particolare Cina e India.

Donald Trump, in cerca del Premio Nobel per la Pace, mostra un volto duplice: da un lato, promuove la fine dei conflitti aperti; dall'altro, accelera una nuova guerra fredda con la Cina. La constatazione è chiara: la supremazia americana e quella del dollaro sono minacciate. Ma la sua risposta, centrata su massicci dazi doganali, potrebbe rivelarsi controproducente, colpendo in primo luogo il portafoglio degli americani. Il "*One Big Beautiful Bill Act*"<sup>1</sup> punta a ridare slancio all'economia statunitense, ma i ricavi generati dai dazi rischiano di essere insufficienti per placare le preoccupazioni degli investitori riguardo alla finanza pubblica americana.

Tuttavia, l'economia globale, così come quella degli Stati Uniti, rimane solida. Secondo il Fondo Monetario Internazionale (FMI), solo il 5% dei Paesi nel mondo è minacciato da una recessione, un livello storicamente basso che non veniva raggiunto dal 2007. Anche il tasso di disoccupazione nei Paesi OCSE ha raggiunto un minimo storico del 5%, mentre i profitti aziendali sono cresciuti del 7% su base annua nel primo trimestre, portando i mercati azionari a nuovi massimi nella maggior parte delle economie avanzate.

In questa edizione, vi invitiamo a esplorare più a fondo il tema delle tensioni fiscali negli Stati Uniti e a concentrarvi sull'Europa, con un'analisi sulle sfide della produttività e sul futuro della moneta unica, mentre l'Area Euro si prepara ad accogliere il suo 21° membro: la Bulgaria.

Buona lettura!

1 - In italiano: Grande e Bellissimo Atto Legislativo.



# SINTESI ESTIVA: PRODUTTIVITÀ DELL'UE E RISCHIO FISCALE AMERICANO



Hans BEVERS  
Chief Economist  
Degroof Petercam

I mesi estivi si prestano raramente a un'efficienza ottimale o a una gestione rigorosa del bilancio. Tuttavia, offrono l'opportunità di prendere del tempo e avere una visione d'insieme. In questo articolo, esaminiamo sia la sfida della produttività in Europa sia la situazione di bilancio tesa negli Stati Uniti.



PRODUTTIVITÀ  
dopo la pandemia:

+2%  
nell'Area Euro,  
+10%  
negli Stati Uniti

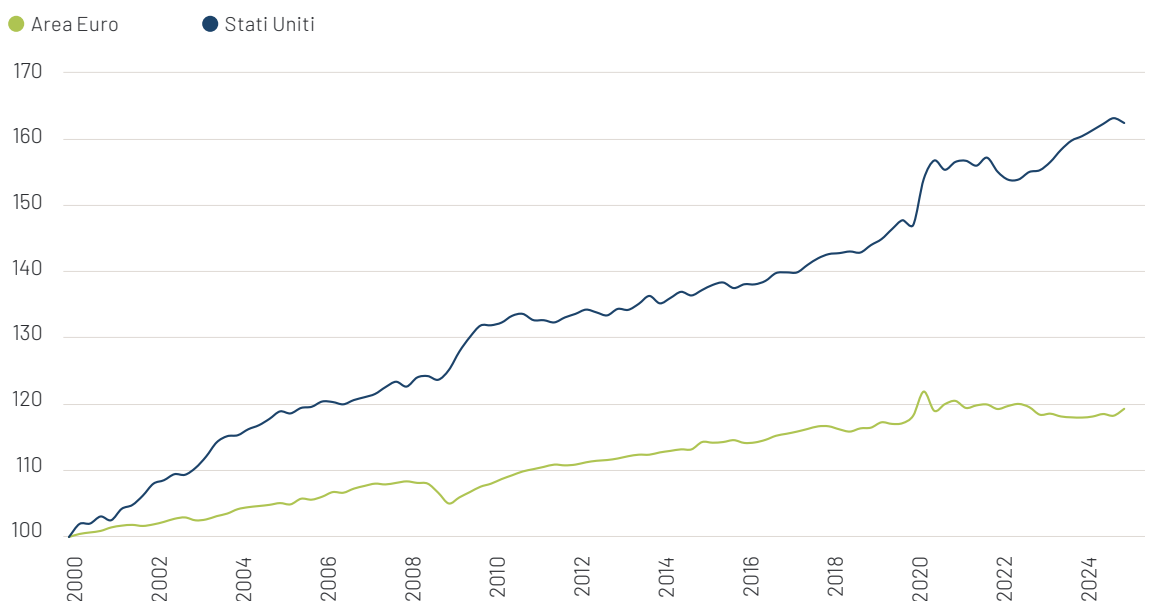
## I POLICYMAKERS EUROPEI ALLA RICERCA DI UNA MAGGIORE PRODUTTIVITÀ

Negli ultimi sei mesi, il sentimento nei confronti dell'Europa ha subito una trasformazione positiva. Le iniziative dell'amministrazione Trump hanno spinto la Germania a svelare piani di investimento significativi nelle infrastrutture, accompagnati da un'iniziativa paneuropea volta ad aumentare le spese per la difesa. Sebbene questo slancio politico, atteso da tempo, sia certamente benvenuto, non significa che le sfide strutturali che limitano il potenziale economico dell'Europa siano state risolte. Diversi Stati membri continuano a far fronte a posizioni fiscali precarie. Parallelamente, gli esportatori europei sono esposti alla recrudescenza di politiche protezionistiche negli Stati Uniti e a una crescente pressione concorrenziale da parte della Cina.

Tuttavia, la sfida principale risiede senza dubbio nell'aumento della produttività. Dall'inizio della pandemia, la produttività del lavoro nell'Area Euro è aumentata solo del 2%, un contrasto netto rispetto agli Stati Uniti, dove è cresciuta del 10%. Questo dato si aggiunge a due decenni di divario crescente nella produttività tra le due regioni (grafico 1).

Ovviamente, la produttività non è tutto nella vita. Ma in un contesto di transizione energetica, di rapido invecchiamento della popolazione, di tensioni geopolitiche e di vincoli di bilancio, una nuova accelerazione della crescita della produttività potrebbe semplificare molte cose. La diffusa convinzione, sostenuta dai rapporti Letta e Draghi (2024), è che la bassa crescita della produttività in Europa deriva da un mercato insufficiente in termini di integrazione, profondità e scala.

GRAFICO 1: PRODUTTIVITÀ DEL LAVORO, PRODUZIONE PER ORA LAVORATA,  
INDICE REALE (T1 2000 = 100)



Fonti: Eurostat, Ufficio Statunitense di Statistica del Lavoro, Indosuez Wealth Management.



Completare il mercato unico sarà quindi cruciale per liberare appieno il potenziale di crescita dell'Europa e dell'euro (vedi l'articolo Cambi a pagina 12). Esiste un notevole potenziale nell'eliminare le barriere interne al commercio. Un'analisi del Fondo Monetario Internazionale (FMI) mostra che i costi commerciali all'interno dell'Europa equivalgono a un dazio del 44% nel settore manifatturiero – tre volte superiori al 15% osservato tra gli Stati americani – e raggiungono fino al 110% nei servizi. I mercati frammentati di beni e servizi ostacolano i guadagni in termini di efficienza e gli investimenti delle imprese. Completare il mercato unico include anche l'integrazione dei mercati dei capitali e la creazione di un'attività europea sicura. Combinati con investimenti pubblici e per la difesa meglio coordinati, questi elementi non rappresentano un lusso, considerando che Stati Uniti e Cina stanno intensificando i loro sforzi nelle politiche industriali e nell'intelligenza artificiale (IA). In altre parole, per avere un impatto significativo, la scala dovrà essere europea piuttosto che nazionale. La questione resta se i policymakers europei sapranno andare oltre i vincoli nazionali e aiutare i cittadini a connettersi a una visione più ampia e ambiziosa per l'Europa.

#### BILANCIO FEDERALE AMERICANO IN DISALLINEAMENTO CON LO STATO DELL'ECONOMIA

In un contesto in cui la democrazia è messa alla prova da una polarizzazione politica profondamente radicata, lo status di bene rifugio degli Stati Uniti è sempre più messo in discussione, parallelamente ai dibattiti accesi sullo stato delle finanze pubbliche americane. Sebbene l'allarmismo fiscale legato direttamente alle implicazioni del *"One Big Beautiful Bill Act"* sembri esagerato – con entrate aggiuntive derivanti dai dazi doganali che potrebbero compensare in gran parte l'aumento del deficit – manca completamente la volontà politica di affrontare il problema del bilancio. A preoccupare non è solo la dimensione del deficit – che supera il 6% del PIL – ma il fatto che persista nonostante l'economia americana stia operando quasi a pieno impiego. Inoltre, con un rendimento dei titoli di Stato americani a 10 anni che ha raggiunto il 4,4%, ci si avvicina ai livelli attesi per la crescita nominale del PIL nei prossimi anni.

Non sorprende, quindi, che le finanze pubbliche americane siano diventate un tema di ricerca accademica sempre più rilevante. L'attuale deficit primario (circa il 3% del PIL), combinato con tassi di interesse strutturalmente più elevati e costi crescenti legati all'invecchiamento della popolazione, lascia presagire livelli di indebitamento in costante aumento nel prossimo decennio. Le preoccupazioni legate alla massiccia crescita delle emissioni di titoli del Tesoro hanno già spinto verso l'alto la componente del premio a termine quest'anno. Considerando il suo basso livello in una prospettiva storica e la situazione di bilancio attuale, non si può escludere il rischio di ulteriori pressioni al rialzo.

Sia chiaro, una crisi fiscale non è inevitabile. Un piano di bilancio credibile potrebbe rapidamente placare le preoccupazioni degli investitori. Purtroppo, un tale piano non esiste, e l'attuale panorama politico polarizzato lascia poco spazio all'ottimismo. Inoltre, ci si chiede fino a che punto lo status di "privilegio esorbitante" del dollaro continui a offrire protezione in un contesto in cui la fiducia nelle politiche interne ed estere degli Stati Uniti potrebbe ulteriormente erodersi. Certo, i timori di una spirale fuori controllo devono essere mitigati dal fatto che il governo americano emette il proprio debito nella propria moneta. Questo significa che può sempre trovare i mezzi per ripagare i suoi creditori ed evitare una crisi di liquidità autoindotta. Tuttavia, ciò non protegge l'economia dagli effetti potenzialmente negativi che potrebbero emergere. Un intervento della Fed per contenere i tassi di interesse potrebbe, qualora la stabilità dei prezzi venisse considerata meno prioritaria, alimentare le aspettative di inflazione, mentre una repressione finanziaria rischierebbe di frenare gli investimenti privati e i consumi. Sebbene impopolare, un approccio di bilancio tradizionale (riduzione delle spese, aumento delle tasse o una combinazione delle due) per risolvere il problema graverebbe comunque sull'attività economica.

In conclusione, il contesto economico e politico attuale suggerisce che le preoccupazioni sulle finanze pubbliche americane non siano prive di fondamento. Una crisi del debito imminente sembra improbabile, ma il tema della vulnerabilità fiscale degli Stati Uniti resterà certamente centrale negli anni a venire.



Bénédicte KUKLA  
Chief Strategist

Sebbene l'inflazione negli Stati Uniti sia stata rivista al ribasso nel breve termine, riflettendo le tendenze recenti, ci si aspetta una temporanea riaccelerazione nei prossimi mesi – anche se in misura minore rispetto a quanto previsto inizialmente. Questo contrasta nettamente con le prospettive in Europa e, soprattutto, in Cina, dove le dinamiche inflazionistiche rimangono più contenute.

#### STATI UNITI: INFLAZIONE, QUALE INFLAZIONE?

Dopo un rallentamento nel primo trimestre, la crescita del PIL statunitense nel secondo trimestre dovrebbe essere sostenuta da un'inversione al rialzo del commercio netto. Complessivamente, le previsioni di crescita del PIL per il 2025 rimangono invariate all'1,7%, con una leggera riduzione all'1,6% per il 2026. Tuttavia, la nostra analisi sull'inflazione ha subito delle modifiche. L'inflazione è stata inferiore alle aspettative per quattro mesi consecutivi, stabilizzandosi in linea con le previsioni di giugno (al 2,7%). Abbiamo rivisto le stime annuali dell'inflazione al 2,9% per il 2025 (contro il 3,1%) e al 2,8% per il 2026 (contro il 2,9%). Sebbene queste revisioni non siano drastiche, riflettono un minore trasferimento dei dazi doganali sui prezzi al consumo. Secondo le indagini delle Federal Reserve di New York e Atlanta, solo il 50% dei dazi viene trasferito sui consumatori, mentre il resto sembra essere assorbito dai margini aziendali e dalla riduzione dei prezzi delle importazioni (soprattutto nel settore dell'abbigliamento).

Nonostante questo miglioramento temporaneo, prevediamo un aumento dell'inflazione nella seconda metà del 2025 e nel primo semestre del 2026. I sondaggi sulle imprese indicano che le pressioni sui prezzi potrebbero riemergere con il restringimento del mercato del lavoro e la stabilizzazione della domanda. Tuttavia, il riassetto del mercato del lavoro – con una riduzione delle assunzioni e un tasso di disoccupazione previsto intorno al 4,5% nei prossimi mesi – dovrebbe contribuire a mantenere ancorate le aspettative sull'inflazione, limitando gli effetti di secondo livello sui salari.

Per quanto riguarda la politica monetaria, la Federal Reserve (Fed) adotterà un approccio prudente, con i mercati che ora anticipano una posizione più accomodante. Prevediamo due riduzioni dei tassi di interesse nel 2025, portando il tasso dei fondi federali al 4% entro la fine dell'anno, e altre due riduzioni nel 2026 per raggiungere il 3,5%, con rischi orientati verso ulteriori tagli. Questa prospettiva riflette la convinzione della banca centrale che lo shock inflazionistico sarà temporaneo e che l'economia potrà sostenere un graduale allentamento delle condizioni monetarie.

Nel frattempo, i bilanci di famiglie e aziende rimangono solidi, le condizioni finanziarie favorevoli e le catene di approvvigionamento resilienti di fronte alle perturbazioni tariffarie. Le vendite al dettaglio negli Stati Uniti sono rimbalzate a giugno (+0,6% su base mensile, rispetto allo 0,1% previsto), dimostrando la resilienza dei consumatori. Un rallentamento della crescita è atteso per la fine del 2025, ma non dovrebbe condurre l'economia in recessione, con una ripresa della crescita prevista per il 2026. Tuttavia, permangono rischi, tra cui la possibilità di ulteriori riduzioni dei tassi se la crescita rallentasse più del previsto. Inoltre, il recente "One Big Beautiful Bill Act" ha suscitato preoccupazioni sulla traiettoria del debito statunitense, sebbene non si preveda che offra uno stimolo fiscale significativo a breve termine.



STATI UNITI:  
circa il  
**50%**  
dei dazi doganali  
trasferiti sui  
consumatori



## AREA EURO: UNA CRESCITA SORPRENDENTE, MA CON CAUTELELA

Dall'altro lato dell'Atlantico, l'Area Euro ha registrato un inaspettato slancio di crescita. La nostra previsione del PIL per il 2025 è stata rivista al rialzo di 10 punti base (pb) fino all'1,2%, mentre la crescita per il 2026 rimane stabile all'1,4%, al di sopra delle aspettative del consenso. Tuttavia, gran parte di questa dinamica sembra derivare da un'anticipazione delle esportazioni europee verso gli Stati Uniti prima dell'introduzione di nuovi dazi doganali. La sostenibilità di questo slancio rimane quindi incerta. La potenziale volatilità della crescita del PIL irlandese rappresenta un rischio al ribasso per la crescita dell'Area Euro nel secondo trimestre, prima che il piano di rilancio fiscale tedesco inizi a produrre effetti verso la fine del 2025.

La Germania, tornata a essere il motore economico dell'Europa, dovrebbe beneficiare delle nuove riforme fiscali proposte a maggio e che entreranno in vigore nel 2025. I sondaggi congiunturali mostrano una resilienza relativa dell'economia tedesca: l'indice IFO delle aspettative è salito a 90,7 punti a giugno 2025, rispetto agli 89 punti di maggio, superando le previsioni di 90.

L'inflazione nell'Area Euro dovrebbe rimanere stabile al 2% nel 2025 e 2026, riflettendo progressi continui verso la stabilità dei prezzi. La Banca centrale europea (BCE) dovrebbe ridurre il tasso di riferimento all'1,75% nel 2025, con la minaccia persistente dei dazi doganali che potrebbe giustificare un ulteriore taglio di 25 pb in un contesto di commercio globale difficile.

## CINA: STABILITÀ A UN RITMO PIÙ LENTO

Il percorso economico della Cina rimane stabile, con una crescita del PIL prevista al 4,5% per il 2025 e il 2026. Il governo continua a puntare su consumi e investimenti tecnologici per rafforzare la produttività e garantire stabilità a lungo termine. Tuttavia, l'inflazione in Cina è stata significativamente rivista al ribasso, con una crescita dell'Indice dei Prezzi al Consumo (IPC) prevista allo 0,5% nel 2025 (contro l'1,4%) e all'1% nel 2026 (contro l'1,5%). Questi aggiustamenti riflettono una persistente deflazione dei prezzi alla produzione e pressioni inflazionistiche inferiori alle attese.

Nonostante le sfide, il governo cinese rimane focalizzato sul mantenimento della stabilità economica, con un ulteriore supporto monetario previsto per il 2025. L'accento strategico su consumo e innovazione sarà cruciale per sostenere la crescita, nonostante i venti contrari esterni.

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%	2,9%	2,8%
Area Euro	0,8%	1,2%	1,4%	2,4%	2,0%	2,0%
Cina	5,0%	4,5%	4,5%	0,2%	0,5%	1,0%
<b>Mondo</b>	3,2%	2,8%	2,9%	-	-	-

Fonte: Indosuez Wealth Management.

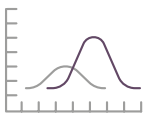


## L'INDIPENDENZA DELLA BANCA CENTRALE AMERICANA È A RISCHIO?



Alexander BELL  
Fixed Income Portfolio Manager

Negli ultimi mesi, il mercato obbligazionario statunitense ha affrontato numerose sfide: i dazi doganali e il dibattito sul loro impatto sull'inflazione, l'adozione del “*One Big Beautiful Bill Act*” (il progetto di punta della politica interna del presidente Trump che garantisce deficit di bilancio elevati a tempo indeterminato), e il consueto flusso di dati economici mensili.



Il rendimento del  
Tesoro statunitense

a

**10 ANNI**

stabile tra il

**4,2% E IL  
4,6%**

Nonostante il flusso di notizie, il rendimento dei titoli del Tesoro statunitense a 10 anni—probabilmente il tasso d'interesse più importante al mondo—è rimasto sorprendentemente stabile, oscillando in un intervallo ristretto tra il 4,2% e il 4,6% dalla fine di aprile.

Mentre continuiamo a dibattere internamente sui fattori che potrebbero portare a una rottura duratura di questa fascia—sia al di sotto del 4,2% sia al di sopra del 4,6%—un rischio significativo preoccupa i partecipanti al mercato obbligazionario: la possibilità che il presidente Trump destituisca Jerome Powell, presidente della Federal Reserve (Fed). Un evento del genere metterebbe seriamente in discussione l'indipendenza della Fed, un pilastro della politica monetaria americana da decenni. Questo scenario rappresenta un classico rischio di “cigno grigio”<sup>2</sup>: improbabile, ma con conseguenze potenzialmente significative.

Anche durante il suo primo mandato presidenziale, era evidente che Donald Trump e Jerome Powell non fossero sulla stessa lunghezza d'onda. Tuttavia, le critiche al presidente della Fed si sono intensificate notevolmente sotto Trump 2.0. Nel 2019, si trattava di osservazioni relativamente innocue, come commenti sulle capacità di Jerome Powell nel golf. Negli ultimi mesi, però, Donald Trump e i suoi alleati hanno aumentato le pressioni per ottenere una riduzione dei tassi di interesse. Di fronte all'indifferenza di Jerome Powell, hanno pubblicamente richiesto le sue dimissioni (sebbene il suo mandato quadriennale scada solo a maggio 2026). Questa campagna ha raggiunto il culmine mercoledì 16 luglio, quando una notizia ampiamente diffusa ha affermato che Donald Trump stava attivamente pianificando il licenziamento di Jerome Powell.

Sebbene Donald Trump abbia ritrattato le sue dichiarazioni un'ora dopo, abbiamo avuto un'anteprima della reazione del mercato in uno scenario simile: i rendimenti a breve termine dei titoli del Tesoro statunitense sono diminuiti, riflettendo la probabilità che un nuovo presidente nominato da Donald Trump possa essere più incline a ridurre rapidamente i tassi di interesse. Tuttavia, i rendimenti a lungo termine (10 anni e oltre) sono aumentati, provocando un forte rialzo della curva dei rendimenti.

Diverse ragioni convincenti spiegano perché una tale decisione potrebbe ritorcersi contro il suo promotore:

### SFIDE LEGALI SIGNIFICATIVE

Il presidente degli Stati Uniti non ha il potere di rimuovere il presidente della Fed senza una giusta causa, come un'inadempienza, una colpa o una negligenza nell'esercizio delle sue funzioni. Forse è per questo che le critiche recenti a Jerome Powell includono accuse di cattiva gestione riguardo al progetto di ristrutturazione dell'edificio della Federal Reserve.

### LA FED, UN'ISTITUZIONE COLLEGIALE

Il tasso dei fondi federali americani è stabilito da un comitato di 12 membri con diritto di voto, e non esclusivamente dal suo presidente. Secondo i verbali più recenti della Fed, la grande maggioranza dei membri del comitato sostiene il mantenimento dei tassi di interesse al livello attuale, in attesa di una comprensione più chiara dell'impatto dei dazi doganali sull'inflazione. Sembra improbabile che un nuovo presidente più “accomodante” riesca a convincere il comitato a ribaltare completamente la sua posizione.

2 - Un “cigno grigio” è un concetto che descrive un evento a bassa probabilità ma ad alto impatto, che è prevedibile ma né ampiamente anticipato né adeguatamente preparato.





## CONSEGUENZE CONTROPRODUCENTI

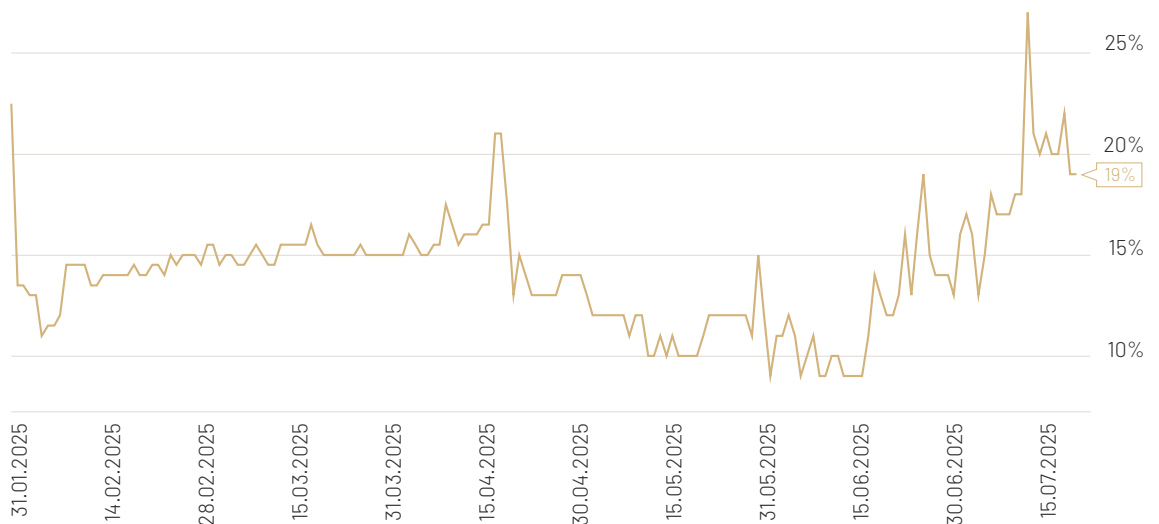
Se i tassi di interesse a breve termine sono fortemente influenzati dalla politica monetaria, i tassi a lungo termine sono largamente determinati dal mercato e possono persino muoversi in direzione opposta. Gli indicatori di mercato delle aspettative di inflazione a lungo termine sono rimasti ben ancorati intorno al 2,5% quest'anno, una delle ragioni principali per cui i rendimenti dei titoli del Tesoro a lungo termine si sono mantenuti in una fascia così ristretta. Se i mercati iniziassero a dubitare dell'indipendenza politica della Fed o della sua serietà nel perseguire l'obiettivo dell'inflazione, le aspettative di inflazione potrebbero aumentare rapidamente. Questo, a sua volta, spingerebbe al rialzo i rendimenti nominali a lungo termine. Ironia della sorte, per un'amministrazione che cerca di ridurre i costi di finanziamento a lungo termine, una tale decisione potrebbe ritorcersi spettacolarmente contro.

Detto ciò, anche con tutte queste ragioni che spiegano perché il licenziamento di Jerome Powell sarebbe una cattiva idea, possiamo escludere completamente questa possibilità? Purtroppo, no. Polymarket, la piattaforma decentralizzata di mercato predittivo, stima attualmente al 19% la probabilità che Jerome Powell venga rimosso dal suo incarico entro la fine del 2025 (grafico 2). Questo rischio di "cigno grigio" è uno dei principali fattori che sostengono la nostra visione prudente sulle obbligazioni americane a lunghissimo termine.

Una nota di speranza per gli investitori globali è che non vi è assolutamente alcuna preoccupazione riguardo all'indipendenza della Banca centrale europea (BCE). Questo, combinato con dinamiche inflazionistiche relativamente più favorevoli nell'Area Euro, ci spinge ad adottare una posizione relativamente più ottimista sul mercato obbligazionario europeo.

Guardando al futuro, l'unica certezza è che Trump 2.0 continuerà a tenere gli investitori del mercato obbligazionario con il fiato sospeso.

GRAFICO 2: JEROME POWELL RIMOSSO DALLA PRESIDENZA DELLA FED NEL 2025? STIME, %



Fonti: Polymarket, Indosuez Wealth Management.



Nicolas GAZIN  
Global Head of Equity Solutions



Laura CORRIERAS  
Equity Portfolio Manager

I mercati azionari proseguono la loro dinamica rialzista grazie al miglioramento degli indicatori economici e a un ritorno della fiducia. I rischi di recessione si allontanano e si torna a parlare di uno scenario “*Goldilocks*”. La stagione delle pubblicazioni dei risultati del secondo trimestre non dovrebbe deludere, considerando le basse aspettative (4% di crescita degli utili attesa negli Stati Uniti). Tuttavia, una maggiore volatilità e una stagionalità meno favorevole durante l'estate potrebbero offrire alcune opportunità di mercato.

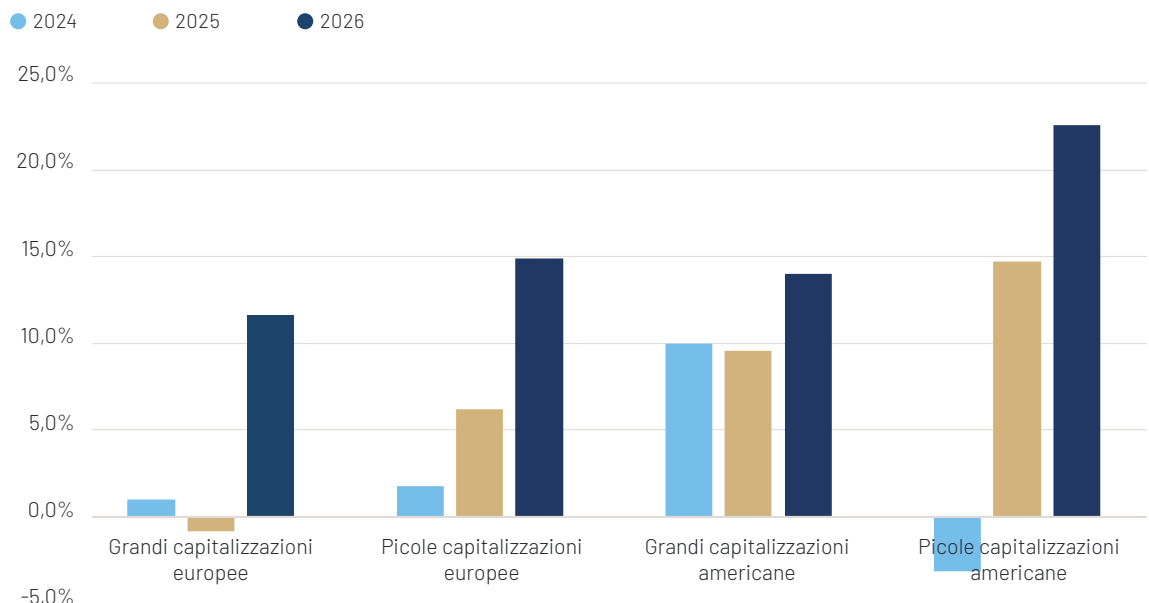
### EUROPA

L'Europa mostra i suoi nuovi punti di forza strutturali. La regione beneficia di un ambiente in miglioramento, sostenuto da una politica monetaria più accomodante (previsto un allentamento della BCE) e da importanti piani di rilancio fiscale (quasi 1.000 miliardi di euro in 10 anni). La volontà politica di favorire la sovranità economica e condizioni finanziarie più favorevoli dovrebbe sostenere la crescita.

Le piccole e medie imprese europee (PMI) dovrebbero trarre vantaggio da questo contesto “pro-crescita” e offrono un potenziale significativo dopo anni di sottoperformance. Con una crescita degli utili prevista al +14,9% nel 2026 (nettamente superiore alle grandi capitalizzazioni), valutazioni ancora attraenti e flussi ancora bassi, le PMI rappresentano punti di ingresso interessanti (grafico 3).

Infine, gli attori domestici, in particolare quelli che beneficiano della reindustrializzazione europea (costruzioni, difesa) e i titoli finanziari, continuano a rappresentare opportunità interessanti.

GRAFICO 3: CRESCITA DEGLI UTILI PER AZIONE, %



Fonti: DPAM, Bloomberg, (données au 03.07.2025), Indosuez Wealth Management.

3 - In italiano: “economia di Riccioli d’oro” che descrive una situazione economica ideale.



## STATI UNITI

I mercati statunitensi continuano il loro rimbalzo spettacolare, raggiungendo nuovi record storici (l'S&P 500 ha superato il livello simbolico dei 6.200 punti alla chiusura del 3 luglio). I flussi positivi, alimentati dall'ottimismo degli investitori, in particolare dei privati, rimangono un sostegno importante per i mercati azionari statunitensi. Questo rinnovato ottimismo è stato inoltre supportato dalla nuova legge *"One Big Beautiful Bill Act"*, recentemente approvata da entrambe le camere. Questa legge prevede una riduzione delle imposte per le imprese e un aumento sostanziale delle spese militari e infrastrutturali, che dovrebbero favorire il settore industriale e le aziende domestiche.

Inoltre, il *"One Big Beautiful Bill Act"* rappresenta un catalizzatore importante per le piccole e medie imprese statunitensi: l'ampliamento della deducibilità degli interessi potrebbe incrementare gli utili del +12% secondo alcuni analisti, considerando il loro profilo fortemente capitalizzato e la loro sensibilità agli oneri finanziari. Meno esposte alle tensioni commerciali rispetto alle grandi aziende esportatrici, queste imprese dovrebbero anche beneficiare di un indebolimento del dollaro e di un ambiente domestico e politico favorevole. Sebbene i costi di finanziamento rimangano una limitazione a breve termine, il miglioramento atteso degli utili nella seconda metà del 2025, combinato a questo sostegno fiscale, ne rafforza l'attrattiva.



**+22,6%**

di crescita degli  
utili per le small cap  
statunitensi nel  
2026

## ASIA

I mercati asiatici hanno registrato una ripresa significativa a giugno. Le tensioni commerciali globali si sono attenuate grazie alla tregua nella guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina. Questo accordo ha temporaneamente stabilizzato i rapporti tra le due superpotenze, contribuendo a migliorare il sentiment degli investitori globali.

Inoltre, l'elezione del nuovo presidente Lee Jae-Myung in Corea del Sud rilancia importanti riforme in materia di governance aziendale, con l'obiettivo di ridurre la sottovalutazione del mercato coreano. Una riforma fiscale mira anche a incoraggiare tassi di distribuzione più elevati attraverso un trattamento favorevole dei dividendi. Questi sviluppi potrebbero sostenere il mercato azionario e attrarre più investitori stranieri.

## STILI DI INVESTIMENTO

Negli Stati Uniti, il rimbalzo del mercato si è concentrato maggiormente sul tema della crescita, che continua a mostrare revisioni degli utili più resilienti. Il simbolo di questo rally è forse Nvidia, che ha superato la soglia dei 4.000 miliardi di dollari di capitalizzazione di mercato (un primato mondiale), avvicinandosi alla capitalizzazione complessiva delle aziende dell'EURO STOXX 50<sup>4</sup>. Questo record riflette il rinnovato interesse degli investitori per i temi legati all'intelligenza artificiale (IA) in senso lato.

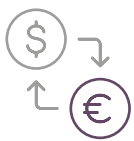
Da un lato, i settori della tecnologia e dei servizi di comunicazione negli Stati Uniti mostrano una crescita degli utili superiore rispetto ad altri settori. Dall'altro, le intenzioni di spesa in conto capitale delle aziende di questi settori sono state riviste al rialzo per il 2025, con un incremento anche nei servizi pubblici, in particolar nella produzione e distribuzione di energia, in forte espansione a causa della crescente domanda di elettricità.

4 - Indice che rappresenta le 50 maggiori capitalizzazioni dell'Area dell'Euro.



Bénédicte KUKLA  
Chief Strategist

Nonostante il calo registrato a luglio, l'indice dell'euro rimane in aumento di quasi il 16% dall'inizio dell'anno. Questa crescita, tuttavia, nasconde un problema più profondo: l'euro manca ancora di una solida base fiscale e finanziaria — una vera unione dei mercati dei capitali — che lo trasformerebbe in una valuta di riferimento mondiale. Sebbene siano in corso progressi, questo “anello mancante” mantiene l'euro forte, ma non supremo.



## L'EURO

raggiunge

1,17

contro il dollaro  
statunitense a metà  
2025

Dall'inizio del 2025, l'euro si è notevolmente rafforzato rispetto al dollaro statunitense, registrando un aumento del +13% a metà luglio. Sebbene questa rivalutazione sia impressionante, rimane lontana dai massimi storici: in cicli precedenti, l'euro si scambiava oltre 1,20 e talvolta vicino a 1,40. Il motore principale di questo recente movimento è più la debolezza del dollaro che la ripresa dell'euro.

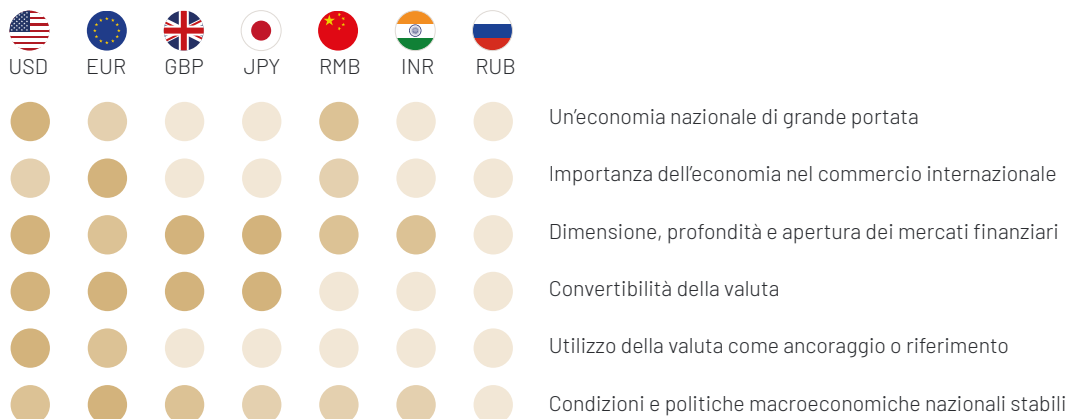
Di fronte alle preoccupazioni sulla “*weaponisation*” (utilizzo come arma) del dollaro, al rallentamento della crescita statunitense, alle aspettative di riduzione dei tassi della Fed e all'incertezza fiscale, gli investitori stanno diversificando le loro riserve allontanandosi dal dollaro. L'euro, quindi, beneficia di un rinnovato slancio di credibilità, grazie alla stabilità delle politiche dell'Area Euro e alle prospettive di crescita migliorate.

Nonostante il recente rafforzamento, l'euro rimane strutturalmente incompleto come vera valuta di riserva mondiale. Secondo l'Atlantic Council (grafico 4), l'Area Euro supera gli Stati Uniti per quota del commercio globale (13% contro 11%) e beneficia ora di una politica macroeconomica interna più stabile. Tuttavia, rimane indietro rispetto a Stati Uniti, Regno Unito e Giappone per quanto riguarda la dimensione e la profondità dei suoi mercati finanziari.

### UNA DINAMICA IN COSTRUZIONE

Ecco perché la nuova Unione del Risparmio e degli Investimenti (SIU), lanciata a marzo 2025, è cruciale. La SIU mira a incanalare i vasti risparmi privati europei verso investimenti transfrontalieri produttivi, a ridurre la dipendenza dal finanziamento estero e ad approfondire i mercati azionari e obbligazionari. Questa iniziativa si basa sulle proposte di unione bancaria e dei mercati dei capitali formulate dopo la crisi finanziaria globale.

GRAFICO 4: COSA SERVE PER DIVENTARE UNA VALUTA DI RISERVA?



Fonti: Atlantic Council, Indosuez Wealth Management.



L'Europa dispone di abbondanti risparmi, ma soffre di una mancanza di investimenti, con il contributo del settore privato che diventa sempre più essenziale di fronte ai significativi bisogni di investimento e ai vincoli di bilancio (esclusa la Germania). Attualmente, l'80% dei risparmi in Europa è detenuto sotto forma di depositi bancari, spesso confinati alle economie nazionali. Secondo il Fondo Monetario Internazionale (FMI), questo "bias domestico" si spiega con le barriere normative che limitano l'attività finanziaria transfrontaliera e frenano lo sviluppo di mercati dei capitali unificati. Ad esempio, la scarsa emissione di strumenti di cartolarizzazione in Europa deriva da normative non uniformi e da alti requisiti di capitale, che rendono difficile la creazione di titoli ipotecari che coinvolgano più paesi dell'Unione europea (UE). A tal proposito, la Commissione europea ha proposto a giugno 2025 una serie di riforme per affrontare questi ostacoli — un passo nella giusta direzione.

In sintesi, la SIU stimola la crescita, rafforza l'autonomia strategica riducendo la dipendenza dai finanziamenti esterni e consolida il ruolo globale dell'euro attraverso mercati dei capitali più profondi e liquidi nell'Area Euro.

L'emissione prevista di obbligazioni a livello UE, mentre l'Europa assume un ruolo maggiore nella propria difesa, potrebbe contribuire significativamente a questi obiettivi. La strategia di finanziamento congiunto dell'UE, avviata con iniziative come NextGenerationEU, rappresenta un primo passo verso un debito comune. Queste obbligazioni sovranazionali garantite dal bilancio dell'UE costituiscono una forma embrionale di debito condiviso.

Sebbene la loro portata sia ancora limitata, pongono le basi per un'attività sicura paneuropea — una condizione essenziale affinché l'euro diventi una valuta di riserva. Il programma SAFE (Security Action For Europe), proposto nel piano ReArm Europe a gennaio 2025, prevede di fornire 150 miliardi di euro sotto forma di prestiti a lungo termine e a basso costo agli Stati membri per i loro piani di difesa nazionale, finanziati tramite emissioni obbligazionarie dell'UE. Questa integrazione progressiva, seppur lenta, è percepita come strutturalmente favorevole all'euro nel lungo termine.

Inoltre, la politica fiscale espansiva della Germania è considerata un ulteriore sostegno per l'euro, ampliando il pool di attività sicure denominate in euro e stimolando la liquidità e la crescita. Anche l'introduzione dell'euro digitale da parte della Banca centrale europea (BCE) rappresenta un'iniziativa promettente, sebbene il suo impatto dipenda dalla sua adozione su larga scala.

## PROSPETTIVE A BREVE TERMINE

Nel breve termine, la svalutazione del dollaro potrebbe subire una pausa nelle prossime settimane, poiché molte cattive notizie sono già state scontate nei prezzi. Inoltre, nonostante i previsti tagli dei tassi negli Stati Uniti, il differenziale dei tassi di interesse rimane favorevole al dollaro. Questo non sarebbe necessariamente una cattiva notizia per l'Europa e il resto del mondo, in un momento in cui i dazi doganali tornano al centro delle discussioni. Infatti, il calo del dollaro ha agito come una sorta di "dazio doganale" aggiuntivo per gli esportatori globali. Tuttavia, a medio termine, la traiettoria dell'euro rimane positiva e dipenderà sempre più dai progressi nelle riforme istituzionali e nell'integrazione dei mercati dei capitali.

Altrove, il franco svizzero (CHF) rimane una valuta di finanziamento solida, con le preoccupazioni deflazionistiche in diminuzione. Lo yen (JPY), invece, resta intrappolato tra due fuochi: le elezioni generali in Giappone si sono svolte in un contesto di maggiore incertezza sui dazi statunitensi, mentre il differenziale dei tassi di interesse tra Stati Uniti e Giappone continua a pesare sul cambio USD/JPY.

Infine, l'alternativa più solida al dollaro rimane l'oro, che ora funge da seconda valuta di riserva de facto (superando persino l'euro), in particolare nei mercati emergenti.



Grégory STEINER  
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE  
Portfolio Manager

### SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** Negli Stati Uniti, le nostre previsioni di crescita rimangono invariate all'1,7% nel 2025 e all'1,6% nel 2026. I rischi per la crescita sembrano complessivamente bilanciati. Il mercato del lavoro statunitense mostra segnali di rallentamento ma rimane robusto, le condizioni finanziarie stanno migliorando e il recente piano di stimolo dovrebbe sostenere l'attività economica. Tuttavia, l'impatto a medio termine dei dazi doganali sulla traiettoria dell'economia americana resta incerto. Nell'Area Euro, prevediamo una crescita dell'1,2% nel 2025 e dell'1,4% nel 2026, sostenuta dall'attuazione graduale del piano di rilancio tedesco. I mercati emergenti continuano a essere il motore della crescita globale.
- **Inflazione:** Le recenti dinamiche più favorevoli osservate sull'inflazione statunitense, così come l'impatto minore atteso dei dazi doganali sui prezzi, ci portano a rivedere al 2,9% la nostra previsione di inflazione per gli Stati Uniti nel 2025. Tuttavia, le indagini sull'attività economica suggeriscono un aumento temporaneo dei prezzi nei prossimi mesi. Nell'Area Euro, l'inflazione dovrebbe stabilizzarsi intorno al 2%, sostenuta dall'apprezzamento dell'euro, dal rallentamento degli aumenti salariali e dall'afflusso di prodotti a basso costo provenienti dalla Cina.
- **Banche centrali:** Prevediamo ancora due riduzioni dei tassi da parte della Fed nel 2025 e un tasso terminale del 3,5% entro la fine del 2026. Questa traiettoria riflette la natura temporanea dello shock inflazionistico causato dai dazi doganali e il rallentamento progressivo del mercato del lavoro. Nell'Area Euro, la Banca centrale europea (BCE) beneficia di una maggiore flessibilità e ha già effettuato diverse riduzioni dei tassi. Anticipiamo almeno un ulteriore taglio, pur valutando che i rischi sono orientati al ribasso, in particolare se la forza dell'euro dovesse persistere o se la Fed intensificasse il proprio allentamento monetario.

- **Risultati aziendali:** Le revisioni al ribasso delle previsioni sugli utili sembrano essersi stabilizzate. La stagione dei risultati del secondo trimestre si apre in un contesto di aspettative relativamente modeste, il che limita il rischio di sorprese negative significative. L'impatto dei dazi doganali sui margini, così come l'effetto dell'apprezzamento dell'euro sugli utili delle aziende europee, saranno monitorati attentamente.
- **Ambiente di rischio:** In un contesto in cui le valutazioni delle azioni statunitensi rimangono elevate e si profilano importanti scadenze politiche ed economiche nell'estate, la volatilità potrebbe tornare, amplificata dalla bassa liquidità tipica di questo periodo. In presenza di livelli di volatilità realizzata bassi, e con un approccio prudente alla gestione del rischio, continuiamo a privilegiare l'integrazione di strategie di copertura opzionali a basso costo.

### CONVINZIONI DI ALLOCAZIONE

#### Azioni

- Dopo un periodo di prudenza tattica sui mercati azionari, motivato da numerose incertezze, abbiamo deciso di tornare a una posizione di neutralità rispetto ai nostri indici di riferimento. Questa decisione riflette un significativo miglioramento del contesto macroeconomico, sostenuto dall'adozione di piani di rilancio, da una distensione delle tensioni geopolitiche e da una Federal Reserve (Fed) che, pur rimanendo attendista, conserva margini di manovra in caso di deterioramento del mercato del lavoro.
- Sul piano microeconomico, la stabilizzazione delle previsioni sugli utili, combinata con l'impatto strutturalmente positivo dei programmi di riacquisto di azioni, offre un ulteriore supporto ai mercati. Tuttavia, con valutazioni elevate e scadenze importanti in arrivo quest'estate, non escludiamo un ritorno della volatilità, che potrebbe creare punti di ingresso interessanti per considerare una sovraesposizione alle azioni.



Ritorno alla  
**NEUTRALITÀ**  
sulle  
**AZIONI**



- Da un punto di vista geografico, manteniamo la nostra preferenza per le azioni europee. I flussi di investimento rimangono favorevoli, con gli investitori che cercano di diversificare i loro portafogli al di fuori degli asset statunitensi. All'interno dell'Area Euro, rimaniamo positivi sui titoli value e sulle *small cap*, che dovrebbero beneficiare dei tagli dei tassi della BCE e che sono meno vulnerabili all'apprezzamento dell'euro. Manteniamo anche una visione positiva sulle azioni dei mercati emergenti, in particolare quelle asiatiche, che beneficiano di un differenziale di crescita favorevole rispetto alle economie sviluppate, della marcata svalutazione del dollaro e delle politiche monetarie accomodanti delle banche centrali locali.

### Obbligazioni

- Manteniamo un sottopeso di duration rispetto ai nostri indici di riferimento. Negli Stati Uniti, le incertezze fiscali, accentuate dal piano di rilancio "One Big Beautiful Bill Act" e dal rifinanziamento di una parte significativa del debito, dovrebbero continuare a pesare sul premio a termine e sulle scadenze lunghe. Preferiamo quindi i titoli di Stato dell'Area Euro, in particolare le scadenze brevi (fino a 5 anni), meno esposte ai rischi fiscali e sostenute dai tagli dei tassi attesi da parte della BCE.

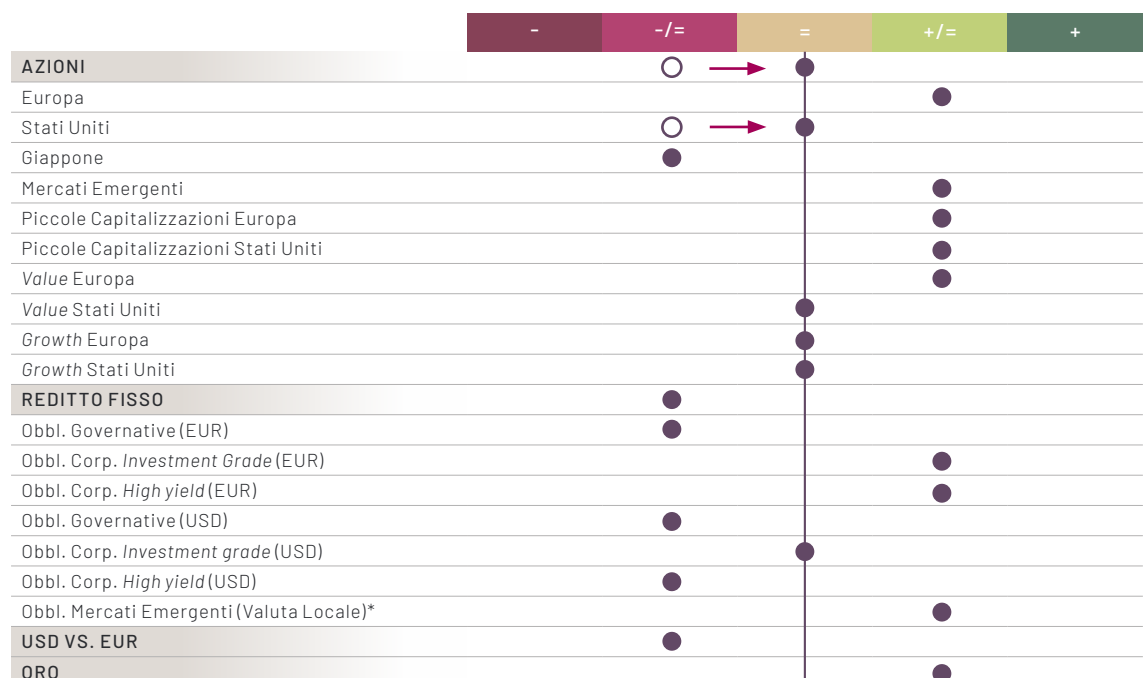
- Sul mercato del credito, rimaniamo prudenti sugli asset statunitensi. Le valutazioni elevate e la compressione limitata degli spread non compensano sufficientemente il rischio assunto dagli investitori. Tuttavia, manteniamo la nostra convinzione sul credito europeo, sostenuto da fondamentali solidi e da un'attività primaria dinamica, che dimostrano il crescente interesse degli investitori per gli asset a rendimento. Questa classe di attivi dovrebbe continuare ad attrarre significativi flussi, supportata da un differenziale di rendimento sempre più favorevole rispetto ai fondi monetari.

### Mercati valutari

- Dopo una fase di marcata svalutazione del dollaro, in particolare rispetto all'euro, questo movimento potrebbe rallentare nel breve termine. I mercati stanno rivalutando i tagli dei tassi della Fed, mentre la BCE manifesta disagio per un euro vicino a 1,20. Inoltre, il posizionamento netto sul dollaro rimane vulnerabile a un'inversione delle posizioni corte. A medio termine, la nostra prospettiva sul dollaro resta negativa, con i flussi di copertura istituzionali che limitano qualsiasi rimbalzo significativo. In questo contesto, continuiamo a privilegiare l'oro, bene rifugio per eccellenza, che offre una diversificazione ottimale e beneficia di una solida domanda strutturale da parte delle banche centrali.

## CONVINZIONI CHIAVE - VISIONE TATTICA

○ Giugno 2025      ● Luglio 2025



\* Sovrappeso solo nella griglia in USD.

Fonte: Indosuez Wealth Management.



DATI AGGIORNATI AL 25 LUGLIO 2025

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	4,39%	11,09	-18,12
Francia 10A	3,39%	12,10	19,10
Germania 10A	2,72%	12,60	35,20
Spagna 10A	3,31%	8,90	25,60
Svizzera 10A	0,44%	-2,50	11,50
Giappone 10A	1,60%	16,80	51,60

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	40,44	0,70%	12,06%
Titoli di Stato in EUR	212,13	-0,16%	1,40%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	238,50	0,75%	3,15%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	380,94	0,68%	5,36%
Titoli di Stato USA	327,04	-0,12%	3,66%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	45,47	0,33%	2,46%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9336	-0,25%	-0,69%
GBP/USD	1,3438	-2,03%	7,37%
USD/CHF	0,7954	-0,45%	-12,34%
EUR/USD	1,1742	0,20%	13,41%
USD/JPY	147,69	2,10%	-6,05%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	14,93	-1,39	-2,42

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	6.388,64	3,49%	8,62%
FTSE 100 (Regno Unito)	9.120,31	3,65%	11,59%
STOXX Europe 600	549,95	1,16%	8,34%
Topix	2.951,86	3,92%	5,99%
MSCI World	4.127,47	2,95%	11,32%
Shanghai SE Composite	4.127,16	5,24%	4,89%
MSCI Emerging Markets	1.257,78	2,38%	16,95%
MSCI Latam (America Latina)	2.265,96	-1,92%	22,31%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	238,48	4,21%	16,80%
MSCI Asia Ex Japan	824,72	2,65%	17,13%
CAC 40 (Francia)	7.834,58	1,86%	6,15%
DAX (Germania)	24.217,50	0,77%	21,64%
MIB (Italia)	40.726,26	2,48%	19,13%
IBEX (Spagna)	14.237,30	1,92%	22,79%
SMI (Svizzera)	11.955,73	-0,21%	3,06%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.249,00	8,52%	-1,49%
Oro (USD/Oncia)	3.337,30	1,92%	27,16%
Greggio WTI (USD/Barile)	65,16	-0,55%	-9,15%
Argento (USD/Oncia)	38,17	5,91%	30,52%
Rame (USD/Tm)	9.769,50	-1,10%	11,42%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	3,11	-16,82%	-14,40%

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

	APRILE 2025	MAGGIO 2025	GIUGNO 2025	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (25.07.2025)
MIGLIORI	6,26%	6,15%	5,69%	5,24%	22,31%
+	1,04%	5,69%	5,68%	4,21%	17,13%
	0,86%	5,03%	5,65%	3,92%	16,95%
	0,74%	5,00%	4,96%	3,65%	16,80%
	0,53%	4,02%	4,22%	3,49%	11,59%
	0,32%	4,00%	4,21%	2,95%	11,32%
	-0,76%	3,27%	2,50%	2,65%	8,62%
	-1,02%	1,85%	1,83%	2,38%	8,34%
	-1,21%	0,91%	-0,13%	1,16%	5,99%
PEGGIORI	-3,00%	0,80%	-1,33%	-1,92%	4,89%

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





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

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

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

**BLS:** Bureau of Labor Statistics.

**BNEF:** Bloomberg New Energy Finance.

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

**Ciclici:** Ciclici si riferisce ai titoli di aziende il cui andamento dipende dalle variazioni subite dell'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.

**"One Big Beautiful Bill Act" (in italiano: Grande e Bellissimo Atto Legislativo):** È il nome dato a un ampio disegno di legge di riconciliazione del bilancio approvato dal Congresso degli Stati Uniti e firmato in legge dal Presidente Trump il 4 luglio 2025. Si tratta di una grande e complessa legislazione che include numerose disposizioni che influenzano vari aspetti della vita americana, tra cui tasse, assistenza sanitaria, politica energetica e altro ancora.

**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.

**SAFE ("Security Action For Europe"):** è un programma europeo con una dotazione di 150 miliardi di euro, volto a facilitare gli acquisti congiunti di armamenti da parte degli Stati membri dell'UE. Fa parte di un piano più ampio di riarmo del continente, presentato dalla Commissione Europea, che mira a mobilitare fino a 800 miliardi di euro.

**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/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.



## 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 eroghino 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).

- **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 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.
- **In Belgio:** l'Opuscolo è distribuito 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).
- **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'indipendenza delle analisi finanziarie ai sensi del diritto svizzero. Di conseguenza, tali direttive non sono applicabili all'Opuscolo.
- **A Hong Kong Regione amministrativa speciale:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. Nessuna delle informazioni contenute nell'Opuscolo costituisce una raccomandazione d'investimento. L'Opuscolo non è stato sottoposto alla Securities and Futures Commission (SFC) né a qualsivoglia altra autorità di regolamentazione di Hong Kong. L'Opuscolo ed i prodotti menzionati al suo interno non sono stati autorizzati dalla SFC nell'accezione di cui alle sezioni 103, 104, 104A o 105 della Securities and Futures Ordinance (Cap. 571)(SFO).
- **A Singapore:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapore 068912. A Singapore, l'Opuscolo è destinato ovvero a investitori accreditati, investitori istituzionali o investitori esperti, secondo la definizione del Securities and Futures Act 2001 di Singapore. Per qualsiasi domanda relativa all'Opuscolo, i destinatari a Singapore possono contattare CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch.
- **Nel DIFC:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, filiale per il DIFC (Dubai International Financial Centre), Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai, società degli EAU regolamentata dall'Autorità di vigilanza sui servizi finanziari di Dubai ("DFSA"). Il presente Opuscolo è rivolto unicamente a clienti professionali e/o controparti di mercato e nessun altro soggetto dovrebbe agire in base ai medesimi. I prodotti o servizi finanziari cui la presente pubblicazione fa riferimento saranno resi disponibili esclusivamente a clienti che soddisfano i requisiti di cliente professionale e/o controparte di mercato previsti dalla DFSA. L'Opuscolo è fornito unicamente con finalità informative. Non deve essere interpretata come un'offerta di acquisto o vendita né come sollecitazione di un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari o di partecipazione ad alcuna particolare strategia di trading in qualunque giurisdizione.
- **Negli EAU:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Ufficio di rappresentanza, Zayed - The 1st Street - Nayel & 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 23.07.2025.



