



# MONTHLY HOUSE VIEW

Ottobre 2023

Finanza sostenibile: un'estate di paradossi

• **Sommario**

01• Editoriale "RICCIOLI D'ORO"	P3
02• Focus FINANZA SOSTENIBILE: UN'ESTATE DI PARADOSSI	P4
03• Macroeconomia DAVANTI AD UN BIVIO	P6
04• Reddito fisso UN BANCO DI PROVA AL TERMINE DI UNO SFORZO COLLETTIVO	P8
05• Azioni UN CONTESTO PROLUNGATO DI TASSI ELEVATI?	P10
06• Cambi FORZE IN EQUILIBRIO	P12
07• Asset allocation SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE	P14
08• Monitor dei mercati PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI	P16
09• Glossario	P17
Dichiarazione di esclusione di responsabilità	P18



Alexandre  
DRABOWICZ  
Chief Investment Officer

Cari Lettori,

Spero che abbiate trascorso delle piacevoli vacanze, in famiglia o con gli amici, alla ricerca del sole o del fresco a seconda della regione, oppure lontano dai *social network*, assaporando ogni momento.

Né troppo caldo, né troppo freddo: possiamo descrivere così lo stato dell'economia americana, dove si è affermato il cosiddetto scenario "Goldilocks" (Riccioli d'oro). L'estate ci induce a prenderci una pausa e riflettere: chi avrebbe mai detto un anno fa che la Federal Reserve (Fed) sarebbe riuscita a guidare l'economia verso un atterraggio morbido, scongiurando una recessione apparentemente inevitabile? Dall'inizio dell'anno l'economia statunitense continua a sorprendere. Lo dimostrano le previsioni sulla crescita del PIL americano per il 2023, prossime allo zero ad inizio anno ma ora intorno al 2%. Noi stessi avevamo già cominciato a rivedere al rialzo le nostre stime dal secondo trimestre, senza cadere nella trappola di un eccessivo pessimismo. "La recessione mai arrivata" potrebbe essere un *bestseller* della prossima estate.

In definitiva, è stata un'estate (troppo) calda per i tassi statunitensi a lungo termine. Nel momento in cui scriviamo, quello delle obbligazioni decennali è passato dal 3,7% al 4,3%. Ma è stato il tasso reale a dominare la scena. La prima fase di rialzo era legata all'inasprimento della politica monetaria in seguito agli *shock* inflazionistici. Tuttavia, questo recente aumento dei tassi reali ha permesso alle aspettative inflazionistiche di stabilizzarsi intorno al 2,3% (*breakeven* a 10 anni), mentre i tassi nominali hanno continuato a salire. La Fed ha ritrovato credibilità nella lotta all'inflazione, evocando tassi che resteranno alti più a lungo, mentre il mercato rinvia e rivede nel tempo i primi tagli. Una spiegazione iniziale dei crescenti tassi a lungo termine risiede quindi nel vigore dell'economia americana, che giustifica un tasso reale più elevato. La seconda riguarda la ricostituzione di un premio a termine richiesto dagli investitori: in altre parole, un tasso di rendimento più alto per compensare il rischio di detenere titoli di Stato a lungo termine anziché strumenti a breve scadenza. L'offerta (emissioni del Tesoro USA per finanziare il debito pubblico) è in costante ascesa: il debito nazionale sfiora 32.000 miliardi di dollari, in rialzo del 50% in 5 anni e di 1.500 miliardi di dollari dall'accordo di giugno sul tetto del debito.

Sono infatti necessari ulteriori investimenti per finanziare i disavanzi legati alla guerra, la transizione energetica e per sostenere i consumi.

D'altro canto, gli investitori, che erano soliti acquistare obbligazioni per investire i propri dollari, prendono le distanze dal biglietto verde. Alcuni per ragioni di diversificazione od in seguito all'inversione della politica monetaria interna, altri per motivi politici, ossia per essere meno dipendenti dagli Stati Uniti. Come in ogni equazione domanda/offerta, ciò che conta è il punto di equilibrio.

Si tratta di un aspetto cruciale per la gestione di portafoglio. Da alcuni mesi la correlazione tra i mercati azionari ed obbligazionari è tornata ad essere positiva: le azioni scendono poiché i tassi aumentano (e, al contempo, anche i prezzi delle obbligazioni calano). Un investitore che quest'anno ha acquistato un'obbligazione statunitense a 10 anni si ritrova in perdita. La performance dei cosiddetti fondi diversificati 50-50 ne risente, così come i flussi: secondo Morningstar, a fine giugno si sono registrati deflussi per 20 miliardi di euro rispetto ad afflussi per 100 miliardi di euro verso le obbligazioni (soprattutto a breve scadenza) e gli strumenti monetari. Per un cliente privato, questa volatilità sui tassi a lungo termine è insostenibile. Tuttavia, un punto di equilibrio renderà nuovamente appetibili le obbligazioni a lunga scadenza, garantendo la necessaria diversificazione e ripristinando quindi l'interesse dei portafogli diversificati.

Nel complesso, siamo prossimi alla neutralità in termini di *duration*, ma privilegiamo sempre il *carry* fino a cinque anni. All'inizio dell'estate abbiamo assunto una visione positiva sulle azionario e manteniamo un giudizio costruttivo. Nell'universo azionario, i titoli delle energie rinnovabili hanno sofferto durante l'estate: i più elevati tassi a lungo termine hanno duramente penalizzato i piani d'investimento di lungo periodo per questi progetti, e sono stati affiancati da un'inflazione dei costi, cambiamenti normativi negli Stati Uniti e difetti delle scorte esistenti. Per approfondire l'argomento, vi invito a leggere in questo numero l'interessante articolo "Finanza sostenibile: un'estate di paradossi", come pure i commenti dei nostri esperti delle varie classi di attivi finanziari.

Buona lettura.



Nicolas MOUGEOT  
Head of Investment Strategy  
& Sustainability



Fabrice DE SOUSA  
Portfolio Manager

Le società delle energie rinnovabili hanno vissuto un'estate complessa, con perdite significative per alcune di esse. Sebbene l'estate più calda di sempre e la conseguente maggiore consapevolezza dei cambiamenti climatici non abbiano prodotto sul breve termine gli effetti sperati, le iniziative pubbliche restano importanti e dovrebbero assicurare un sostegno significativo nel lungo periodo.



2023:  
l'estate  
PIÙ CALDA  
mai registrata

L'estate del 2023 ha forse segnato un punto di svolta nella consapevolezza del riscaldamento globale, con il susseguirsi di eventi meteorologici cosiddetti estremi. Il Canada è stato devastato da incendi che hanno emesso più CO<sub>2</sub> del Giappone in un intero anno. Per la prima volta in Europa si sono registrate allerte per ondate di calore in pieno settembre. Più in generale, il periodo giugno-luglio-agosto è stato il più caldo mai registrato, con una temperatura media di 16,77°C.

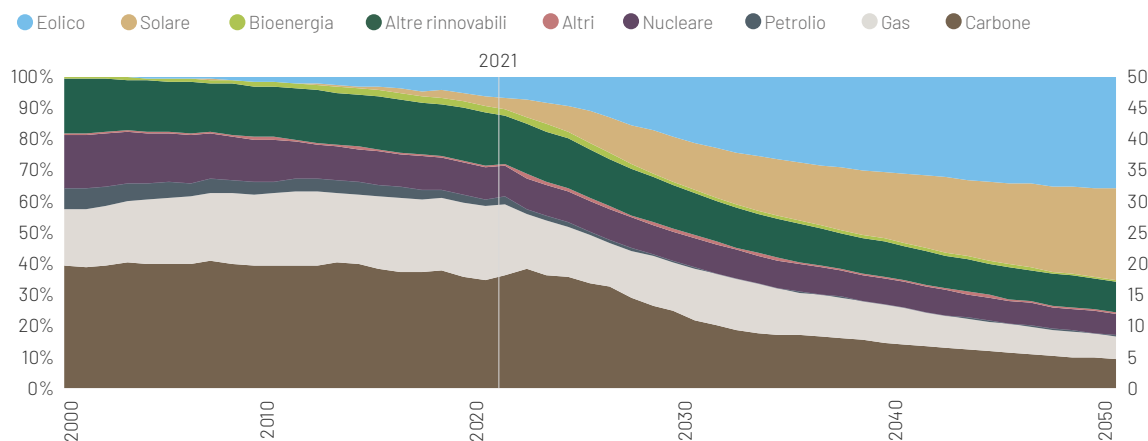
Paradossalmente, le quotazioni azionarie di molte società specializzate nelle energie rinnovabili hanno al contempo esibito una tendenza opposta a quella delle temperature. Ad esempio, l'indice Solactive European Renewable ha ceduto il 10% nel corso dei mesi estivi, mentre il listino globale STOXX 600 ha chiuso pressoché invariato. Perché le società delle energie rinnovabili non sono le grandi vincitrici del riscaldamento globale?

Orsted e Siemens Energy sono due esempi calzanti delle avversità nel settore e della crisi di fiducia che lo attraversa. Innanzitutto, si tratta di società giovani, alle prese con problemi di crescita imputabili ad una qualità e requisiti carenti.

La capitalizzazione di Siemens Energy è crollata di oltre 7 miliardi di euro a fine giugno, dopo che la società ha annunciato un accantonamento aggiuntivo di 1,3 miliardi di euro per la sua divisione eolica, derivante dall'acquisizione di Gamesa. La qualità di alcune turbine, in particolare quelle prodotte nella nuova linea di assemblaggio, è sotto esame. Considerando che potrebbero essere interessate 63.000 turbine, il problema assume proporzioni allarmanti.

L'altra questione riguarda il modello di *business* del settore, che è stato messo in discussione. Alla fine di agosto è stato il *leader* danese delle rinnovabili Orsted a perdere circa un quarto del suo valore in un solo giorno, a causa di tre fattori: le problematiche sulla *supply chain* che persistono dopo la pandemia di COVID, l'aumento del costo del debito in seguito al rialzo dei tassi di interesse e gli aiuti pubblici, come i crediti d'imposta, che non sono all'altezza delle aspettative sia degli investitori sia del *management* di Orsted.

GRAFICO 1: PRODUZIONE DI ELETTRICITÀ PER TECNOLOGIA, %



Nota: rappresenta la quota percentuale di produzione di elettricità per tecnologia nello scenario Net Zero di BNEF, un percorso per raggiungere le zero emissioni nette entro il 2050. Include la generazione di elettricità per la produzione di idrogeno. La voce «Altri» comprende la geotermia e la bioenergia.

Fonti: BloombergNEF, Indosuez Wealth Management.

## COME RAGGIUNGERE LE ZERO EMISSIONI NETTE?

Sebbene sia attualmente alle prese con forti venti contrari, il settore eolico resta una componente chiave della transizione energetica e dovrebbe continuare ad attrarre ingenti investimenti. Per raggiungere l'obiettivo delle zero emissioni nette, Bloomberg stima che le energie rinnovabili, in primis il solare e l'eolico, dovranno rappresentare oltre il 75% della produzione globale di elettricità (grafico 1, pagina 4).

## LE ENERGIE RINNOVABILI: UNA QUESTIONE GEOPOLITICA

Inoltre, la transizione energetica resta una questione geopolitica. Dietro i commenti ufficiali piuttosto tiepidi ai recenti vertici del G20 e della COP 27, le grandi potenze competono per la *leadership* nel settore delle energie rinnovabili. Secondo un rapporto della società di consulenza Wood Mackenzie, nel primo semestre del 2023 gli ordini di turbine eoliche hanno superato i 40 miliardi di dollari, in crescita del 12%. Se la Cina rimane il principale acquirente, gli acquisti degli Stati Uniti sono quadruplicati sulla scia dell'*Inflation Reduction Act* (IRA) approvato lo scorso anno sotto l'impulso dell'amministrazione Biden.

Il Green Deal, adottato nel 2020 con l'obiettivo di rilanciare l'economia e renderla al contempo più verde, aveva permesso all'Europa di assumere un ruolo guida. Ma il meccanismo del Green Deal europeo è macchinoso e si basa sul finanziamento, mentre l'IRA privilegia gli aiuti fiscali diretti sotto forma di crediti d'imposta.

L'Unione europea (UE) ha quindi risposto all'IRA introducendo, nel gennaio di quest'anno, il *Net Zero Industry Act* (NZIA). L'obiettivo di questa nuova iniziativa è rafforzare la capacità produttiva europea di tecnologie che contribuiscono alle zero emissioni nette. Come mostra il grafico 2, un gran numero di tecnologie rientra nel suo raggio d'azione, dalle energie rinnovabili alle batterie, gli elettrolizzatori ed il biogas.

Sia l'IRA che la NZIA mirano quindi a promuovere molteplici tecnologie per combattere il riscaldamento globale su più fronti. Lo stesso vale per le energie rinnovabili: è necessario diversificare il portafoglio investendo in vari sotto-settori, che si tratti di eolico, batterie, idrogeno o reti elettriche.

All'inizio del XX secolo le auto elettriche rappresentavano circa un terzo di un mercato automobilistico ancora agli albori e, nel 1899, la "Jamais Contente" è stata la prima auto a raggiungere i 100 km/h. In seguito, si sono affermati i motori a scoppio, grazie soprattutto all'abbondanza di petrolio ed al suo costo molto contenuto. Oggi i veicoli elettrici offrono sempre prestazioni all'avanguardia e, stando all'Agenzia internazionale per le energie rinnovabili (IRENA), il costo dell'elettricità prodotta dalle fonti rinnovabili entrate in servizio lo scorso anno è inferiore a quello dell'energia ricavata dai combustibili fossili.

Giorno dopo giorno, gli effetti dei cambiamenti climatici sono purtroppo sotto gli occhi di tutti; nonostante il passaggio a vuoto di quest'estate, le energie rinnovabili sono parte integrante della soluzione e rappresenteranno verosimilmente un formidabile volano di crescita nel prossimo decennio.



Ordini di  
**TURBINE  
EOLICHE PER  
40 MILIARDI  
DI DOLLARI**  
nel primo semestre  
del 2023

## GRAFICO 2: INDUSTRIA NET ZERO (NET ZERO INDUSTRY ACT)



Solare fotovoltaico  
e termico



Elettrolizzatori  
e celle a combustibile



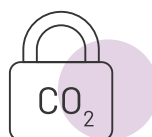
Eolico *onshore* ed energie  
rinnovabili *offshore*



Biogas/biometano  
sostenibile



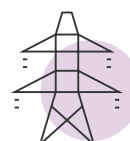
Batterie  
e stoccaggio



Cattura e stoccaggio  
del carbonio



Pompe di calore  
e geotermia



Tecnologie  
di rete

Fonti: Commissione europea, Indosuez Wealth Management.



Lucas MERIC  
Investment Strategist

Le modifiche al nostro scenario dopo l'estate evidenziano la divergenza degli ultimi mesi tra un'economia americana resiliente, dove il *soft landing* è una possibilità concreta, ed un'economia cinese il cui debole slancio ha indotto le autorità ad introdurre numerose misure. In Europa le prospettive si sono lievemente offuscate durante la stagione estiva, ma non prevediamo alcuna contrazione nell'Area Euro.



L'IMMOBILIARE  
rappresenta  
indirettamente  
**OLTRE  
IL 20% DEL  
PIL CINESE**

#### CINA: RIFLETTORI PUNTATI SULL'IMMOBILIARE

Dopo diversi mesi di dati macroeconomici deludenti, le autorità cinesi sono intervenute con decisione nel corso dell'estate, adottando ulteriori misure fiscali, quasi fiscali e monetarie. Il loro obiettivo era rilanciare un'economia alle prese con molteplici ostacoli: una ripresa modesta, un'inflazione vicina allo zero, una tendenza al ribasso per la creazione di credito, crescenti incertezze sulla situazione finanziaria di alcuni sviluppatori immobiliari ed il rallentamento economico globale, poco favorevole alle esportazioni cinesi. A nostro avviso, queste misure rappresentano un passo nella giusta direzione, ma restano insufficienti per stabilizzare un settore immobiliare in forte contrazione, che pesa sulla fiducia.

Sul fronte positivo, i dati di agosto hanno mostrato i primi segni di miglioramento; le vendite al dettaglio e la produzione industriale hanno accelerato, superando le attese, mentre le esportazioni sono diminuite in misura minore, grazie alla graduale

fine del ciclo di riduzione delle scorte a livello globale ed effetti di base più favorevoli. Tuttavia, il settore immobiliare ha ulteriormente pesato sugli investimenti, con le vendite di nuove abitazioni che continuano a calare ed il prezzo delle case nelle città minori è ancora distante da una stabilizzazione, a differenza di quanto avviene nelle città più grandi. In un Paese dove l'immobiliare rappresenta indirettamente oltre il 20% del PIL, che costituiva prima della pandemia il 60% del patrimonio delle famiglie e da cui lo Stato ricava quasi il 30% del proprio gettito fiscale sotto forma di imposte sulle transazioni immobiliari e le vendite di terreni, è fondamentale che le autorità mobilitino le risorse necessarie per far rifiorire il settore. Sullo sfondo di una fiducia depressa e consumi deboli, abbiamo rivisto al ribasso le nostre previsioni sulla crescita e l'inflazione in Cina per il 2023 ed il 2024, con un'espansione che quest'anno dovrebbe attestarsi appena sopra l'obiettivo del 5% fissato lo scorso marzo dal governo nazionale (tabella 1).

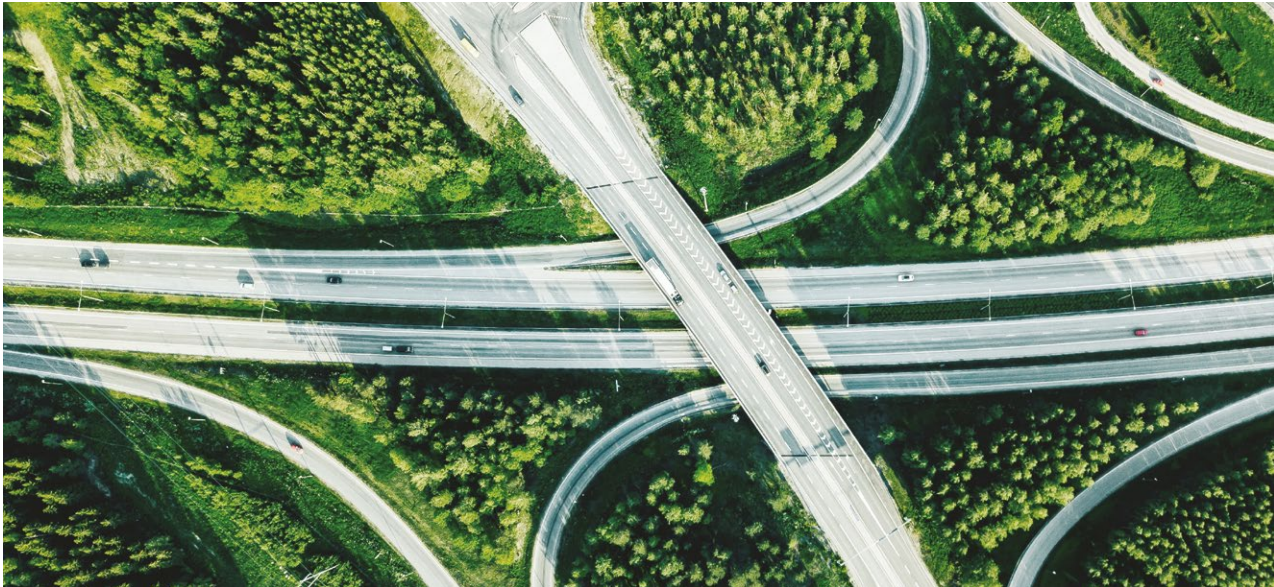
TABELLA 1: PREVISIONI MACROECONOMICHE 2023 - 2024, %

● Rivisto al ribasso rispetto al mese scorso ● Rivisto al rialzo

	PIL		INFLAZIONE	
	2023	2024	2023	2024
USA	1,8%	0,5%	4,1%	2,6%
Area Euro	0,5%	0,8%	5,5%	2,8%
Cina	5,1%	4,5%	0,4%	1,8%
Giappone	1,3%	1,1%	2,8%	2,0%
India	6,0%	5,5%	5,5%	5,9%
Brasile	2,6%	1,3%	4,8%	4,0%
<b>Mondo</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,6%</b>	-	-

Fonte: Indosuez Wealth Management.





## STATI UNITI: LA RESILIENZA NON PERDE COLPI

Negli Stati Uniti la situazione è molto diversa: negli scorsi mesi l'economia si è confermata resiliente, sospinta dai risparmi in eccesso accumulati, che hanno costantemente trainato i consumi, e dalle politiche di sostegno agli investimenti. Al contempo, le tensioni sul mercato del lavoro americano (all'inizio dell'anno la domanda di lavoro delle imprese era doppia rispetto all'offerta dei lavoratori) hanno continuato ad attenuarsi, il numero di posti di lavoro vacanti diminuisce progressivamente, mentre le perdite di impieghi restano contenute (le nuove domande di lavoro sono ancora di molto inferiori ai livelli pre-pandemici). Durante l'estate questa dinamica positiva ha avvalorato l'ipotesi di un *soft landing* dell'economia statunitense, tanto più che a luglio l'inflazione è scesa al 3%, prima di risalire lievemente a causa degli effetti di base sull'energia. Tuttavia, prevediamo sempre una leggera contrazione dei consumi al termine dell'anno, penalizzati dall'erosione dei risparmi in eccesso (la Fed di San Francisco stima che gli stessi saranno completamente esauriti entro la fine del terzo trimestre), da un contesto di tassi elevati (con le famiglie statunitensi che ricorrono sempre più alle carte di credito) e dalla ripresa dei rimborsi del debito studentesco a partire da ottobre.

Detto questo, non intravediamo nemmeno un crollo dei consumi. Il mercato del lavoro permane infatti robusto, il potere d'acquisto dovrebbe essere sostenuto dalla disinflazione, per quanto irregolare (l'inflazione dovrebbe tornare a salire

leggermente a fine anno, sotto l'impulso della componente energetica), mentre le famiglie presentano una solida posizione finanziaria, grazie in particolare ai positivi effetti sulla ricchezza dopo la pandemia attraverso l'immobiliare, i mercati azionari ma anche risparmi molto ben remunerati.

## AREA EURO: RISCHI ALL'ORIZZONTE MA NESSUNA CONTRAZIONE

La crescita nel Vecchio Continente si è rivelata piuttosto tiepida nel corso dell'estate, con il rallentamento del settore manifatturiero che si è esteso ai servizi, per quanto la battuta d'arresto sia stata più pronunciata in Germania e Francia che nei Paesi dell'Europa meridionale. La ripresa dei consumi in Europa ci sembra più contenuta del previsto, la fiducia dei consumatori continua a deteriorarsi e riteniamo che gli stipendi reali impiegheranno probabilmente più tempo a risalire, poiché negli scorsi mesi gli omologhi nominali hanno mostrato segni di cedimento. In questo contesto, abbiamo rivisto lievemente al ribasso le nostre previsioni di crescita per il 2024, mantenendo però invariato lo scenario di crescita modesta e graduale nell'Area Euro. Nei prossimi mesi, infatti, i consumatori europei dovrebbero beneficiare della disinflazione in corso (trainata in particolare dal rallentamento di generi alimentari e servizi) e di un mercato del lavoro solido. L'Area Euro dovrebbe inoltre essere sostenuta nel 2024 dalla stabilizzazione del ciclo manifatturiero e dal minore impatto della politica monetaria sull'economia.

## UN BANCO DI PROVA AL TERMINE DI UNO SFORZO COLLETTIVO



Thomas GIQUEL  
Head of Fixed Income

Con la collaborazione  
del team del Reddito Fisso

Vi è una differenza fondamentale tra i gestori di fondi aperti o multi-strategia e quelli a scadenza: per i primi resta ancora un trimestre di performance e rischi dopo un anno di dignitosi recuperi rispetto al 2022. Per i secondi, invece, ogni punto base di rialzo dei tassi è un'opportunità per consolidare i rendimenti dei loro clienti.

### BANCHE CENTRALI

Il decennio iniziato nel 2020 sta prendendo una strada decisamente diversa da quella degli ultimi 15 anni. Dopo una ristrutturazione forzata del debito all'inizio degli anni 2010 ed una lunga marcia economica di avvicinamento agli *standard* europei, a settembre Moody's ha rivisto al rialzo il *rating* della Grecia. Una decisione in netto contrasto con il declassamento degli Stati Uniti ad agosto. Il Congressional Budget Office (CBO) prevede un rapporto debito/PIL del 195% entro il 2053<sup>1</sup>, un livello che mette in dubbio la sostenibilità del debito, per quanto l'esempio giapponese insegna il contrario.

Sempre secondo il CBO, nel 2033 l'onere del debito, una misura del costo annuale pagato agli investitori, raggiungerà 1.429 miliardi di dollari, ossia il 3,6% del PIL.

Di conseguenza, questa traiettoria pesa sui tassi a lungo termine. Negli Stati Uniti si assiste ad un ripristino del premio a termine. L'aumento dei tassi nominali e reali è dovuto a molteplici fattori: dopo la pandemia di COVID-19 la domanda delle famiglie è accentuata dagli stimoli fiscali, l'inflazione è stabile su valori elevati ed il Tesoro americano torna a finanziarsi su scadenze lunghe. Tutti questi elementi spingono al rialzo i tassi a lungo termine, mentre quelli a breve restano ancorati dallo status quo della Fed.

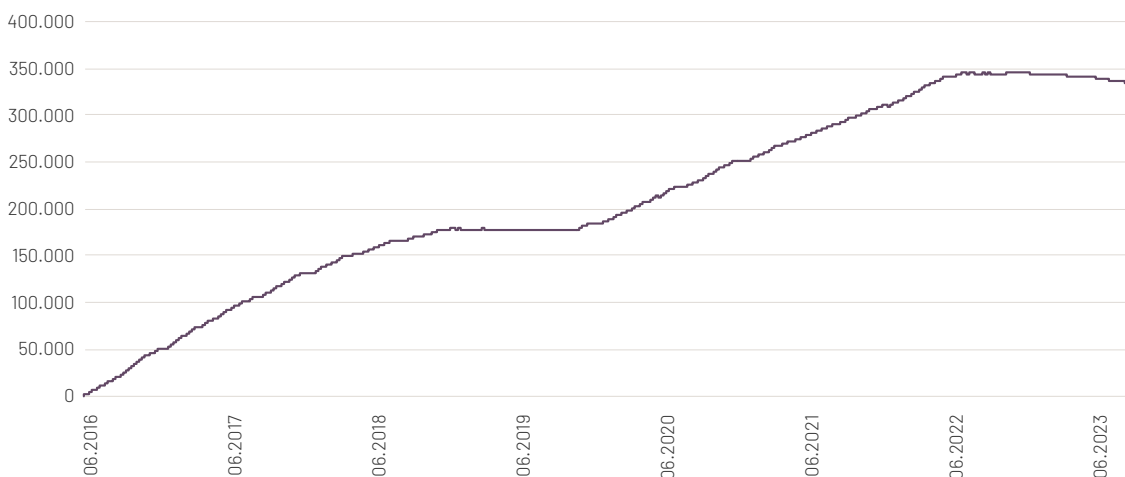
In Europa la recessione si diffonde sotto traccia: la crescita si aggira intorno allo 0, ma il calo dell'inflazione non è sufficiente per restituire potere d'acquisto a consumatori già privati del sostegno fiscale. Inoltre, il mercato dello sviluppo immobiliare esibisce già segni di grande debolezza.



### REVISIONE AL RIALZO

del *rating* greco  
appena sotto il livello  
*investment grade*

GRAFICO 3: BCE, PROGRAMMA DI ACQUISTO DI TITOLI CORPORATE, MILIONI DI EURO



Fonti: Bloomberg, BCE, Indosuez Wealth Management.

1 - <https://www.cbo.gov/publication/58946>



Il rialzo dei tassi operato dalla Banca Centrale Europea (BCE) il 14 settembre è stato sicuramente l'ultimo di questo ciclo e ha fatto segnare una storica prima volta: il tasso di deposito si attesta infatti al 4%, un record dalla creazione della banca centrale comune. I tassi europei a lungo termine patiscono altresì il ripristino del premio a termine, la convergenza dei tassi reali in territorio positivo e le esigenze di finanziamento degli Stati. La BCE ritirerà progressivamente la liquidità introdotta dal 2015 nell'ambito dei programmi di acquisto di attivi. Questo disimpegno molto graduale trainerà verso l'alto i tassi a lungo termine modificando le attese degli investitori, con un conseguente impatto negativo sui prezzi delle obbligazioni (grafico 3, pagina 8).

## CREDITO

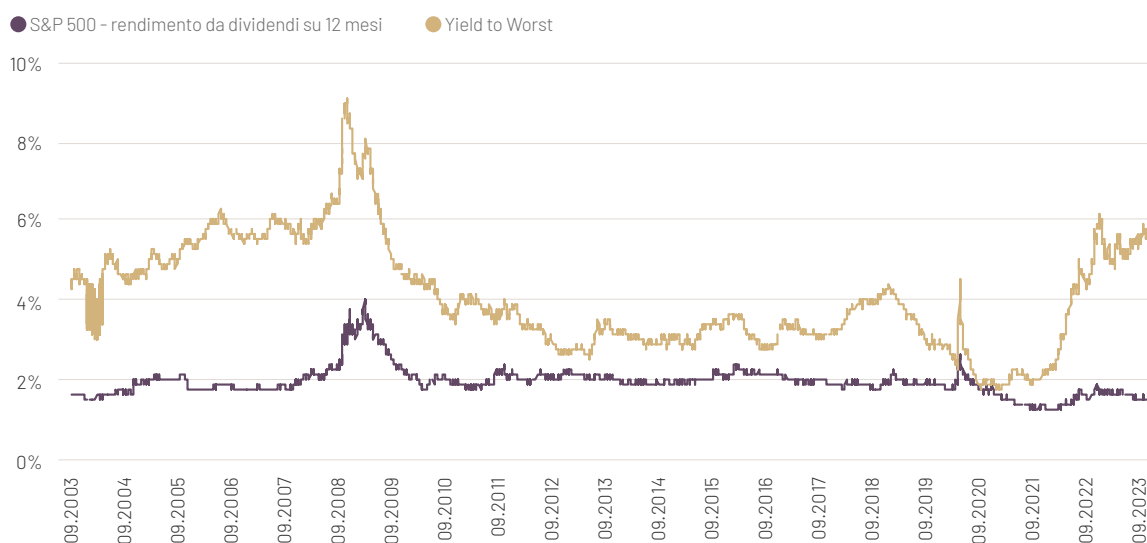
Per gli investitori, dei tassi reali positivi implicano in definitiva un rendimento superiore all'inflazione (prevista). Un ragionamento la cui logica appare sempre più lampante se si raffrontano le classi di attivi finanziari. I tassi dei titoli di Stato, che in linea di massima non sono esposti ad alcun rischio di credito, vengono in genere utilizzati come parametro di riferimento nell'universo obbligazionario. Con l'aggiunta di un premio per il rischio di credito, i rendimenti obbligazionari sono ora particolarmente interessanti, soprattutto rispetto al tasso di dividendo dei mercati azionari americani (grafico 4).

Partendo da questo singolo presupposto, le azioni dovrebbero sovraperformare di oltre il 4% all'anno (al netto dei costi!) per offrire rendimenti in linea con quelli delle obbligazioni. Il *breakeven* ad un anno rappresenta un altro fattore di sostegno per i mercati del reddito fisso. Il *breakeven* è il livello al quale deve aumentare il tasso di rendimento di un'obbligazione per iniziare a perdere denaro su un determinato investimento.

Secondo i nostri calcoli basati sui dati disponibili su Bloomberg a metà settembre, il *breakeven* di un investimento in euro in scadenza nel 2026 è del 6,6%, per un tasso di rendimento attuale del 4,3% (ossia una protezione di oltre 200 punti base). Tale remunerazione offre un notevole margine di sicurezza rispetto alle altre classi di attivi finanziari.

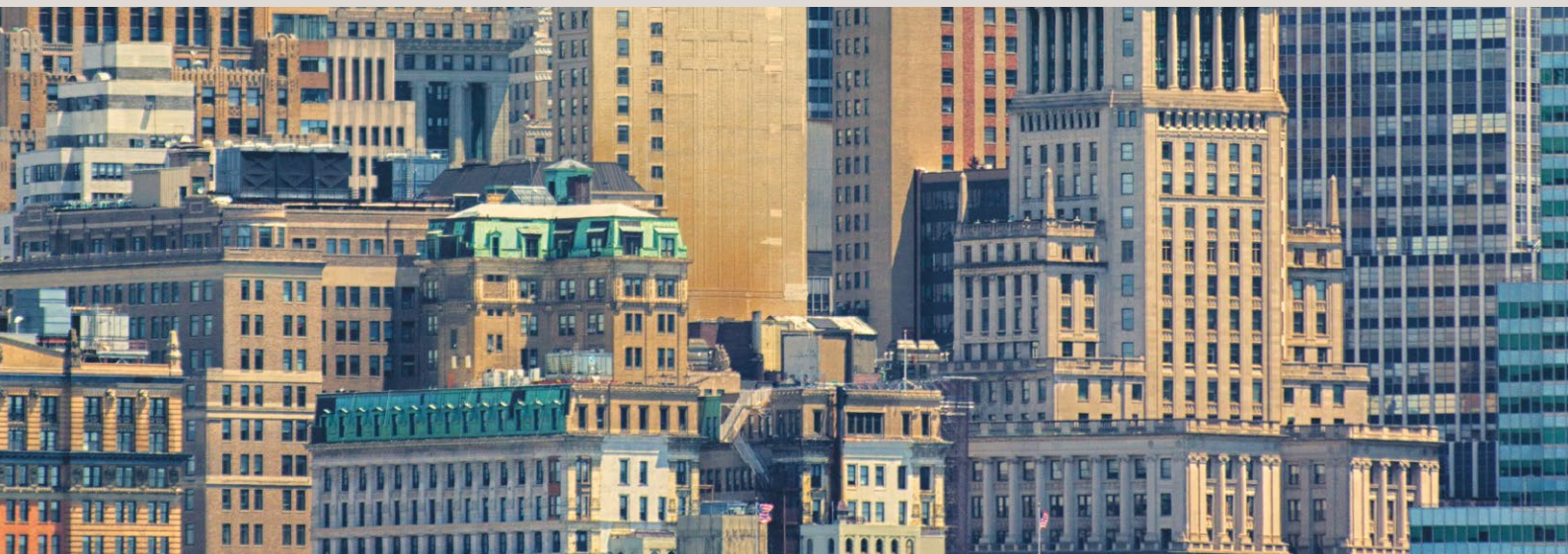
Nelle loro anticipazioni per i prossimi mesi, i gestori di Indosuez tengono conto dell'aumento dei tassi e privilegiano le scadenze brevi (2 anni) per beneficiare del *carry* sui titoli di Stato. Sullo sfondo delle pressioni rialziste descritte in precedenza, manteniamo un sottopeso sui tassi a lungo termine. Riguardo ai mercati del credito, le valutazioni, misurate in base ai premi di rischio, non sono appetibili, in particolare nel settore *high yield*. Tuttavia, il rendimento complessivo offre la prospettiva di una performance corretta per la volatilità superiore a quella delle altre classi di attivi finanziari. Infine, il mercato asiatico non ha ancora concluso la sua lunga correzione, con gli investitori globali che restano in disparte ed i gestori locali di Indosuez che professano ancora prudenza.

GRAFICO 4: TASSO DI DIVIDENDO DELL'INDICE S&P 500 E RENDIMENTO DEL CREDITO AMERICANO, %



Nota: confronto tra tasso di dividendo dell'indice S&P 500 e rendimento delle obbligazioni *corporate* americane.

Fonti: Bloomberg, indici Bloomberg Barclays, Indosuez Wealth Management.



Laura CORRIERAS  
Equity Portfolio Manager

Con la collaborazione  
del team del Azioni

I tassi a lungo termine proseguono la loro ascesa e hanno già toccato i massimi dal 2008 (per il decennale statunitense).

Questo non ha frenato la propensione al rischio degli investitori, in particolare per i titoli *Growth* americani, che si confermano i primi della classe. Tale performance è sostenuta dalle revisioni degli utili, anch'esse in miglioramento negli Stati Uniti. Le performance e le revisioni degli utili sono più contrastanti in Europa ed Asia.

#### EUROPA

Dall'inizio di agosto le azioni europee hanno esibito performance settoriali molto eterogenee, con i beni di consumo discrezionali (in particolare il settore del lusso) ed i titoli tecnologici che hanno sottoperformato, mentre l'energia ha sovraperformato.

Gli ultimi dati macroeconomici europei sono in chiaroscuro: nonostante un lieve rallentamento del tasso d'inflazione ad agosto, il recente rincaro del petrolio potrebbe pesare sui consumi europei nei prossimi mesi e la BCE ha da poco rivisto al ribasso le previsioni di crescita dell'Area Euro per il 2023 ed il 2024.

In termini di valutazioni, tuttavia, le azioni europee restano interessanti e sono ancora scambiate con uno sconto record rispetto alle omologhe americane.

#### STATI UNITI

Dopo una prima metà dell'anno in forte ascesa, il mercato azionario americano esibisce ora movimenti laterali. L'indice S&P 500 e/o il Nasdaq non riescono più a raggiungere dei massimi. Questo andamento è in linea con i dati storici; infatti, i mesi estivi si rivelano spesso piuttosto tranquilli. Lasciata alle spalle l'ultima stagione degli utili aziendali, gli investitori guardano ora ai dati macroeconomici e alle prospettive di politica monetaria della banca centrale statunitense. Le valutazioni di mercato non offrono alcun sostegno rispetto alle medie storiche od in relazione ai tassi, i quali si attestano su livelli record. Prima di riprendere posizione, gli investitori attendono senza dubbio l'inizio della stagione degli utili per il terzo trimestre in programma a metà ottobre.



BCE:  
TAGLIO  
delle previsioni di  
CRESCITA  
per il 2023 e 2024

## MERCATI EMERGENTI

Al momento, l'incertezza e la volatilità restano elevate sulle Borse asiatiche. Persistono il pessimismo ed il *sentiment* negativo nei confronti della Cina. I recenti afflussi nei mercati cinesi, uniti alle politiche monetarie e fiscali accomodanti, non sono stati sufficienti per invertire la dinamica ribassista dei listini azionari. È opportuno ricordare che le preoccupazioni strutturali restano importanti: la mancanza di fiducia nel settore privato, l'inadeguatezza della domanda interna e le costanti tensioni nel settore immobiliare continuano ad alimentare i timori degli investitori stranieri. Tuttavia, le autorità cinesi hanno recentemente intensificato le misure di stimolo (in particolare allentamento monetario e sostegno al settore immobiliare) ed i fondamentali di alcune società cinesi sono interessanti, sia in termini di utili attesi che di valutazioni. Privilegiamo inoltre alcune società coreane e taiwanesi (attive principalmente nelle *supply chain* tecnologiche legate all'Intelligenza Artificiale (IA)).

## STILI D'INVESTIMENTO

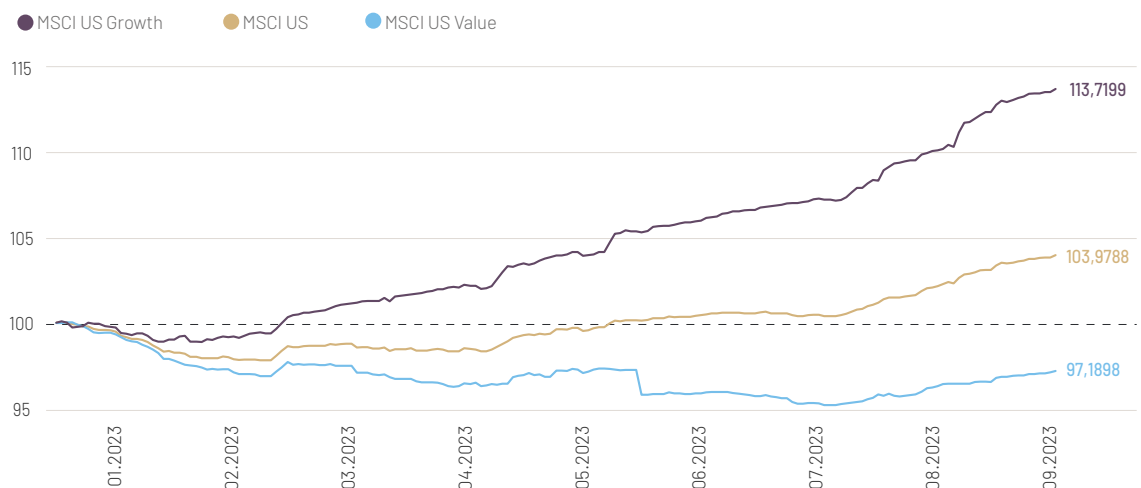
Lo scorso mese la divergenza tra gli stili d'investimento sulle due sponde dell'Atlantico si è rivelata alquanto significativa. Negli Stati Uniti il segmento *Growth* si conferma il primo della classe, una tendenza corroborata da revisioni degli utili che accelerano (grafico 5).

In Europa lo stile *Growth* è rimasto stabile, a causa soprattutto delle difficoltà nel settore del lusso e di una minore esposizione all'IA per le società dell'UE. Negli Stati Uniti, invece, è stato lo stile *Value* a chiudere invariato, mentre ha sovraperformato in Europa, con una tendenza che torna ad essere più rialzista. Questa dinamica è prevalentemente ascrivibile alla forte incidenza dei settori bancario ed energetico nell'indice europeo.

Di conseguenza, restiamo costruttivi sullo stile *Growth*, soprattutto negli Stati Uniti. I titoli americani di tale segmento continuano ad essere ricercati dagli investitori che intendono posizionarsi sugli attori chiave dell'IA, sullo sfondo di prospettive macroeconomiche sempre solide.

In Europa lo stile *Value* è stato sostenuto dal rimbalzo dei tassi di interesse a lungo termine. Le valutazioni dei relativi titoli sono inoltre molto interessanti, sia in termini assoluti che rispetto ad altri stili. Tuttavia, rimaniamo più cauti sulla parte ciclica del segmento, che tradizionalmente tende a sottoperformare quando l'inflazione si normalizza. Al contrario, alcuni segmenti *Value* permangono appetibili, in particolare le banche e l'energia, favoriti dal rimbalzo dei prezzi del petrolio.

GRAFICO 5: REVISIONI DEGLI UTILI NEGLI STATI UNITI



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Maxime GARCIA  
Investment Strategist

Il dollaro USA continua a beneficiare di un quadro favorevole, ma riteniamo che molti fattori positivi siano già integrati nei corsi e che le prospettive per la coppia EUR/USD siano ora più equilibrate. Riguardo al franco svizzero, i fondamentali appaiono meno favorevoli. L'oro è ancora stretto nella morsa dei crescenti tassi reali da un lato e degli acquisti delle banche centrali dall'altro.

### DOLLARO USA

#### Un quadro favorevole ma nubi all'orizzonte

Il re dollaro continua a regnare sovrano sui mercati dei cambi (+2% nel mese in base all'indice DXY, grafico 6); inoltre, il suo vantaggio in termini di differenziali di crescita e tassi di rendimento, nonché la domanda di valute rifugio ad alto rendimento, potrebbero continuare a sostenere la valuta.

D'altro canto, riteniamo che molti fattori positivi siano già integrati nel prezzo del biglietto verde e che all'orizzonte si stiano addensando nubi. Sul breve termine, il rischio di uno *shutdown* del governo americano risulta in aumento e, da una prospettiva storica, il dollaro tende a cedere terreno in presenza di un simile evento. A più lungo termine, la fine della stretta della Fed dovrebbe pesare sulla valuta. A nostro avviso, pertanto, il potenziale di rialzo del biglietto verde è limitato, ma assumiamo una visione meno negativa.

### EUR

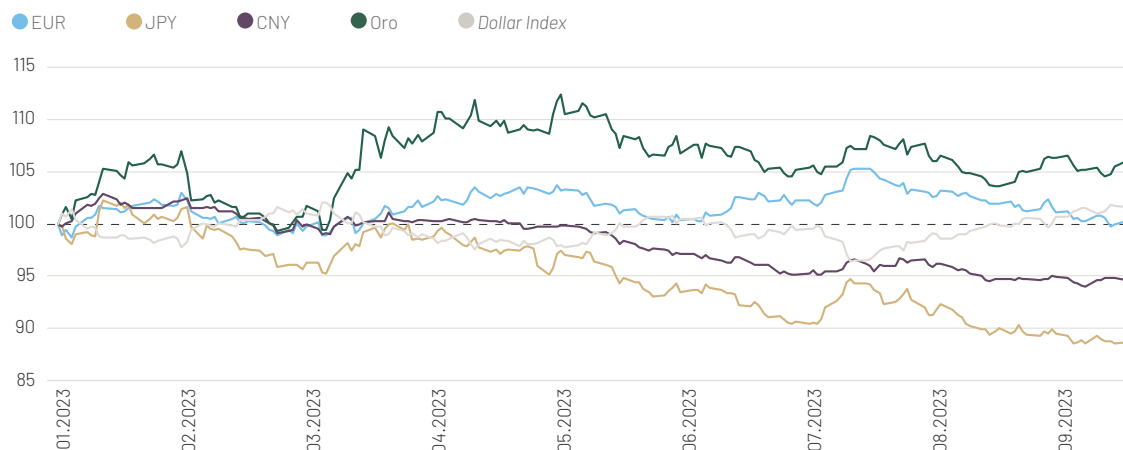
#### Un pessimismo già scontato

I solidi dati statunitensi ed i timori per le prospettive di crescita nell'Area Euro hanno pesato sulla moneta unica, mentre i flussi che hanno sospinto l'euro nel 2023, grazie soprattutto al miglioramento della bilancia commerciale, hanno iniziato a svanire. Tuttavia, i dati relativi al posizionamento indicano che l'euro è ipervenduto dall'inizio del mese; inoltre, molti elementi negativi, in particolare sul fronte macroeconomico, sono già scontati nel corso della valuta. Le prospettive per la coppia EUR/USD ci sembrano quindi più equilibrate e prevediamo che sul medio termine la valuta oscilli tra 1,06 e 1,09.



Le prospettive per la coppia EUR/USD ci sembrano PIÙ EQUILIBRATE

GRAFICO 6: PERFORMANCE DELLE VALUTE 100 = 31.12.2022, DOLLARI



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

## FRANCO SVIZZERO

### Fondamentali meno propizi

Nell'ultimo anno il franco svizzero ha guidato la classifica delle valute del G10, avendo beneficiato del sostegno della banca centrale, la quale è intervenuta direttamente sul mercato dei cambi e ha adottato una politica monetaria restrittiva. A nostro parere, tuttavia, i fondamentali potrebbero ora fornire un minore sostegno. Infatti, l'inflazione è al momento in linea con l'obiettivo della banca centrale ed i mercati si aspettano che il ciclo di inasprimento giunga al termine. Inoltre, la valuta potrebbe risentire dello svantaggio in termini di *carry* e nulla indica che la Banca nazionale svizzera (BNS) continuerà ad agire sul mercato dei cambi. Pertanto, assumiamo una posizione più neutrale sul franco svizzero ed anticipiamo un corso USD/CHF intorno a 0,90 ed EUR/CHF tra 0,95 e 0,97.

## YEN GIAPPONESE

### Interventi in vista?

Lo yen continua a patire una politica monetaria giapponese in controtendenza rispetto al resto delle principali economie sviluppate. Con la coppia USD/YEN a 147, le inquietudini dei decisori politici sono in aumento, così come la probabilità di un intervento delle autorità sul mercato dei cambi che, a nostro avviso, potrebbe avvenire intorno a 150 (grafico 7), sostenendo così lo yen sul breve termine. Tuttavia, per un apprezzamento duraturo della valuta è necessario che cambi il quadro attuale (ad esempio una pausa della Fed o una normalizzazione della politica da parte della Banca del Giappone), uno scenario che potrebbe proiettare la coppia USD/JPY tra 138 e 140.

## YUAN CINESE

### Discesa in campo del governo

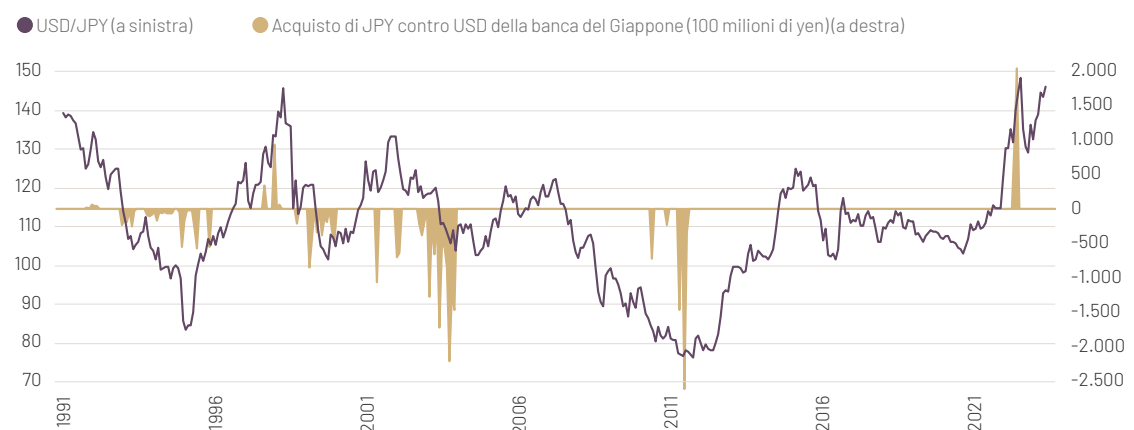
Il contesto odierno è poco favorevole alla valuta cinese; la debole dinamica macroeconomica e la divergenza dei tassi tra Cina e Stati Uniti hanno sospinto la coppia USD/CNY ad un massimo dal 2016. Tuttavia, restiamo neutrali sulla valuta poiché la Banca Popolare Cinese ha intensificato gli sforzi per rallentare la svalutazione dello yuan, mentre le banche statali hanno riferito di aver venduto dollari a 7,30. Prevediamo quindi che la coppia USD/CNY continui ad oscillare nell'attuale intervallo tra 7,20 e 7,40.

## ORO

### Stretto in una morsa

Nel periodo la volatilità dell'oro è ulteriormente calata, con il prezzo che evolve lateralmente dall'inizio dell'estate ed una performance mensile pressoché neutrale. Da un lato, i crescenti rendimenti dei titoli di Stato e la solidità del dollaro pesano sul metallo giallo. Inoltre, il *sentiment* resta debole, come dimostrano i deflussi dagli ETF sull'oro ed il posizionamento ad un minimo da cinque mesi. Dall'altro lato, la domanda di oro da parte delle banche centrali è più alta che mai, il che dovrebbe continuare a sostenere il metallo giallo. Ci aspettiamo che l'oro sia scambiato in un *range* compreso tra 1,870 e 1,970.

GRAFICO 7: INTERVENTO DELLE BANCA DEL GIAPPONE SUL MERCATO DEI CAMBI?



Fonti: Datastream, Indosuez Wealth Management.





Grégory STEINER  
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE  
Portfolio Manager



2024:  
previsioni  
di crescita in  
EUROPA  
ORIENTATE  
AL RIBASSO

## SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** il nostro scenario resta sostanzialmente invariato. Manteniamo la nostra visione di una lieve contrazione occasionale negli Stati Uniti, ma ritardata all'ultimo trimestre del 2023 in ragione della forte resilienza dell'attività economica oltreoceano. Abbiamo rivisto al ribasso le nostre previsioni di crescita per l'Europa nel 2024, alla luce di effetti tecnici e consumi inferiori a quelli inizialmente anticipati. Infine, abbiamo tagliato anche la crescita cinese, date le persistenti difficoltà del settore immobiliare nel corso dell'estate. Manteniamo però un giudizio costruttivo sulla crescita dei Paesi emergenti nel loro complesso.
- **Inflazione:** il processo di disinflazione è in corso e dovrebbe proseguire nelle economie avanzate, di pari passo con il rallentamento di affitti e prezzi dei generi alimentari e con i favorevoli effetti di base. Tuttavia, la scomparsa di questi fattori tecnici alla fine dell'anno e la ripresa degli stipendi dovrebbero mantenere l'inflazione su livelli elevati.
- **Banche centrali:** i cicli rialzisti della Fed e della BCE sono ormai conclusi. I tassi di interesse dovrebbero ora stabilizzarsi almeno fino all'inizio del secondo semestre del prossimo anno. Per la Fed, prevediamo tagli di 75 punti base nel secondo semestre se l'inflazione core si normalizzerà verso il 3%. Per la BCE, non prevediamo tagli nel 2024, ma riconosciamo che le prospettive economiche più deboli potrebbero spingere le banche centrali a rivedere la propria politica monetaria. Le riduzioni di bilancio sono in corso e potrebbero esercitare maggiore pressione sul segmento a lungo termine delle curve dei tassi. La riduzione dei bilanci prosegue e potrebbe pesare ulteriormente sulla parte lunga delle curve dei tassi.
- **Utili aziendali:** si conferma la divergenza nelle revisioni degli utili tra Stati Uniti e Giappone da un lato ed Europa dall'altro, con una crescita dei profitti che dovrebbe aggirarsi intorno al 12% negli Stati Uniti rispetto al 6% nell'Area Euro.

- **Contesto di rischio:** la volatilità azionaria continua ad evolvere in un *range* ristretto, mentre la volatilità dei tassi torna ai minimi da un anno, con diversi operatori di mercato che ora prevedono lo scenario perfetto di un *soft landing* negli Stati Uniti. Riteniamo tuttavia che l'incertezza resti elevata e riconosciamo, in tal senso, il valore delle strategie opzionali, che consentono di accrescere l'asimmetria dei portafogli.

## CONVINZIONI DI ASSET ALLOCATION

### Azioni

- Durante l'estate abbiamo assunto una visione più costruttiva sugli attivi rischiosi, data la maggiore resilienza del contesto economico (in particolare negli Stati Uniti). Di conseguenza, privilegiamo nei nostri portafogli le azioni americane. Sebbene a settembre la stagionalità sia generalmente sfavorevole per i mercati azionari, manteniamo comunque un giudizio tattico positivo a breve termine su questa area del mondo.
- Manteniamo una visione neutrale sulle azioni europee. Per quanto le valutazioni siano ancora interessanti, in questo frangente la crescita economica non mostra chiari segni di miglioramento, mentre la stretta monetaria e l'erosione della liquidità nell'Area Euro potrebbero continuare a pesare sul *sentiment* nel breve periodo. Riteniamo però che alcuni sotto-settori e regioni possano ritrovare interesse, come il mercato azionario britannico, scambiato a bassi rapporti di valutazione e che potrebbe sfruttare il recente rimbalzo dei prezzi energetici.
- Le azioni dei mercati emergenti rimangono una forte convinzione, poiché dovrebbero beneficiare di un differenziale di crescita favorevole alle economie in via di sviluppo rispetto a quelle avanzate.

## Reddito fisso

- Riteniamo che i recenti movimenti sulle curve dei tassi americani ed europei possano offrire pregevoli punti di ingresso per ridurre la nostra posizione sottopesata sulla *duration*.
- Tuttavia, siamo sempre del parere che il rischio resti orientato al rialzo sulla parte lunga delle curve. La mutata struttura delle emissioni del Tesoro americano (e una riduzione del bilancio potenzialmente più rapida da parte della BCE nell'Area Euro) dovrebbe continuare ad esercitare pressioni sulla parte lunga delle curve. Continuiamo quindi a privilegiare la parte corta, i cui rendimenti offrono una buona protezione senza un'intensa volatilità attesa.
- D'altro canto, invitiamo ad una maggiore cautela sui titoli di Stato periferici, in particolare sul debito sovrano italiano, dati gli squilibri tra domanda ed offerta ed una congiuntura economica meno favorevole nei prossimi mesi.
- Sul fronte del credito, manteniamo la preferenza per il debito *corporate* di qualità a breve scadenza (poiché le curve del credito sono relativamente piatte) e ci teniamo a distanza dal segmento *high yield*, soprattutto dai *rating* più bassi, le cui valutazioni ci sembrano piuttosto elevate.

## Cambi

- All'inizio dell'estate abbiamo ridotto tatticamente la convinzione sulla parità EUR/USD. Da allora, l'euro è tornato ai minimi di maggio, di pari passo con l'ampliamento dello *spread* transatlantico. Il contesto macroeconomico potrebbe continuare a sostenere il dollaro sul breve termine, ma i rischi sembrano ora meglio bilanciati, limitando il potenziale di apprezzamento del biglietto verde.
- Sebbene il franco svizzero abbia a lungo beneficiato di tassi reali positivi in tutto il mondo, un evento più unico che raro, quel periodo sembra concluso. Manteniamo pertanto una visione neutrale sulla valuta elvetica, con la Banca nazionale svizzera che oltretutto dovrebbe aver ultimato il suo ciclo rialzista.
- Lo yen continua ad essere scambiato ai minimi, vicino a quei livelli che in passato avevano indotto la Banca del Giappone ad intervenire. Non ci sorprenderebbe quindi assistere ad una maggiore volatilità dello yen sul breve termine anche se, per un suo apprezzamento duraturo rispetto al biglietto verde, è necessario un cambiamento più strutturale del contesto monetario.

- Gli elevati rendimenti dei titoli di Stato sono un ostacolo alla detenzione di oro. Per contro, la solida domanda di metallo giallo da parte delle banche centrali ne limita il potenziale di ribasso. Finché i tassi di interesse reali resteranno su questi livelli, continuiamo a prevedere per l'oro oscillazioni in un *range*, senza una tendenza netta.

## CONVINZIONI CHIAVE

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.



DATI AGGIORNATI AL 21 SETTEMBRE 2023

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	4,49%	25,70	61,94
Francia 10A	3,28%	23,80	16,90
Germania 10A	2,73%	22,40	16,90
Spagna 10A	3,79%	26,10	14,50
Svizzera 10A	1,08%	7,20	-54,20
Giappone 10A	0,74%	8,90	32,50

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	35,43	-2,45%	2,07%
Titoli di Stato in EUR	195,02	-0,86%	1,22%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	206,57	0,93%	6,74%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	313,03	0,12%	5,50%
Titoli di Stato USA	295,95	-0,45%	0,19%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	42,37	-0,59%	-0,91%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9643	0,85%	-2,55%
GBP/USD	1,2298	-2,41%	1,78%
USD/CHF	0,9045	2,26%	-2,16%
EUR/USD	1,0661	-1,38%	-0,41%
USD/JPY	147,59	1,21%	12,56%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	17,54	0,34	-4,13

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	4.330,00	-1,06%	12,78%
FTSE 100 (Regno Unito)	7.678,62	4,70%	3,04%
STOXX Europe 600	454,67	0,69%	7,01%
Topix	2.383,41	4,23%	25,99%
MSCI World	2.886,07	-0,69%	10,89%
Shanghai SE Composite	3.672,45	-1,37%	-5,14%
MSCI Emerging Markets	956,25	-2,65%	-0,01%
MSCI Latam (America Latina)	2.343,94	-2,39%	10,13%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	186,09	-3,63%	-3,07%
MSCI Asia Ex Japan	605,32	-2,52%	-2,25%
CAC 40 (Francia)	7.213,90	-0,01%	11,43%
DAX (Germania)	15.571,86	-0,32%	11,84%
MIB (Italia)	28.708,55	2,27%	21,10%
IBEX (Spagna)	9.548,90	2,40%	16,04%
SMI (Svizzera)	11.084,74	0,98%	3,31%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.730,00	2,36%	-8,91%
Oro (USD/Oncia)	1.920,02	0,16%	5,26%
Greggio WTI (USD/Barile)	89,63	13,38%	11,67%
Argento (USD/Oncia)	23,44	-3,24%	-2,48%
Rame (USD/Tm)	8.194,00	-1,98%	-2,13%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	2,61	3,61%	-41,68%

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

	GIUGNO 2023	LUGLIO 2023	AGOSTO 2023	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (21 SETTEMBRE 2023)
MIGLIORI	11,00%	0,41%	6,75%	4,70%	25,99%
	7,41%	-1,77%	5,80%	4,23%	12,78%
	6,47%	-2,55%	5,68%	0,69%	10,89%
	5,93%	-2,79%	5,01%	-0,69%	10,13%
	4,85%	-3,38%	4,48%	-1,06%	7,01%
	3,23%	-5,73%	3,29%	-1,37%	3,04%
	2,25%	-6,21%	3,11%	-2,39%	-0,01%
	2,17%	-6,36%	2,23%	-2,52%	-2,25%
	1,16%	-6,61%	2,04%	-2,65%	-3,07%
PEGGIORI	1,15%	-7,90%	1,48%	-3,63%	-5,14%

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'attendibilità, l'accuratezza e la completezza delle informazioni contenute nel presente documento. Tutte le informazioni, così come il prezzo, le valutazioni di mercato e i calcoli indicati nel presente documento sono soggetti a modifiche senza preavviso. Le performance e i prezzi passati non sono un'indicazione di performance e prezzi futuri.

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

I tassi di cambio delle valute estere possono influire negativamente sul valore, sul prezzo o sul reddito dell'investimento quando questo viene realizzato e riconvertito nella valuta di base dell'investitore.

CA Indosuez, società di diritto francese, capogruppo per l'attività di gestione patrimoniale del gruppo Crédit Agricole, nonché le rispettive controllate ed entità collegate, ovvero CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, le rispettive controllate, filiali e uffici di rappresentanza, ovunque si trovino, operano sotto il Marzolo unico Indosuez Wealth Management. Ciascuna delle controllate nonché le rispettive controllate, le filiali e gli uffici di rappresentanza, così come ognuna delle altre entità di Indosuez Wealth Management sono definite singolarmente la "Entità" e congiuntamente le "Entità".

Le Entità o i loro azionisti, così come i loro azionisti e filiali e, più in generale, le società del gruppo Crédit Agricole (il "Gruppo") nonché i loro rispettivi responsabili, dirigenti o dipendenti potranno, su base personale ovvero a nome e per conto di terzi, effettuare transazioni relative agli strumenti finanziari descritti nell'opuscolo, detenere strumenti finanziari differenti, in termini di emittenti o garanti, oppure ancora offrire o tentare di offrire servizi di investimento, finanziari o di altro tipo a favore di tali entità o per loro conto. Laddove un'Entità e/o Entità del Gruppo Crédit Agricole agiscano in veste di consulente d'investimento e/o gestore, amministratore, distributore o agente di collocamento per determinati prodotti o servizi menzionati nell'Opuscolo ovvero laddove erogino altri servizi in cui un'Entità o il Gruppo Crédit Agricole hanno o potrebbero avere un interesse diretto o indiretto, l'Entità darà la priorità all'interesse dell'investitore.

Alcuni investimenti, prodotti e servizi, compresa la custodia, possono essere soggetti a restrizioni legali e normative o non essere disponibili in tutto il mondo senza restrizioni, tenendo conto della legge del paese di origine del potenziale investitore, del suo paese di residenza o di qualsiasi altro paese con cui possa avere legami. In particolare, i prodotti o servizi menzionati nell'Opuscolo non sono destinati ai residenti negli Stati Uniti d'America e in Canada. I prodotti e servizi menzionati possono essere offerti da Entità secondo le loro condizioni contrattuali ed i loro prezzi, nell'osservanza delle leggi e dei regolamenti applicabili ed in via subordinata alla loro autorizzazione. Tali prodotti e servizi possono essere modificati o ritirati in qualsiasi momento senza preavviso.

Per ulteriori informazioni, si prega di contattare il proprio Relationship Manager.

Ai sensi della normativa vigente, ogni Entità mette a disposizione l'Opuscolo:

- **in Francia:** la presente pubblicazione è distribuita da CA Indosuez, società anonima con capitale di 584.325.015 euro, istituto di credito e broker assicurativo, iscritta nel Registro degli intermediari assicurativi con il numero 07 004 759 e nel Registro di commercio e delle società di Parigi con il numero 572 171 635, con sede legale in 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 Parigi e supervisionata dall'Autorità francese di controllo prudenziale e di risoluzione e dall'Autorità francese dei mercati finanziari;
- **in Lussemburgo:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe), società per azioni (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) Sursucal en Espana, operante sotto la supervisione del Banco de Espana ([www.bde.es](http://www.bde.es)) e della Commissione Nazionale del Mercato Azionario (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, [www.cnmv.es](http://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), società con sede sociale in 39 allée Scheffer L-2520 Lussemburgo, immatricolata presso il Registro delle Società del Lussemburgo con il numero B91.986 e operante come istituto di credito autorizzato con sede in Lussemburgo sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF).
- **in Italia:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe), Italy Branch con sede in Piazza Cavour 2, Milano, Italia, iscritta all'Albo delle Banche n. 8097, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano, Monza Brianza e Lodi n. 97902220157;
- **nell'Unione europea:** l'Opuscolo può essere distribuito da Entità di Indosuez Wealth Management autorizzate a tale scopo nell'ambito della Libera prestazione di servizi;
- **nel Principato di Monaco:** l'Opuscolo è distribuito da CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1<sup>er</sup> - 98000 Monaco, iscritta nel Registro di commercio e dell'Industria del Principato di Monaco con il numero 56S00341, certificazione: EC/2012-08;
- **in Svizzera:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Geneva e da CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano e dalle loro filiali e/o agenzie svizzere. L'Opuscolo costituisce materiale di marketing e non costituisce il prodotto di un'analisi finanziaria nell'accezione delle direttive dell'Associazione Svizzera dei Banchieri (ASB) in relazione all'indipendenza delle analisi finanziarie ai sensi del diritto svizzero. Di conseguenza, tali direttive non sono applicabili all'Opuscolo;
- **a Hong Kong Regione amministrativa speciale:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. Nessuna delle informazioni contenute nell'Opuscolo costituisce una raccomandazione d'investimento. L'Opuscolo non è stato sottoposto alla Securities and Futures Commission (SFC) né a qualsivoglia altra autorità di regolamentazione di Hong Kong. L'Opuscolo ed i prodotti menzionati al suo interno non sono stati autorizzati dalla SFC nell'accezione di cui alle sezioni 103, 104, 104A o 105 della Securities and Futures Ordinance (Cap. 571)(SFO);
- **a Singapore:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapore 068912. A Singapore, l'Opuscolo è destinato ovvero a investitori accreditati, investitori istituzionali o investitori esperti, secondo la definizione del Securities and Futures Act 2001 di Singapore. Per qualsiasi domanda relativa all'Opuscolo, i destinatari a Singapore possono contattare CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch;
- **nel DIFC:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, filiale per il DIFC (Dubai International Financial Centre), Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai, società degli EAU regolamentata dall'Autorità di vigilanza sui servizi finanziari di Dubai ("DFSA"). Il presente Opuscolo è rivolto unicamente a clienti professionali e/o controparti di mercato e nessun altro soggetto dovrebbe agire in base ai medesimi. I prodotti o servizi finanziari cui la presente pubblicazione fa riferimento saranno resi disponibili esclusivamente a clienti che soddisfano i requisiti di cliente professionale e/o controparte di mercato previsti dalla DFSA. L'Opuscolo è fornito unicamente con finalità informative. Non deve essere interpretata come un'offerta di acquisto o vendita né come sollecitazione di un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari o di partecipazione ad alcuna particolare strategia di trading in qualunque giurisdizione;
- **negli EAU:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Ufficio di rappresentanza, Zayed - The 1<sup>st</sup> Street - Al Muhairy Center, Office Tower, 5<sup>th</sup> Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Emirati Arabi Uniti. CA Indosuez (Switzerland) SA opera negli Emirati Arabi Uniti (EAU) tramite il suo ufficio di rappresentanza, sottoposto all'autorità di vigilanza della banca centrale degli EAU. Ai sensi delle norme e dei regolamenti applicabili negli EAU, l'ufficio di rappresentanza di CA Indosuez (Switzerland) SA non può espletare alcuna attività bancaria. L'ufficio di rappresentanza può unicamente commercializzare e promuovere le attività ed i prodotti di CA Indosuez (Switzerland) SA. L'Opuscolo non costituisce un'offerta rivolta a un particolare soggetto o al pubblico generale, né un invito a presentare un'offerta. Esso è distribuito su base privata e non è stato rivisto o approvato dalla banca centrale degli EAU né da altre autorità di regolamentazione degli Emirati Arabi Uniti;
- **altri paesi:** la distribuzione della presente pubblicazione potrebbe inoltre essere limitata da leggi e regolamenti in vigore in altri paesi. I soggetti in possesso della presente pubblicazione devono informarsi sulle eventuali restrizioni legali e rispettarle.

L'Opuscolo non può essere fotocopiato, riprodotto o distribuito, in tutto o in parte, in alcuna forma senza il previo accordo della propria Banca.

© 2023, CA Indosuez (Switzerland) SA - Tutti i diritti riservati.

Crediti fotografici: Getty Images.

Finito di redigere il 22.09.2023.





