

MONTHLY HOUSE VIEW

Febbraio 2025

Il mondo paga il tributo

• Sommario

01• Editoriale	P3
IL MONDO PAGA IL TRIBUTO	
02• Focus	P4
EUROPA: E SE?	
03• Macroeconomia	P6
IL TANGO MACRO-MERCATO	
04• Reddito fisso	P8
I MERCATI OBBLIGAZIONARI SI RIALLACCIANO ALLA VOLATILITÀ	
05• Azioni	P10
L'ERA DI TRUMP 2.0	
06• Cambi	P12
NEL 2025, ALLACCIATE LE CINTURE DI SICUREZZA	
07• Asset allocation	P14
SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE	
08• Monitor dei mercati	P16
PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI	
09• Glossario	P17
Dichiarazione di esclusione di responsabilità	P18



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

Cari Lettori,

Il detto del mercato finanziario, “compra il rumor, vendi la notizia,” sottolinea la tendenza del mercato ad essere sempre un passo avanti. Anticipa costantemente eventi futuri, sebbene con vari gradi di precisione. Da quando la Federal Reserve (Fed) ha iniziato a ridurre i tassi di interesse di riferimento lo scorso settembre, i rendimenti dei Treasury USA a 10 anni sono effettivamente aumentati di un punto percentuale, passando dal 3,6% al 4,6%. Ciò riflette l'aspettativa iniziale del mercato di un allentamento monetario, che ora si è spostata verso l'anticipazione di una maggiore inflazione futura, un aumento del premio per il rischio sui titoli a lungo termine legato alla crescita futura, all'implementazione di dazi e al peso del debito. Questo cambiamento fa parte di un aggiustamento più ampio nei rendimenti. Un'eccezione notevole è la Cina, che sta vivendo un rallentamento economico strutturale e fatica a generare aumenti dei prezzi.

La principale preoccupazione per gli investitori è l'inflazione. Sebbene sia diminuita a livello globale, passando da oltre il 10% alla fine del 2022 al 4,4% di oggi, rimane difficile portarla al target del 2% desiderato dalle principali banche centrali. È piuttosto complicato prevedere come soffierà il vento negli Stati Uniti, considerando gli effetti opposti attesi dall'implementazione di dazi inflazionistiche e dall'aumento della produzione di petrolio, che al contrario, dovrebbe portare a un calo dei prezzi.

Una cosa è certa: il debito pubblico è in aumento! I governi, di fronte a società in invecchiamento, aumenti delle spese per la difesa e la transizione energetica, devono anche affrontare la resistenza populista ai tagli di spesa. Questo clima ha costretto Justin Trudeau, il Primo Ministro canadese, a dimettersi e ha anche causato instabilità governativa in Francia. Negli Stati Uniti si profila una battaglia di bilancio, con un nuovo presidente che sostiene i tagli fiscali, nonostante un deficit già elevato intorno al 7% del PIL.

Il rapporto debito/PIL delle principali economie più avanzate si avvicina al 100%, una soglia in cui un aumento di un punto dei rendimenti obbligazionari potrebbe costare l'1% del PIL all'anno. Questo rappresenta più della metà degli attuali bilanci europei per la difesa. La crescita è quindi necessaria nell'equazione della riduzione del debito, ma a quale costo? È un dato di fatto che la produttività statunitense è aumentata del 10% in cinque anni, alimentando la crescita americana. Gli sviluppi nell'intelligenza artificiale (IA) potrebbero ulteriormente potenziarla. Tuttavia, mentre gli incendi in California infuriano al momento della scrittura, si sta raggiungendo un punto di svolta nella storia. A gennaio, in California sono state proposte leggi volte a ridurre il consumo di acqua ed elettricità per i *data center* e l'IA. Fino ad ora, l'agricoltura era il principale bersaglio di queste restrizioni, ma in futuro l'IA sarà sempre più sotto i riflettori a causa del suo elevato consumo di acqua. Oggi, gli Stati Uniti ospitano oltre 5.000 *data center* che richiedono notevoli quantità di acqua per il raffreddamento poiché gran parte dell'energia che consumano si trasforma in calore. La sola California ha quasi 300 *data center* (in confronto, l'intera Cina ne ha circa 450) che consumano diversi milioni di metri cubi d'acqua annualmente. Anche se non è più guidata dalla convinzione politica, la consapevolezza che gli incendi in California potrebbero costare agli Stati Uniti fino a un punto di PIL significa che la transizione energetica è ancora in parte in movimento per motivi economici.

In un ambiente in cui tutti i paesi che esportano negli Stati Uniti potrebbero essere potenzialmente colpiti da aumenti dei dazi, e con il possibile aumento da parte di Donald Trump al 25% sulle importazioni da Canada e Messico che potrebbero aggiungere fino a un punto di inflazione nel 2025, questa pubblicazione assume una visione contraria al pessimismo prevalente sull'Europa. Offriamo un'analisi dei fattori che potrebbero riaccendere il Vecchio Continente.

Vi auguriamo una piacevole lettura!



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

Tra l'entusiasmo generato dalla resilienza dell'economia statunitense e dalla potenza di stimolo in Cina, l'Europa era chiaramente la sfavorita per gli investitori nel 2024. Tuttavia, mentre entriamo nel 2025, le azioni europee stanno mostrando una performance impressionante. Esploriamo quali potrebbero essere i potenziali fattori trainanti per un *rally* più sostenuto.

L'Europa sta affrontando una visibile crisi di fiducia, aggravata dall'instabilità politica in paesi chiave come Francia e Germania. Il Vecchio Continente sta anche lottando con problemi strutturali che hanno eroso la produttività nel tempo, ampliando il divario in innovazione e competitività con gli Stati Uniti. Si prevede che il PIL dell'Area Euro crescerà di meno dell'1% nel 2025 (grafico 1, pagina 5), con l'incertezza che pesa sulle prospettive di consumo e investimenti. Le azioni europee stanno facendo un forte ritorno nel 2025, un *rally* di sollievo dopo sei mesi di cattive notizie, in parte guidato da un Trump più indulgente sulle tariffe con l'Europa. Ma questo *rally* può durare? Ecco alcuni potenziali catalizzatori per il 2025; nulla è ancora scolpito nella pietra.

DAZI USA: UN TRUMP PIÙ PRAGMATICO?

I dazi che il Presidente Trump ha minacciato di imporre all'Unione Europea (UE) potrebbero rappresentare un ostacolo significativo per una regione che già affronta una crescita economica modesta. Il Peterson Institute for International Economics ha stimato che l'implementazione di un aumento universale del 10% dei dazi statunitensi sulle importazioni di beni e servizi ridurrebbe il PIL tedesco di un punto percentuale entro il 2026. Crediamo che i dazi del Presidente Trump siano più una tattica negoziale, possibilmente per garantire maggiori importazioni di energia o attrezzature di difesa americane, e quindi è possibile che l'Europa possa ancora evitare questa caotica guerra commerciale, limitandosi a pochi aumenti tariffari sulle automobili. Questo scenario sarebbe un sollievo per i mercati e fornirebbe maggiore visibilità per le prospettive di investimento aziendale.

Lo scenario migliore per gli esportatori europei, tuttavia, sarebbe che l'amministrazione statunitense aumentasse i dazi su tutte le importazioni ad eccezione di quelle provenienti dall'UE – stiamo osservando e aspettando le decisioni del Presidente Trump.

FRENO AL DEBITO TEDESCO: CAMBIAMENTO CULTURALE

Le elezioni del 23 febbraio sono cruciali per la Germania, che ha faticato sin dalla pandemia a causa di una mancanza di competitività derivante dalla crisi energetica, dalle crescenti pressioni dalla Cina e da un deficit di investimenti e lavoratori qualificati, nonostante l'afflusso di immigrati. La coalizione tripartita che era al potere dal 2021 non è riuscita a concordare le misure di stimolo necessarie a causa del "freno al debito", una regola costituzionale che limita il deficit allo 0,35% del PIL all'anno. Modificare questa regola richiede una maggioranza dei due terzi in parlamento, che finora non è stata raggiunta. La CDU/CSU di centrodestra, riconoscendo la necessità di una riforma, dovrebbe ottenere il maggior numero di voti, ma non una maggioranza, soprattutto perché l'AfD di estrema destra guadagna terreno con retorica anti-immigrazione e di riduzione del governo.

La riforma del freno al debito potrebbe essere possibile se la CDU/CSU, l'SPD di centrosinistra e i Verdi ottenessero una maggioranza di due terzi. Se la riforma fallisse, uno "stato di emergenza" potrebbe alternativamente essere dichiarato nel 2025 per creare un fondo speciale esente dai requisiti del freno al debito, destinato alla spesa per la difesa e le infrastrutture. Questo potrebbe richiedere solo una semplice maggioranza in parlamento, anche se potrebbe innescare discussioni in merito alle regole dell'UE. Il governo potrebbe così liberare circa il 5% del PIL¹.



I DAZI DI TRUMP:

1 punto percentuale del PIL Tedesco a rischio nel 2026

1 - Stimato in una nota della Bundesbank del 2022 sulle opzioni per la riforma del freno al debito.



In tedesco, la parola
"DEBITO"
significa anche
"COLPA"

Con il bilancio convalidato nell'estate del 2025, gli impatti si farebbero sentire nel 2026. La CDU/CSU propone anche deregolamentazione e riduzione dell'imposta sulle società dal 30% al 25%. Si sta anche considerando un possibile ritorno all'energia nucleare per ridurre i costi energetici, ma lo stimolo della domanda interna rimane poco discussa. La fine dell'incertezza elettorale e l'implementazione di politiche fiscali leggermente accomodanti e favorevoli alle imprese, potrebbero giovare all'economia e ai mercati azionari. Tuttavia, è improbabile che ci siano stimoli fiscali su larga scala a causa della posizione conservatrice della CDU/CSU, e progressi significativi sul debito comune europeo sono considerati politicamente difficili nel contesto tedesco attuale.

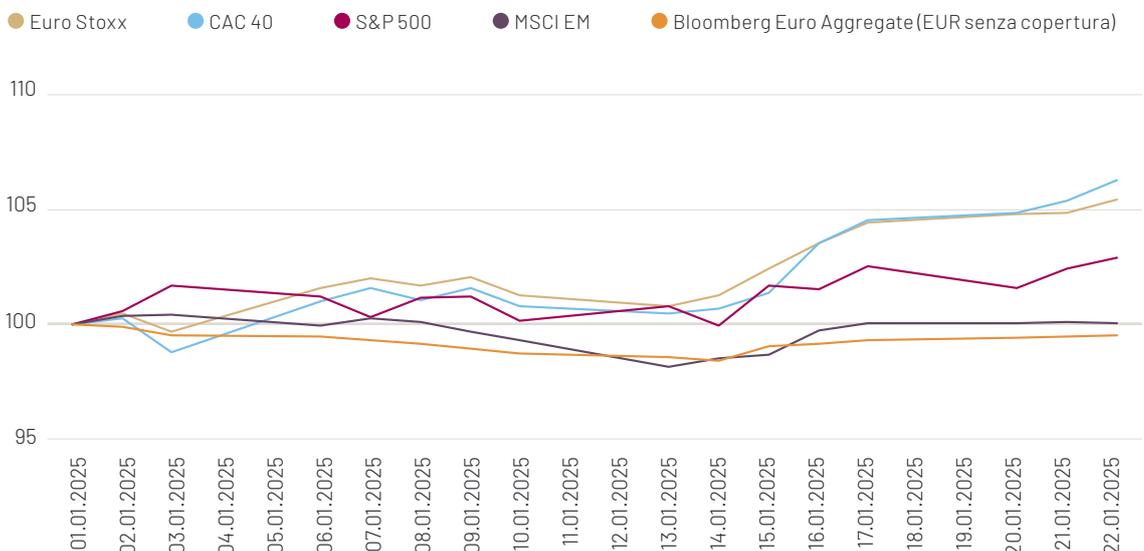
CONCLUSIONE: UN APPROCCIO ATTENDISTA

Nonostante le incertezze ancora elevate, le azioni europee non sono necessariamente a buon mercato. Il rapporto prezzo/utili è inferiore a quello degli Stati Uniti, ma questo è spiegato principalmente dalla composizione settoriale. Manteniamo la nostra preferenza per le azioni statunitensi, che beneficiano di un elevato potenziale di crescita economica. Tuttavia, l'Europa può offrire un'opportunità di investimento attraente per la diversificazione. Ci concentriamo quindi sulla selezione delle azioni in attesa dello sblocco di alcuni eventi e di una ripresa della crescita economica prevista per il 2026.

CESSATE IL FUOCO IN UCRAINA

L'elezione di Donald Trump ha ravvivato le speranze per un cessate il fuoco in Ucraina, che potrebbe ristabilire la fiducia in Europa dopo il lungo conflitto. Sebbene i prezzi dell'energia potrebbero stabilizzarsi, è improbabile che il divario di competitività dei prezzi energetici in Europa scompaia, poiché la regione continuerà a favorire fonti energetiche diversificate, ma più costose, piuttosto che tornare alla dipendenza energetica dalla Russia. Tuttavia, rimane la questione di chi finanzia i 700 miliardi di dollari stimati necessari per la ricostruzione dell'Ucraina. Questo potrebbe avvantaggiare le industrie europee delle costruzioni e delle attrezzature.

GRAFICO 1: I MERCATI AZIONARI EUROPEI RIMBALZERANNO NEL 2025?
RITORNI NETTI, 100=01.01.2025, PUNTI

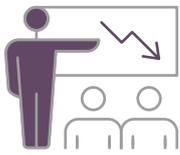


Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Lucas MERIC
Investment Strategist

L'eccezionalismo americano e l'ascesa al potere di Donald Trump, le cui numerose proposte sono ritenute inflazionistiche, stanno nuovamente alimentando i timori degli investitori che le prospettive di inflazione non permetteranno alla Federal Reserve (Fed) di abbassare i tassi di interesse di riferimento. Questo sviluppo ricorda le significative fluttuazioni delle aspettative macroeconomiche degli investitori negli ultimi anni, che finora hanno giustificato l'inerzia.



C'ERA UNA VOLTA LA RECESSIONE

Il 18 settembre 2024, poiché la fiducia degli investitori nell'economia statunitense ha subito un colpo a seguito di una serie di deludenti rapporti sull'occupazione dall'estate, la Fed ha deciso di abbassare il suo tasso di interesse di riferimento di 50 punti base (pb), più del previsto, nonostante un'economia in crescita di quasi il 3% (annualizzato) da aprile. Una sorpresa per gli economisti, ma non per i mercati, che in quel momento si aspettavano altri otto tagli dei tassi entro la fine del 2025! L'attenzione degli investitori era focalizzata su un rischio: la recessione. Da allora, questo rischio è stato messo da parte: una crescita del 3,1% (annualizzato) nel Q3 2024, un rimbalzo nella creazione di posti di lavoro e un S&P 500 che continua a flirtare con i massimi storici. Sorprendentemente, mentre l'inizio del ciclo di tagli dei tassi della Fed è stato quasi sempre seguito da un calo del rendimento del decennale USA, da allora è rimbalzato di 100 pb, avvicinandosi al 5% a metà gennaio. Dinamiche di crescita e inflazione così forti implicano un ritorno a un contesto in cui buoni dati macroeconomici significano un'inflazione più rigida, quindi una Fed più aggressiva e, in definitiva, un rischio per le valutazioni degli asset rischiosi.

IL PRINCIPIO DEL FEEDBACK DELLE ASPETTATIVE DI MERCATO

Tale evoluzione riflette l'oscillazione delle aspettative macroeconomiche degli investitori negli ultimi anni, risultante da un ciclo peculiare caratterizzato da una forte dipendenza dai dati della Fed e del mercato, dove ogni tendenza ciclica può essere messa in discussione da una manciata di dati spesso di disturbo. Durante l'estate del 2023, un rischio importante: il surriscaldamento dell'economia statunitense, con il mercato che quasi anticipava aumenti dei tassi. Pochi mesi dopo, buoni dati sull'inflazione e una disinflazione ineccepibile, con il mercato che anticipava sette tagli dei tassi per il 2024.

Mentre i mercati finanziari sono caratterizzati dalla loro capacità di anticipazione, nel paradigma di mercato degli ultimi anni, queste anticipazioni tendono a diventare esagerate basandosi su pochi dati macroeconomici che puntano in una direzione o nell'altra. Queste esagerazioni si riflettono nelle aspettative altamente variabili del percorso dei tassi della Fed (grafico 2, pagina 7), che si distingue contro l'inerzia osservata nelle aspettative degli economisti.

"BUONE NOTIZIE
macro, uguale
CATTIVE NOTIZIE
MACRO"
di nuovo?

TABELLA 1: PREVISIONI MACROECONOMICHE 2024 - 2026, %

● Previsioni al ribasso da Novembre

● Previsioni al rialzo da Novembre

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.



CON L'INASPRI-
MENTO DELLE
condizioni
finanziarie, i
MERCATI
stanno facendo il
lavoro della Fed

Un gioco del gatto col topo tra i mercati e la banca centrale, che ricorda il riferimento dell'inizio degli anni 2000 del Governatore della Banca d'Inghilterra Lord Mervyn King all'azione leggendaria di Diego Maradona contro l'Inghilterra durante la Coppa del Mondo del 1986. Palla ai suoi piedi a metà campo, il brillante argentino dribblò tre giocatori inglesi prima di segnare il gol della vittoria. Straordinariamente, mentre i difensori inglesi si alternavano ad anticipare la direzione di Maradona, lui riuscì a dirigersi dritto verso la porta grazie alla sua abilità nelle finte. In effetti, le proiezioni della Fed sono state caratterizzate da inerzia, permettendo alle aspettative di mercato di fare il lavoro per essa. In questo paradigma di oscillazione delle aspettative macroeconomiche degli investitori, l'elemento chiave è: le condizioni finanziarie. Mentre il mercato amplifica le sue aspettative cicliche a livelli estremi, crea involontariamente le condizioni per il proprio ribaltamento.

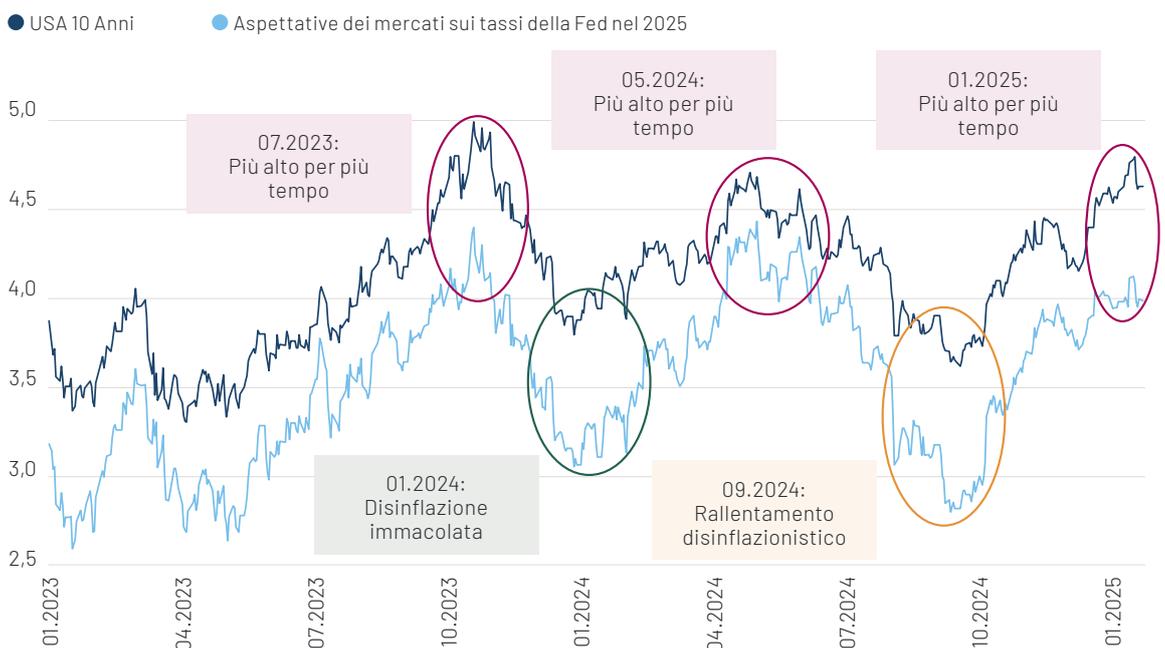
LA DISINFLAZIONE RIMANE IL NOSTRO SCENARIO CENTRALE

Così, da metà settembre 2024, l'impennata del tasso di interesse decennale negli Stati Uniti, centrale per il finanziamento di famiglie e imprese in un'economia fortemente finanziata dal mercato, ha portato a un notevole inasprimento delle condizioni finanziarie che dovrebbe infine agire come un freno alla forte crescita statunitense e, di conseguenza, all'inflazione.

Al momento della stesura di questo documento, il rischio di surriscaldamento economico rimane nella mente degli investitori, poiché le previsioni di crescita e inflazione sono state continuamente riviste al rialzo nelle ultime settimane, giustificate anche dall'elezione di Donald Trump, considerato reflazionistico, e il mercato ora anticipa un minimo del 4% per i tassi della Fed nei prossimi anni. L'economia statunitense è solida, e non è impossibile che nelle prossime settimane robusti dati macroeconomici alimentino questi timori inflazionistici, pesando sia sui bond che sugli asset rischiosi.

Sviluppi che, a nostro avviso, offrirebbero potenziali punti di ingresso. Infatti, continuiamo a prevedere una continua disinflazione, favorita da un mercato del lavoro riequilibrato, da un rallentamento della componente abitativa e da alcuni effetti di base sui servizi. Questa dinamica dovrebbe essere accompagnata dall'inasprimento delle condizioni finanziarie, rassicurando gli investitori sulle prospettive di inflazione. Se così fosse e considerando i meccanismi sopra descritti, si profilano due scenari per i mercati: disinflazione totale, positiva sia per le azioni che per i bond, o disinflazione resa possibile dal rallentamento economico, che sarebbe probabilmente molto positiva per i bond, forse anche per le azioni nel breve termine, sebbene in questo scenario, rimanga il rischio che il mercato possa esagerare il rallentamento, reintroducendo una potenziale recessione nei rischi di scenario.

GRAFICO 2: UN'ALTA VOLATILITÀ DELLE ASPETTATIVE DI MERCATO DAL 2023



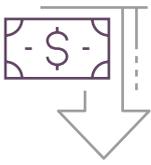
Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



I MERCATI OBBLIGAZIONARI SI RIALLACCIANO ALLA VOLATILITÀ

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

Ricostituzione del premio a termine, solidi fondamentali macroeconomici e aumento del tasso reale sottostante: questi sono i tre fattori chiave dietro l'aumento dei tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti. La curva dei rendimenti statunitense sta tornando a una forma convenzionale dopo anni di distorsione causati dagli interventi della Fed.



II
CONGRESSO
DEGLI STATI
UNITI
prevede un
deficit di
1,9 TRILIONI DI
DOLLARI NEL
2025

L'ultima riunione della Fed del 2024, che ha assunto un tono relativamente aggressivo, ha portato a un aumento dei tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti. Rimanendo attenta agli ultimi dati macroeconomici in assenza di *shock* di mercato o di interruzioni dell'economia statunitense, la Fed continua nel proprio approccio "data-dependent". In questo contesto, segnali contrastanti dai dati sull'occupazione (riaccelerazione alla fine del 2024) e dall'inflazione (più moderata del previsto) stanno generando volatilità nelle aspettative di politica monetaria. Lo scenario centrale di Indosuez Wealth Management ora prevede due tagli di 25 punti base (pb) nel 2025.

Questo movimento si è diffuso in tutti i mercati sviluppati. Il GILT², simbolo del tasso britannico a 10 anni, si avvicina al livello psicologico del 5%. Bisogna tornare all'estate del 2008 per trovare questo livello di mercato. L'episodio di stress del settembre 2022, che ha portato alle dimissioni di Liz Truss e del suo governo, è ormai un ricordo lontano. Senza essere eccessivamente pessimisti, la sostenibilità del debito britannico potrebbe diventare una preoccupazione per i mercati nel corso dell'anno.

In Europa continentale, la Banca Centrale Europea (BCE) continua la sua politica di riduzione dei tassi di interesse di 25 pb a ogni riunione. Le prospettive economiche per l'Area Euro all'inizio del 2025 rimangono incerte. La Germania affronta incertezze politiche con le prossime elezioni, mentre anche la Francia sta vivendo tensioni politiche. Inoltre, dopo un eccellente 2024, Spagna e Portogallo stanno vedendo rallentare la loro crescita. Secondo lo scenario centrale di Indosuez Wealth Management, i tassi a breve termine dovrebbero stabilizzarsi all'1,75% nel 2025.

I tassi a lungo termine sono influenzati dagli aumenti descritti sopra negli Stati Uniti e nel Regno Unito. L'Europa sta vivendo gli effetti della normalizzazione in corso negli Stati Uniti. La BCE ha già iniziato a ridurre la dimensione del suo bilancio e, di conseguenza, il suo impatto sui mercati (grafico 3, pagina 9). Le esigenze di finanziamento degli stati europei stanno aumentando a causa dei disavanzi pubblici. L'effetto combinato del graduale disimpegno della BCE e delle emissioni sovrane sta allungando la durata del mercato. L'aumento dei rendimenti nell'Area Euro riflette anche un adeguamento a una nuova realtà.

MERCATI DEL CREDITO

Non sorprende che i mercati internazionali del credito stiano risentendo dell'aumento dei tassi sottostanti, attirando al contempo investitori in cerca di rendimenti più elevati. In tutte le regioni del globo—Asia, Europa e Stati Uniti—le forti esigenze di finanziamento vengono soddisfatte da una domanda insaziabile. Sia istituzionali che privati, gli investitori stanno bloccando gli attuali tassi di rendimento in previsione di tagli dei tassi da parte delle banche centrali. L'attività nel sottosegmento del debito subordinato, sia finanziario che aziendale, ha superato le aspettative di inizio anno. Il mercato ad alto rendimento indica anche un primo trimestre promettente, nonostante flussi significativamente inferiori rispetto ad altri segmenti. I tassi di default, come previsto dalle agenzie di rating, dovrebbero rimanere intorno al 3% per tutto l'anno. Dato uno *spread* di circa 300 pb sugli indici derivati iTraxx al momento della stesura, gli investitori stanno beneficiando di una sovra-remunerazione rispetto al tasso di default implicito del mercato di circa il 5% (basato su un tasso di recupero a lungo termine del 40%).

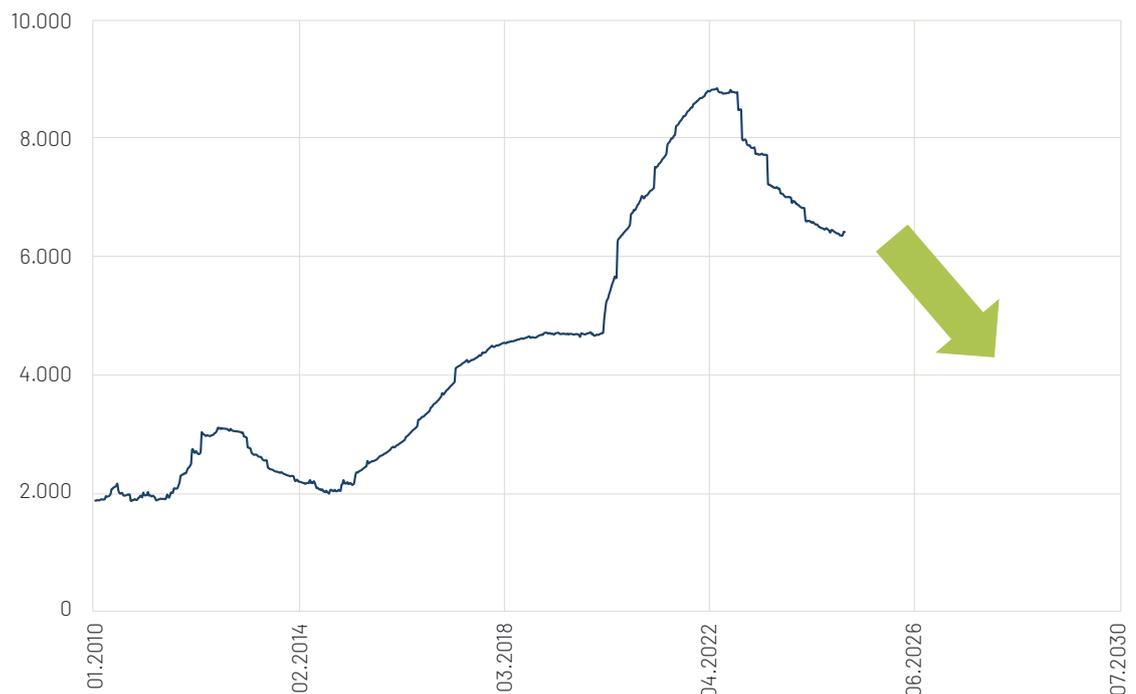
2 - Titoli di stato emessi dal Regno Unito.



Da una prospettiva settoriale, i primi risultati pubblicati dalle banche statunitensi sono di altissima qualità, ancora trainati dalle attività di mercato. Le prime stime dei costi per gli incendi di Los Angeles variano tra i 30 e i 50 miliardi di dollari (fonte: Citigroup). L'impatto sulle compagnie di riassicurazione, le cui attività sono per definizione globali, è stimato superare i 10 miliardi di dollari. Gli operatori di questo settore hanno risorse finanziarie sufficienti per far fronte alla situazione. In Europa, la BCE ha lanciato la sua campagna di stress test per il 2025, coprendo 96 istituzioni.

Dopo una notevole sovraperformance nel 2024 (455 pb di rendimento in eccesso durante l'anno), il settore immobiliare europeo rimane una forte convinzione di investimento per il 2025. Le società immobiliari hanno gestito attivamente le loro passività lo scorso anno e hanno la capacità di gestire i loro portafogli di asset in modo più attivo quest'anno. È probabile una ripresa delle fusioni e acquisizioni all'interno del settore.

GRAFICO 3: BILANCIO DELLA BCE, MILIARDI DI EURO



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Laura CORRIERAS
Equity Portfolio ManagerCon la collaborazione
del team del Azioni

Il 2025 è iniziato con il piede giusto per i mercati azionari. L'indice MSCI World ha già registrato un guadagno del +2,2% dall'inizio dell'anno, con l'Europa in testa. Tuttavia, l'arrivo del nuovo presidente, Donald Trump, alla Casa Bianca e l'intensificazione della stagione degli utili trimestrali potrebbero introdurre volatilità a breve termine, nonostante il fatto che i recenti dati macroeconomici e microeconomici degli Stati Uniti siano stati incoraggianti.



DEBOLEZZA DELL'EURO:
positiva per le
aziende europee?

EUROPA

L'elezione di Donald Trump ha riaperto le domande sulla leadership politica in Europa. Il ritorno di "America First"³ con la possibile introduzione di nuovi dazi, insieme a una politica estera statunitense più isolazionista, potrebbe minare la coesione dell'Unione Europea.

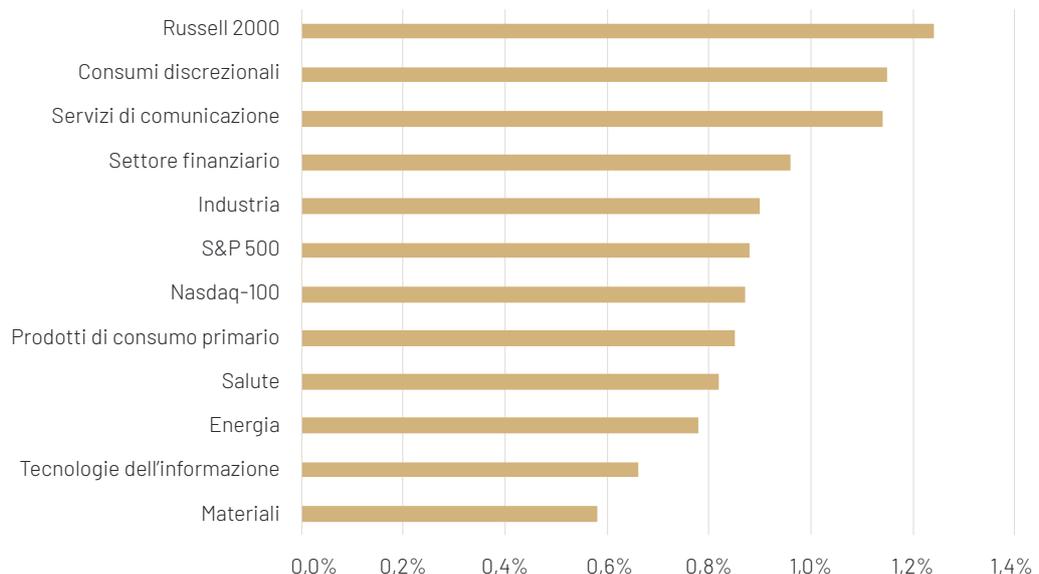
Tuttavia, le attese elezioni legislative in Germania del 23 febbraio potrebbero segnare un importante punto di svolta politico per la regione. A differenza della situazione in Francia, la più grande economia dell'Area Euro ha finanze pubbliche sane, e un nuovo governo pro-crescita potrebbe abrogare il freno al debito costituzionale (vedi Focus a pagina 4). Questo fornirebbe maggiore flessibilità fiscale, permettendo nuove misure di sostegno per aiutare a sollevare l'economia dalla stagnazione.

Nel breve termine, la debolezza dell'euro è positiva per la competitività delle aziende esportatrici europee. Infine, l'aspettativa di ulteriori misure di stimolo in Cina fornirebbe un supporto aggiuntivo. Tuttavia, in questa fase, il sentiment degli investitori rimane cauto.

STATI UNITI

Il 20 gennaio, Donald Trump è diventato il 47° Presidente degli Stati Uniti. La notizia è stata accolta positivamente dagli investitori. Da una prospettiva macroeconomica, la nuova amministrazione suggerisce un ambiente di crescita favorevole. Il futuro presidente, visto come "pro-business", mira ad allentare le regolamentazioni in tutti i settori, il che potrebbe avere un impatto positivo sul clima imprenditoriale e, a lungo termine, sulle decisioni di investimento (come una ripresa delle fusioni e acquisizioni).

GRAFICO 4: SENSIBILITÀ DELL'EPS A UNA VARIAZIONE DI 1 PUNTO PERCENTUALE NELL'ALIQUOTA FISCALE SULLE IMPRESE, %



Nota: impatto stimato sugli utili derivante da una variazione di 1 punto percentuale nell'aliquota fiscale legale.

Fonti: Goldman Sachs, Indosuez Wealth Management.

3 - L'America prima.



Una delle promesse della campagna è quella di ridurre le tasse sulle imprese, il che sarebbe molto vantaggioso per le piccole e medie imprese data la loro focalizzazione domestica (grafico 4, pagina 10). Se la proposta di Donald Trump di ridurre l'aliquota fiscale sulle imprese dal 21% al 15% venisse adottata, aumenterebbe l'utile per azione (EPS) delle aziende nell'indice Russell 2000 di una media di circa il 7%. Tuttavia, bisogna prestare attenzione ai rischi inflazionistici associati alle misure di reindustrializzazione o all'implementazione di nuovi dazi. Se tali rischi si materializzassero, la capacità della Federal Reserve (Fed) di continuare la sua normalizzazione monetaria potrebbe essere limitata, e tassi di interesse più alti per un periodo più lungo ("higher for longer") potrebbero impattare i mercati azionari. Da una prospettiva microeconomica, le stime di crescita degli utili per l'anno 2025 sono vicine al +15% negli Stati Uniti per l'indice MSCI US e intorno al +25% per l'indice tecnologico Nasdaq, che è più del doppio rispetto a quello dell'Europa (grafico 5).

Nel frattempo, ci si aspetta che la Cina continui a concentrarsi sulla propria economia interna (stabilizzando il mercato immobiliare, aumentando i consumi interni) e ad espandere le esportazioni verso altri paesi asiatici. Anche l'India presenta alcune attrattive, con un'economia più focalizzata sull'emergere di una classe media, il che la rende potenzialmente più solida di fronte alle tensioni commerciali globali. Nonostante l'incertezza, i fondamentali dei mercati emergenti asiatici rimangono attraenti, in particolare dato il differenziale di crescita con le economie sviluppate.

STILI DI INVESTIMENTO

L'elezione di Donald Trump ha già alimentato un rimbalzo del mercato verso i settori "Value/Ciclici" (finanziari, industriali, energia) che dovrebbero beneficiare delle misure di deregolamentazione e *reshoring*. Anche il segmento delle piccole e medie imprese è stato ampiamente favorito dagli investitori. Fortemente sottovalutate rispetto alle azioni a grande capitalizzazione, sono più sensibili ai tagli fiscali e i loro ricavi più domestici dovrebbero essere maggiormente immuni da potenziali aumenti dei dazi. Allo stesso tempo, le azioni *Growth*, in particolare le grandi aziende tecnologiche (le "Magnifiche 7"), continuano a sostenere la crescita degli utili di mercato. La loro esposizione a tendenze secolari (come IA, *data center*, *cloud computing*, ecc.) giustifica il mantenimento di una sostanziale esposizione.

Infine, le azioni di qualità, in particolare in Europa (Sanità, Lusso, Beni di consumo primari), che sono state in gran parte trascurate durante il *rally*, hanno sofferto a causa della loro natura più difensiva e legata ai *bond proxy* e a problemi intrinseci, ma potrebbero riacquistare appeal se i tassi di interesse diminuissero.



CRESCITA DEGLI
UTILI DEL 15%
per il 2025 negli
Stati Uniti

ASIA

L'arrivo di Donald Trump aumenta le incertezze nella regione asiatica, in particolare riguardo alla Cina, un importante rivale commerciale degli Stati Uniti. Tuttavia, l'entità delle future misure coercitive contro la Cina potrebbe differire dalle dichiarazioni elettorali. Sebbene Donald Trump abbia promesso alti dazi sui beni cinesi (fino al 60%), la realtà potrebbe essere più sfumata, con negoziazioni commerciali in cambio di concessioni. Detto questo, le azioni asiatiche probabilmente rimarranno volatili fino a quando le reali intenzioni della nuova amministrazione non diventeranno chiare.

GRAFICO 5: ASPETTATIVE DI CRESCITA DELL'EPS PER IL 2025

	CRESCITA EPS 1 ANNO 2025
MSCI World Index	12,01
MSCI USA	14,70
NASDAQ Composite Index	25,09
MSCI Europe	7,50
MSCI EMU	7,78
MSCI Europe Value	4,73
MSCI Europe Growth	14,07
MSCI Japan	8,03
MSCI EM (Emerging Markets)	13,71
MSCI AC Asia ex Japan	12,50

Fonti: FactSet, Indosuez Wealth Management.



Lucas MERIC
Investment Strategist

Il 2024 è stato un anno promettente per gli asset di copertura macroeconomica, in particolare l'oro e il dollaro. Dopo un anno caratterizzato dall'incertezza elettorale, il 2025 si prospetta più come un anno di incertezza sulle politiche economiche, sia negli Stati Uniti che in Europa, o più in generale in termini di politiche monetarie. Questo contesto probabilmente provocherà una certa volatilità quest'anno e, in questo ambiente, continuiamo a favorire l'oro e il dollaro per la loro attrattività come asset di diversificazione.

USD: IL DOLLARO, LA FED E I DAZI

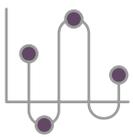
Sfruttando lo slancio della fine dell'estate, il dollaro ha continuato a sovraperformare da quando Donald Trump è stato eletto 47° presidente degli Stati Uniti. Questa dinamica riflette le forti tendenze di crescita e inflazione negli Stati Uniti, che hanno spinto la Federal Reserve (Fed) ad adottare un approccio più aggressivo nella riunione di dicembre. Inoltre, varie discussioni e annunci su potenziali dazi statunitensi, in particolare rivolti a Cina, Canada e Messico, hanno anche giocato un ruolo. In un contesto in cui qualsiasi notizia, sia concreta che speculativa, sui possibili dazi può portare a significativi movimenti valutari, il 2025 si prevede essere un anno particolarmente volatile per i mercati valutari, con gli indicatori di volatilità che sono aumentati significativamente dopo le elezioni presidenziali statunitensi.

Attualmente, sembra che i mercati abbiano già prezzato uno scenario aggressivo riguardo alle aspettative sui tassi della Fed, il che potrebbe giustificare una stabilizzazione del dollaro statunitense dopo diversi mesi di sovraperformance. Detto questo, non prevediamo una particolare debolezza del biglietto verde nel prossimo futuro, poiché dovrebbe rimanere supportato dalla minaccia di dazi che l'amministrazione Trump potrebbe utilizzare nei prossimi mesi per negoziare accordi politici con paesi esteri.

EUR: NONOSTANTE IL CALO, LE PROSPETTIVE RIMANGONO MISTE

Oltre Atlantico, l'euro continua a essere penalizzato da una dinamica macroeconomica europea mista e dal sentiment degli investitori in un contesto incerto, sia dal punto di vista politico (con le discussioni sul bilancio in Francia e le elezioni anticipate in Germania) sia dal punto di vista del commercio internazionale, con gli investitori che temono che i potenziali dazi possano pesare sulla crescita europea. Questi ostacoli hanno comportato un notevole aumento del differenziale dei tassi transatlantici, favorendo gli Stati Uniti, e trascinando l'euro al suo livello più basso dall'inizio del 2022 a inizio gennaio.

Senza necessariamente adottare una visione positiva sull'euro, riteniamo che la moneta unica già incorpori molti fattori negativi ma potrebbe rimanere sotto pressione, soprattutto se la nuova amministrazione statunitense dovesse prendere di mira l'Europa con le sue politiche sui dazi. Anche se questo non è previsto nel nostro scenario centrale, rimane un rischio significativo che potrebbe spingere l'euro più vicino alla parità, giustificando le nostre aspettative di un range tra 1,00 e 1,05.



Il
2025
si prevede essere
UN ANNO DI
VOLATILITÀ
per le valute



CHF: IL RISCHIO DI TASSI ZERO

Il franco svizzero non è sfuggito al forte aumento del dollaro negli ultimi mesi, rimanendo relativamente stabile rispetto all'euro, scambiato in un intervallo di 0,93 a 0,95 dall'estate. Manteniamo una visione cauta sulla valuta svizzera, che rimane storicamente sopravvalutata, in particolare rispetto all'euro, nonostante una Banca Nazionale Svizzera (BNS) particolarmente accomodante, che ha tagliato i suoi tassi chiave di 50 pb a dicembre 2024, con un'inflazione inferiore all'1%, significativamente divergente dalle tendenze in altre economie sviluppate. Inoltre, in un contesto in cui la banca centrale svizzera non esclude un ritorno ai tassi di interesse negativi, il franco svizzero appare agli investitori come un candidato principale per il finanziamento dei *carry trade*, in competizione con lo yen, uno sviluppo che potrebbe pesare sul franco svizzero.

JPY: IL SUPPORTO DELLA NORMALIZZAZIONE MONETARIA

Lo yen è stato sostenuto all'inizio dell'anno dalle aspettative di mercato di continui aumenti dei tassi da parte della Banca del Giappone, con un restringimento del differenziale dei tassi transpacifici che dovrebbe continuare man mano che la Fed abbassa i suoi tassi, rendendolo meno punitivo per lo yen.

Questa dinamica, considerando la volatilità della coppia USD/JPY, dovrebbe ulteriormente ridurre l'interesse degli investitori per lo yen come valuta di finanziamento per i *carry trade*, che tendevano a pesare sulla valuta negli ultimi anni. Tuttavia, manteniamo una visione neutrale sullo yen, che dovrebbe continuare a essere influenzato dai movimenti dei tassi statunitensi pur essendo supportato al ribasso da potenziali interventi se la valuta giapponese si avvicinasse a 160.

ORO: DECOLLO STRUTTURALE

Nel 2024, l'oro è stato uno degli asset con le migliori performance con un aumento del 27%, supportato da fattori strutturali come la forte domanda da parte delle banche centrali nei mercati emergenti e l'alto rischio geopolitico. Le elezioni statunitensi non hanno cambiato questo, con il metallo giallo che si è dimostrato estremamente solido contro il dollaro, nonostante un aumento di quasi 65 pb nei tassi reali decennali degli Stati Uniti, un fenomeno che normalmente peserebbe sull'oro a causa del costo opportunità di detenerlo. In un contesto che combina fattori strutturali di supporto e le nostre aspettative di una Fed più accomodante di quanto il mercato anticipi, continuiamo a vedere l'oro come un attraente asset di diversificazione nei portafogli.

GRAFICO 6: IL CNY HA SUBITO UN CALO RISPETTO AL USD A SEGUITO DEGLI ANNUNCI DI DAZI NEL 2018-2019



Fonti: Reuters, Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



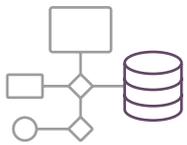
Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** La crescita globale dovrebbe raggiungere il 3% nel 2025, con significative disparità regionali. L'economia degli Stati Uniti dovrebbe rimanere robusta, sostenuta da un forte consumo delle famiglie. L'Area Euro, indebolita dalle incertezze politiche che influenzano la fiducia di famiglie e imprese, vedrà la sua attività rimanere al di sotto del potenziale. I mercati emergenti dovrebbero mostrare una crescita simile a quella del 2024, con segnali di ripresa osservati nel settore dei servizi in Cina.
- **Inflazione:** La disinflazione continua, ma si prevede una convergenza più rapida verso l'obiettivo del 2% nell'Area Euro rispetto agli Stati Uniti. Oltre Atlantico, il nostro scenario inflazionistico include un approccio pragmatico alla politica economica sotto il presidente Donald Trump. Tuttavia, monitoreremo da vicino gli annunci dell'amministrazione repubblicana e le loro implicazioni per le aspettative di inflazione.
- **Banche centrali:** La revisione al rialzo delle previsioni di crescita e inflazione negli Stati Uniti, combinata con una politica monetaria più rigida da parte della Fed, ci porta a prevedere due tagli dei tassi quest'anno (invece di quattro precedentemente), con un tasso terminale ancora mantenuto al 3,5% entro la fine del 2026. Nell'Area Euro, ci aspettiamo cinque tagli dei tassi nel 2025 in risposta al deterioramento dei fondamentali economici.
- **Utili aziendali:** Le prospettive degli utili continuano a migliorare negli Stati Uniti. Tuttavia, prevediamo una convergenza dei tassi di crescita degli utili tra il settore tecnologico e gli altri settori nei prossimi trimestri. In Europa, si prevede che le revisioni al ribasso continueranno nel breve termine senza un evento macroeconomico come la fine della guerra in Ucraina o la risoluzione delle incertezze politiche.



È
FONDAMENTALE MIGLIORARE
LA DIVERSIFICAZIONE
nei portafogli
azionari

- **Contesto di rischio:** L'attenzione della Fed e dei mercati è tornata sugli sviluppi dei prezzi negli Stati Uniti. Pertanto, i prossimi annunci di politica e il loro impatto sui tassi di interesse a lungo termine probabilmente aumenteranno gli episodi di volatilità nei mercati azionari nei prossimi mesi. Nel medio termine, i rischi legati al debito pubblico rimangono una preoccupazione.

CONVINZIONI DI ALLOCAZIONE

Azioni

- Iniziamo l'anno con una visione costruttiva sulle azioni, anticipando performance positive per il 2025 in un contesto favorevole per questa classe di attività: crescita macroeconomica, tagli dei tassi e solidi fondamentali aziendali. Nel breve termine, tuttavia, il forte aumento dei tassi a lungo termine rappresenta una sfida per gli asset rischiosi, soprattutto in considerazione dei livelli di valutazione attuali, in particolare negli Stati Uniti.
- Nelle nostre allocazioni, favoriamo le azioni statunitensi, che offrono migliori prospettive di crescita degli utili e dovrebbero beneficiare di un contesto politico ed economico più favorevole. Dopo una fase iniziale di democratizzazione dell'IA favorevole alle aziende tecnologiche, prevediamo una seconda fase che potrebbe favorire altri segmenti del mercato statunitense. Pertanto, sembra fondamentale migliorare la diversificazione del nostro portafoglio azionario statunitense in previsione di un potenziale recupero in altri segmenti del mercato.
- L'Europa, sebbene la crescita macroeconomica rimanga modesta, sembra essere ampiamente prezzata dai mercati con una bassa percentuale di posizionamento nella regione. La dispersione settoriale offre opportunità favorevoli per la gestione attiva. Rimaniamo pazienti ma ottimisti sul settore immobiliare europeo, che dovrebbe beneficiare dei prossimi tagli dei tassi e continuare ad offrire rendimenti attraenti.
- Rimaniamo positivi su una selezione di azioni asiatiche dove il potenziale di crescita è supportato da un ciclo di allentamento monetario e dalla prospettiva di uno stimolo cinese che potrebbe fungere da stimolo regionale.



Mercati dei tassi

- Dalla nostra ultima edizione, l'aumento dei tassi è continuato con un significativo ripido aumento della curva dei rendimenti: negli Stati Uniti, la ricostituzione del premio a termine ha raggiunto i livelli più alti dal 2015. Sebbene rimaniamo cauti nel breve termine, vediamo qualsiasi esagerazione dell'aumento dei tassi come un'opportunità per aumentare la sensibilità ai tassi dei nostri portafogli. Manteniamo una preferenza per le scadenze a breve termine (fino a 5 anni), dove i rendimenti aggiustati per il rischio rimangono, a nostro avviso, i più attraenti.
- Abbiamo recentemente rivisto positivamente la nostra convinzione sui titoli di Stato dell'Area Euro, dato il contesto economico in Europa e le aspettative di tagli dei tassi della BCE (i mercati, a nostro avviso, sono troppo conservatori al riguardo). Tuttavia, manteniamo un leggero bias cauto sulle lunghe scadenze a causa delle preoccupazioni sull'offerta e di un differenziale di tassi transatlantico relativamente alto.
- Manteniamo una forte convinzione sul credito di qualità. Nonostante i bassi *spread* di credito, non vediamo un catalizzatore immediato per un allargamento significativo in assenza di *shock* esterni. Nel frattempo, i rendimenti rimangono attraenti, soprattutto rispetto a quelli previsti quest'anno dai fondi del mercato monetario, che dovrebbero continuare a sostenere la domanda per questa classe di attività.

Cambi

- Il dollaro rimane un asset di copertura preferito, con un potenziale di rialzo in uno scenario di misure tariffarie più aggressive. La stabilizzazione sembra possibile nel breve termine poiché il mercato ha ora reintegrato la rivalutazione dei tagli dei tassi statunitensi in risposta alla dinamica di crescita/inflazione più forte. Va notato che una rapida risoluzione del conflitto in Ucraina rappresenta un rischio per il valore del dollaro rispetto all'euro.
- Il franco svizzero appare vulnerabile alla prospettiva di tassi di riferimento negativi e al suo utilizzo più frequente nelle strategie di *carry trade*. Abbassiamo la nostra convinzione sulla valuta svizzera.

CONVINZIONI CHIAVE

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.



DATI AGGIORNATI AL 22 GENNAIO 2025

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	4,61%	2,22	4,19
Francia 10A	3,27%	12,80	7,10
Germania 10A	2,53%	20,90	16,50
Spagna 10A	3,15%	12,70	9,00
Svizzera 10A	0,43%	11,10	10,10
Giappone 10A	1,19%	12,60	10,60

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	36,70	1,21%	1,69%
Titoli di Stato in EUR	208,50	-0,36%	-0,34%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	231,56	0,23%	0,15%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	365,92	1,40%	1,20%
Titoli di Stato USA	315,88	0,38%	0,12%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	44,62	0,25%	0,54%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9438	0,82%	0,39%
GBP/USD	1,2316	-1,95%	-1,60%
USD/CHF	0,9069	0,72%	-0,06%
EUR/USD	1,0409	0,02%	0,53%
USD/JPY	156,53	-0,51%	-0,43%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	15,1	0,83	-2,25

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	6.086,37	0,77%	3,48%
FTSE 100 (Regno Unito)	8.545,13	5,02%	4,55%
STOXX Europe 600	528,04	4,81%	4,02%
Topix	2.737,19	0,12%	-1,71%
MSCI World	3.838,19	1,58%	3,52%
Shanghai SE Composite	3.797,02	-4,73%	-3,50%
MSCI Emerging Markets	1.082,34	-0,32%	0,64%
MSCI Latam (America Latina)	1.962,26	4,47%	5,92%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	211,65	3,21%	3,66%
MSCI Asia Ex Japan	702,17	-1,24%	-0,27%
CAC 40 (Francia)	7.837,40	7,62%	6,19%
DAX (Germania)	21.254,27	7,08%	6,76%
MIB (Italia)	35.854,07	6,27%	4,88%
IBEX (Spagna)	11.882,70	3,56%	2,48%
SMI (Svizzera)	12.207,89	6,26%	5,23%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.216	-0,89%	-2,49%
Oro (USD/Oncia)	2.756,48	5,33%	5,03%
Greggio WTI (USD/Barile)	75,44	7,62%	5,19%
Argento (USD/Oncia)	31,42	4,82%	7,45%
Rame (USD/Tm)	9.223,50	3,05%	5,20%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	3,96	0,35%	9,00%

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

	OTTOBRE 2024	NOVEMBRE 2024	DICEMBRE 2024	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (22 GENNAIO 2025)
MIGLIORI	22,95%	12,37%	25,25%	5,02%	5,92%
	18,42%	1,57%	18,17%	4,81%	4,55%
	17,35%	1,49%	15,23%	4,47%	4,02%
	14,40%	1,10%	14,64%	3,21%	3,66%
	13,63%	1,09%	10,30%	1,58%	3,52%
	12,83%	0,29%	5,69%	0,77%	3,48%
	9,60%	0,17%	4,99%	0,12%	0,64%
	8,08%	0,12%	4,78%	-0,32%	-0,27%
	3,97%	-1,76%	1,93%	-1,24%	-1,71%
PEGGIORI	-17,78%	-3,17%	-29,36%	-4,73%	-3,50%

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



AIE: Agenzia internazionale dell'energia.

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

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

BLS: Bureau of Labor Statistics.

BNEF: Bloomberg New Energy Finance.

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

Ciclici: Ciclici si riferisce ai titoli di aziende il cui andamento dipende dalle variazioni subite dall'economia nel suo complesso. Questi titoli rappresentano società i cui profitti sono più alti quando l'economia è prospera.

CPI (indice dei prezzi al consumo): Il CPI stima il livello generale medio dei prezzi sostenuto da una famiglia tipo per l'acquisto di un paniere di beni e servizi. Il CPI è lo strumento più comunemente utilizzato per misurare il livello dell'inflazione.

Deflazione: Opposto dell'inflazione. Diversamente da quest'ultima, si distingue per un calo duraturo ed autosostenuto del livello generale dei prezzi.

Difensivi: Difensivi si riferisce ai titoli delle aziende più o meno immuni al mutare delle condizioni economiche.

Duration: Misura la sensibilità di un'obbligazione o di un fondo obbligazionario alle variazioni dei tassi di interesse. Più la *duration* di un'obbligazione è lunga, più il prezzo di tale obbligazione è sensibile alle variazioni dei tassi di interesse.

EBIT (Earnings Before Interests and Taxes): Sigla anglosassone che indica l'utile netto prima dell'applicazione delle imposte e degli oneri finanziari. Dall'utile sottrae le spese operative, pertanto corrisponde al risultato operativo.

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

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

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

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

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

FMI: Fondo monetario internazionale.

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

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

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

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

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

IPCC: Gruppo intergovernativo sul cambiamento climatico.

IRENA: Agenzia internazionale per le energie rinnovabili.

ISM: Institute for Supply Management.

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

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

OCSE: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico.

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

OMC: Organizzazione Mondiale del Commercio.

OPEC: Organizzazione dei paesi produttori di petrolio.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SRI: Investimenti sostenibili e responsabili.

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

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

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

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

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

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

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

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



DICHIARAZIONE DI ESCLUSIONE DI RESPONSABILITÀ

Il documento dal titolo "Monthly House View" ("Opuscolo") è rilasciato unicamente a fini di comunicazione commerciale.

Le lingue in cui è redatto rientrano tra le lingue di lavoro di Indosuez Wealth Management.

Le informazioni contenute nell'Opuscolo non sono state riviste, né sono soggette all'approvazione o all'autorizzazione di alcuna autorità di regolamentazione o di sorveglianza del mercato in qualsiasi giurisdizione.

L'Opuscolo non è destinato o rivolto a persone di un paese specifico.

L'Opuscolo non è destinato a cittadini, persone domiciliate o residenti in un paese o in una giurisdizione in cui la distribuzione, la pubblicazione, la messa a disposizione o l'utilizzo dello stesso sono contrari alle leggi o ai regolamenti applicabili.

Il presente documento non costituisce o contiene un'offerta o un invito ad acquistare o vendere qualsivoglia strumento e/o servizio finanziario. Analogamente, esso non costituisce in alcun modo una strategia, una raccomandazione o un consiglio di investimento o disinvestimento di carattere personalizzato o generale, una consulenza legale, fiscale o di audit oppure qualsiasi altro tipo di consulenza di natura professionale. Non viene fornita alcuna garanzia che un qualsivoglia investimento o strategia sia idoneo e appropriato alle circostanze personali o che un qualsivoglia investimento o strategia costituisca una consulenza di investimento personalizzata per qualsiasi investitore.

La data rilevante del presente documento è, salvo diversa indicazione, la data di redazione indicata nell'ultima pagina della presente dichiarazione. Le informazioni contenute nel presente documento sono basate su fonti ritenute affidabili. Facciamo del nostro meglio per garantire l'attualità, l'accuratezza e la completezza delle informazioni contenute nel presente documento. Tutte le informazioni, così come il prezzo, le valutazioni di mercato e i calcoli indicati nel presente documento sono soggetti a modifiche senza preavviso. Le performance e i prezzi passati non sono un'indicazione di performance e prezzi futuri.

I rischi includono, tra gli altri, rischi politici, di credito, di cambio, economici e di mercato. Prima di concludere qualsiasi transazione, è necessario consultare il proprio consulente in materia di investimenti e, se necessario, ottenere una consulenza professionale indipendente in merito ai rischi, nonché a qualsiasi conseguenza legale, regolamentare, creditizia, fiscale e contabile. Si consiglia di rivolgersi ai propri consulenti di fiducia per prendere decisioni in modo autonomo e tenendo conto della propria situazione, conoscenza ed esperienza in ambito finanziario.

I tassi di cambio delle valute estere possono influire negativamente sul valore, sul prezzo o sul 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.

- **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 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 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 - 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 24.01.2025.

