

MONTHLY HOUSE VIEW

Marzo 2024

Nessun atterraggio in vista?

• **Sommario**

01• Editoriale	P3
NESSUN ATTERRAGGIO IN VISTA?	
02• Focus	P4
PERCHÉ L'ECONOMIA AMERICANA È COSÌ ROBUSTA?	
03• Macroeconomia	P6
FINORA TUTTO BENE	
04• Reddito fisso	P8
L'INFLAZIONE CONTINUA A SORPRENDERE	
05• Azioni	P10
I MERCATI AZIONARI STATUNITENSI RAGGIUNGONO NUOVI RECORD	
06• Cambi	P12
DIFFICILE SPODESTARE IL DOLLARO	
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 9 febbraio l'indice azionario americano di riferimento S&P 500 ha superato la soglia dei 5.000 punti, guadagnando oltre il 5% dall'inizio dell'anno. Gli utili aziendali sono migliori del previsto e l'economia mostra incredibili segni di vigore e di tenuta. Mentre il mercato prevedeva a gennaio un rallentamento dei posti di lavoro creati sotto quota 200.000, il dato si è infine rivelato superiore alle 350.000 unità. L'occupazione rimane solida e questo può sembrare un controsenso, soprattutto perché la stampa si concentra costantemente sugli impieghi persi in seguito alla rivoluzione dell'Intelligenza Artificiale (IA). Eppure gli Stati Uniti creano posti di lavoro anche dopo il licenziamento di oltre 30.000 persone (fonte: Layoffs.fyi) dall'inizio dell'anno a causa dell'IA. Infatti, pressoché tutti i settori, tranne l'estrazione mineraria e del gas, hanno assunto personale. Ad esempio, i produttori chimici hanno assunto circa 7.000 persone a gennaio, l'aumento più significativo dal 1990.

Nell'ultimo trimestre del 2023 la crescita reale (al netto dell'inflazione) degli Stati Uniti si è attestata al 3,3% su base annua e l'inflazione è scesa al 2,6%¹ a dicembre, vicina all'obiettivo del 2% fissato dalla banca centrale. Questo calo dell'inflazione si presta però a qualche equivoco, essendo in particolare riconducibile a voci volatili come alimenti ed energia. Se rimosse, la cifra salirebbe al 3%. Ciò ha tuttavia indotto i mercati a prevedere un forte taglio dei tassi da parte della Federal Reserve (Fed) quest'anno, il che conferisce ulteriore forza alla tesi della crescita statunitense e del sostegno al mercato. Gli Stati Uniti devono la loro robusta crescita post-COVID, almeno in parte, all'uso del credito. Mentre il debito pubblico e privato negli Stati Uniti è quasi raddoppiato in 10 anni, sfiorando 100.000 miliardi di dollari, le società devono ora fare i conti con uno sfavorevole effetto forbice: aumento dei costi con la fine del denaro gratuito (il loro debito ammonta ad oltre 20.000 miliardi di dollari) ed una crescita degli utili che rallenta.

Inoltre, il vigore del settore manifatturiero, trattenuto dalle misure di *reshoring* delle attività strategiche (IRA² e CHIPS Act for America³), si sta esaurendo, con leader di mercato come TSMC ed Intel che rimandano l'apertura di fabbriche negli Stati Uniti fino a due anni. I sussidi promessi dal governo tardano infatti ad arrivare.

Dal punto di vista della domanda, i consumatori statunitensi si sono dimostrati straordinariamente forti, grazie alla crescita reale (al netto dell'inflazione) dei salari, anche se il risparmio in più accumulato dopo il COVID-19 è stato in gran parte speso. Sono i consumi cinesi a destare preoccupazione in un contesto economico depresso, dove la liquidazione del gigante immobiliare Evergrande, disposta a fine gennaio, ha aumentato le pressioni negative.

Vi sono inevitabilmente forze opposte che agiscono sulla crescita americana e la possibile rielezione di Donald Trump potrebbe essere una di queste. La buona notizia è che, dato il suo atteggiamento fin da subito provocatorio, avendo evocato dazi di almeno il 60% sui prodotti cinesi ed incoraggiato la Russia ad attaccare i Paesi membri della NATO che non rispettano gli obiettivi di spesa militare, spinge gli europei a reagire e restare uniti.

Il volano che nonostante tutto continuerà a resistere è l'IA. Secondo l'ultimo sondaggio di BCG, l'89% degli imprenditori considera l'IA una delle maggiori priorità tecnologiche per il 2024. Gli investimenti previsti quest'anno dal mercato per i giganti tecnologici americani si attestano ad un record assoluto: circa 300 miliardi di dollari per i "Magnifici 7"⁴.

Vi auguro una piacevole lettura di questo numero, nel quale approfondiamo la solidità dell'economia statunitense.

1 - Personal Consumption Expenditure (Spese per consumi personali).

2 - IRA: Inflation Reduction Act statunitense.

3 - Il CHIPS Act for America è una legge federale statunitense che prevede finanziamenti e incentivi volti ad aumentare la produzione e la ricerca nazionali sui semiconduttori.

4 - I "Magnifici 7": Apple, Alphabet, Microsoft, Amazon, Meta, Tesla e Nvidia.



Nicolas MOUGEOT
Head of Investment Strategy
& Sustainability

Negli scorsi dodici mesi l'economia americana ha superato anche le previsioni più rosee e dovrebbe restare solida anche quest'anno. I consumi ne sono stati senza dubbio il principale artefice e continuano a godere di buona salute nonostante il rialzo dei tassi di 500 punti base (pb) orchestrato dalla Fed.



Risparmi
in eccesso:
500 MILIARDI
DI DOLLARI

La Fed sembra pronta ad un atterraggio morbido, tenendo sotto controllo l'inflazione ed evitando al contempo una recessione economica. Un quadro in contrasto con le teorie economiche in base alle quali, per frenare l'inflazione, le banche centrali devono alzare i tassi aumentando in tal modo i costi di finanziamento e riducendo l'attività. Ciononostante, mentre l'inflazione diminuiva, l'economia americana è cresciuta del 2,5% nel 2023 e, secondo l'indicatore Nowcast del PIL della Federal Reserve di New York, potrebbe raggiungere il 3,3% (su base trimestrale) nel primo trimestre del 2024. Come spiegare questo vigore quando la Fed ha attuato una stretta monetaria dal marzo 2022 ed innalzato di oltre il 5% i tassi di riferimento? Si tratta di una dinamica in contrapposizione con il tradizionale pensiero economico. Il motivo di questa solidità risiede nella tenuta dei consumi americani, sostenuti da molteplici fattori favorevoli.

RISPARMI IN ECCESSO

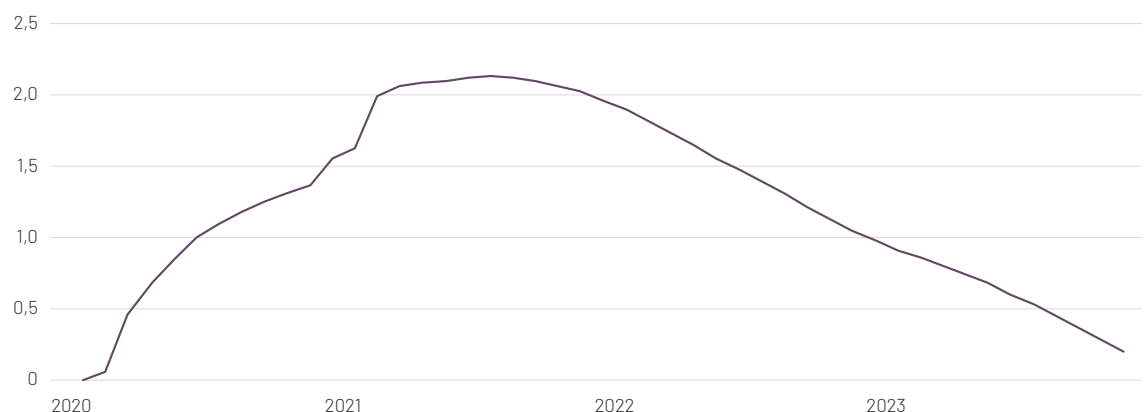
In primo luogo, i consumatori americani hanno accumulato notevoli risparmi in eccesso durante il COVID-19, spendendo meno e beneficiando di

politiche fiscali accomodanti come la cancellazione dei prestiti agli studenti e gli aiuti finanziari alle famiglie. Come mostra il grafico 1, stando agli economisti della Federal Reserve di San Francisco questi risparmi ammontavano ad oltre 2,1 miliardi di dollari nell'agosto 2021 e da allora sono diminuiti. Secondo le nostre stime, potrebbero esserci ancora risparmi in eccesso per circa 500 miliardi di dollari, che dovrebbero gradualmente esaurirsi entro la fine dell'anno.

LA CRESCITA DEGLI STIPENDI

In secondo luogo, il mercato del lavoro americano permane robusto, con un tasso di disoccupazione del 3,7%, vicino al minimo degli ultimi 50 anni. Questa forza autorizza i lavoratori statunitensi a chiedere aumenti salariali. Negli ultimi 12 mesi gli stipendi nominali annuali sono aumentati del 4,5%, superando l'ascesa del 3,4% fatta segnare dall'IPC globale. Il rialzo dell'1,1% degli stipendi reali si traduce in risparmi aggiuntivi per i lavoratori americani.

GRAFICO 1: RISPARMI IN ECCESSO COMPLESSIVI NEGLI STATI UNITI, MILLE MILIARDI DI DOLLARI



Fonti: Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board di San Francisco, Indosuez Wealth Management.



Questi ultimi due fattori sono essenziali per la crescita economica nazionale poiché, quando si parla di consumi, i *baby boomer* e la Generazione X contano di più. Il grafico 2 mostra che gli americani di età compresa tra i 45 ed i 55 anni sono i più ricchi e spendono di più, seguiti dalle fasce di età 34-44 e 55-64 anni.

IL MERCATO DEI MUTUI E LA GENERAZIONE X

Un terzo fattore è la trasformazione del mercato dei mutui. Prima della crisi del debito ipotecario nel 2008, i tassi variabili rappresentavano circa il 30% del mercato dei mutui americano. Nel 2021 meno del 3% delle richieste di prestito era a tasso variabile, mentre l'85% dei mutui contratti nel 2022 era a tasso fisso con una durata di 30 anni. Secondo il Bureau of Economic Analysis, il tasso di interesse effettivo sui mutui statunitensi in essere è solo del 3,8%, lo stesso livello osservato prima della pandemia di COVID-19 e di molto inferiore al tasso sui nuovi mutui del 7%. Di conseguenza, i consumatori americani che hanno contratto mutui sono meno sensibili alle fluttuazioni dei tassi rispetto a 15 anni fa e, nonostante i rialzi di 500 pb attuati dalla Fed, potrebbero non aver cambiato le loro abitudini di spesa.

MA ANCHE I BABY BOOMER

Infine, i tassi più elevati potrebbero indurre alcuni cittadini americani a consumare di più. Sebbene a prima vista questo possa sembrare paradossale, nel 2015 i premi Nobel Robert Merton ed Arun Muralidhar sostenevano che:

“Il mix demografico negli Stati Uniti (e nella maggior parte dei Paesi sviluppati) si è spostato verso gli anziani; questo è un approccio alternativo e più sofisticato che forse spiega perché il QE (*easing* quantitativo) non può stimolare i consumi globali. A differenza di 30 o 40 anni fa, l'enorme generazione dei *baby boomer*, come pure i pensionati, sono molto più ricchi (anche di capitale umano) rispetto al passato ed in confronto alle attuali generazioni in una fase meno avanzata della loro vita. Poiché la classe più anziana attribuisce sicuramente un'importanza maggiore al versamento della pensione, i contributi in tale ambito hanno un impatto più significativo. Quando i tassi a lungo termine scendono, i *baby boomer* iniziano a risparmiare di più invece di consumare, facendo salire ulteriormente i prezzi delle attività (in particolare quelli rischiosi, ma non quelli immobiliari che già possiedono). L'effetto di ricchezza non comporta quindi un aumento dei consumi e produce potenzialmente il risultato opposto”. Di conseguenza, di pari passo con l'ascesa dei tassi a lungo termine, i *baby boomer* dovrebbero preoccuparsi meno del finanziamento della pensione, risparmiare in minore misura e consumare di più.

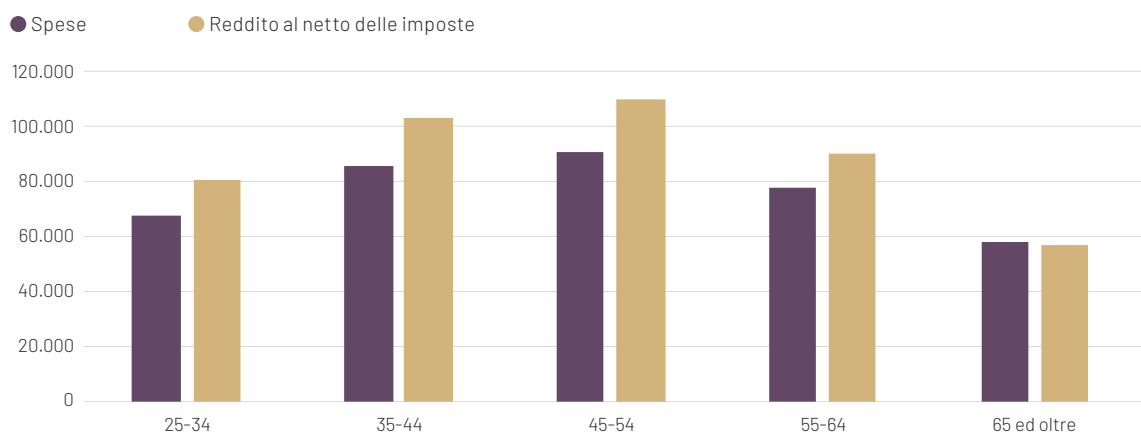
Cosa dobbiamo aspettarci? Nel complesso, i risparmi in eccesso potrebbero esaurirsi quest'anno, ma le ultime tre argomentazioni potrebbero rivelarsi valide. In tal caso, i consumi americani continuerebbero a godere di buona salute e l'economia nazionale potrebbe restare solida, sorprendendoci, almeno si spera, al rialzo.



85 %

di mutui trentennali a tasso fisso

GRAFICO 2: SPESE E REDDITI MEDI STATUNITENSIS AL NETTO DELLE IMPOSTE, PER FASCIA DI ETÀ, DOLLARI



Fonti: US Bureau of Labor Statistics, Indosuez Wealth Management.



Lucas MERIC
Investment Strategist

Il mercato sembra aver trovato maggiore conforto nel ritorno dell'inflazione a circa il 3%. Detto questo, la crescita americana continua a sovraperformare, in un contesto in cui l'ostinata inflazione dei servizi ed il solido mercato del lavoro evidenziano i rischi presenti qualora l'economia dovesse riaccelerare. Questo vigore non dovrebbe tuttavia impedire il proseguimento della disinflazione.

L'ATTERRAGGIO PUÒ ATTENDERE...

Come menzionato nel nostro [Global Outlook 2024](#), anticipiamo un atterraggio morbido senza recessione dell'economia statunitense nel 2024. Quest'ultima ha però superato ogni aspettativa nel secondo semestre del 2023, con una crescita annualizzata del 4,1% nonostante a dicembre 2023 l'inflazione PCE core fosse all'1,9% su base semestrale annualizzata. Principale volano di questa crescita vertiginosa i consumi, che hanno accelerato di circa il 3% (annualizzato) nella seconda metà del 2023 e per un buon motivo: dal 2019 il potere d'acquisto ed il patrimonio netto dei consumatori americani è nettamente migliorato, grazie ai significativi effetti di ricchezza dei mercati finanziari ed immobiliari. Al contempo, il mercato del lavoro resta molto forte e le condizioni finanziarie non sono state così sfavorevoli dalla metà del 2022. Questo dinamismo dei consumi ci induce ad assumere una visione ancora più positiva sulla crescita statunitense ed a rivedere le nostre attese ad una media annua del 2,3% (+90 pb) nel 2024. Una previsione che riflette inoltre un'importante crescita acquisita nel 2024: anche se nei prossimi quattro trimestri il PIL americano dovesse rivelarsi nullo, l'economia si espanderebbe comunque ad un tasso medio annuo dell'1,3% nel 2024.

...MA INCOMBE LO SPETTRO DI UNA NUOVA ACCELERAZIONE

L'economia americana dovrebbe quindi confermarsi robusta nei prossimi trimestri, una dinamica che inevitabilmente solleva dubbi sul possibile rischio di una nuova accelerazione, in un momento in cui il mercato del lavoro permane storicamente rigido e gli ultimi dati sulla creazione di impieghi, sugli stipendi e sull'inflazione hanno fortemente sorpreso al rialzo. In particolare, mentre la maggior parte delle componenti inflazionistiche è notevolmente diminuita dopo il picco del 2022, grazie alla risoluzione dei principali squilibri post-pandemia, a gennaio 2024 l'inflazione dei servizi si attestava ancora al 5,4% su base annua. Più nello specifico, l'inflazione dei servizi esclusi gli alloggi (il cui effetto è ritardato e non riflette ancora il calo degli affitti in atto da diversi mesi negli Stati Uniti) resta pressoché stabile al 3,6% (su base annua). In un contesto segnato da una crescita solida e da un solido mercato del lavoro, permangono rischi rialzisti per l'inflazione salariale, suscettibili di frenare il proseguimento della disinflazione nel settore dei servizi, dove la massa salariale rappresenta tra il 30% ed il 50% dei ricavi aziendali. In questo caso, il passo finale verso l'obiettivo del 2% potrebbe rivelarsi più difficile ed indurre la Fed ad adottare un atteggiamento più restrittivo, nonostante la svolta avviata a fine 2023 e sebbene dall'inizio dell'anno i mercati sembrano dare poca credibilità ad uno scenario senza tagli dei tassi nel 2024.



Abbiamo RIVISTO
la crescita
americana
per il 2024:
2,3% (+90 PB)



UN PROSEGUIMENTO DELLA DISINFLAZIONE SEMPRE ALL'ORIZZONTE

Tuttavia, malgrado questi segnali di allarme, riteniamo ancora che l'inflazione dovrebbe continuare a scendere nel corso dell'anno, pur rimanendo superiore all'obiettivo della Fed, con una media annua del 2,6% nel 2024 e del 2,4% nel 2025. La Fed dovrebbe accompagnare questa disinflazione a partire dal secondo trimestre del 2024 per non rafforzare la natura restrittiva della sua politica monetaria, alla luce di tassi corretti per l'inflazione automaticamente più elevati, giustificando nel 2024 uno scenario di tagli per 100 pb.

In particolare, ci aspettiamo che una parte importante della disinflazione nel 2024 giunga dall'inflazione dei servizi. Questo perché, inizialmente, la componente degli alloggi (che rappresenta un terzo dell'inflazione totale) tenderà a seguire, con un anno di ritardo, i prezzi degli affitti, che nel 2022 sono aumentati del 16% circa (su base annua) prima di scendere intorno al 3,5% (sulla medesima base). Questa tendenza si riflette con un certo ritardo, il che dovrebbe guidare la prima parte della disinflazione. In secondo luogo, la creazione di posti di lavoro ha sorpreso in positivo a gennaio, soprattutto a causa della stagionalità, ma la tendenza è chiara: per diversi mesi, la creazione di posti di lavoro è stata guidata soprattutto da settori non ciclici (governo e sanità) e le aziende continuano a ridurre il numero di ore lavorate (una dinamica che tende a precedere i tagli al personale).

Prevediamo quindi che questa tendenza alla decelerazione del mercato del lavoro continuerà nel 2024, soprattutto perché il mercato del lavoro non sembra essere così forte come nel 2022, quando c'erano ancora quasi due posti di lavoro disponibili per ogni lavoratore disoccupato; questo dato si attesta ora a 1,5. Un mercato meno rigido che si riflette in particolare nel brusco calo del tasso di dimissioni nel settore privato e nella normalizzazione del divario a livello di aumenti salariali tra chi cambia lavoro e chi mantiene la stessa posizione. Tale ribilanciamento del mercato dovrebbe allentare la pressione sui salari, che rimangono anche una funzione dell'inflazione effettiva ed attesa. Entrambe hanno subito un forte rallentamento negli ultimi trimestri, il che dovrebbe allentare le pressioni al rialzo. Riguardo alla dinamica salariale, prevediamo quindi che proseguirà il rallentamento visibile nell'indicatore degli stipendi preferito dalla Fed (l'Employment Cost Index). Quest'ultimo si è attestato al 4,3% (su base annua) ed al 3,6% (su base trimestrale annualizzata) nel quarto trimestre del 2023, appena sopra il 3,5% considerato da Jerome Powell come un livello di equilibrio per mantenere l'inflazione statunitense entro l'obiettivo del 2%. Inoltre, data l'elevata produttività dell'economia americana, il costo unitario del lavoro resta piuttosto contenuto (addirittura stagnante nel secondo semestre del 2023) e consente alle società di preservare gli utili senza dover trasferire l'aumento degli stipendi sui prezzi, limitando così le pressioni inflazionistiche.

TABELLA 1: PREVISIONI MACROECONOMICHE 2023 - 2025, %

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

	PIL			INFLAZIONE		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
USA	2,5%	2,3%	1,7%	4,1%	2,6%	2,4%
Area Euro	0,5%	0,6%	1,2%	5,4%	2,5%	2,4%
Cina	5,2%	4,5%	4,2%	0,2%	1,3%	1,6%
Giappone	1,9%	1,1%	1,5%	3,3%	2,0%	1,5%
India	6,5%	6,0%	6,0%	5,7%	5,9%	6,0%
Brasile	3,0%	1,3%	2,0%	4,6%	4,0%	3,5%
Mondo	3,0%	2,8%	2,7%	-	-	-

Fonte: Indosuez Wealth Management.

Thomas GIQUEL
Head of Fixed IncomeCon la collaborazione
del team del Reddito Fisso

Dopo il Capodanno cinese e le presidenziali in Indonesia, il nuovo anno fiscale giapponese sarà l'ultimo evento in programma prima delle elezioni europee di giugno. È tempo per i mercati di concentrarsi sugli aspetti fondamentali: l'economia e l'anticipazione delle tendenze future.

STATI UNITI: L'ECONOMIA IN TOUCH-AND-GO⁵

In linea con quanto menzionato nel [Monthly House View di gennaio](#) e [febbraio](#) di quest'anno, i mercati dei tassi continuano a ridimensionare le loro attese di tagli da parte della Federal Reserve (Fed) statunitense.

Come evocato nella sezione Focus di questo mese, l'economia americana non mostra segni tangibili di cedimento. Eppure, guardando all'andamento dei tassi di interesse nell'arco di alcuni mesi, si ha la sensazione che il quadro sia cambiato. A ottobre il mercato prevedeva negli Stati Uniti tassi a breve termine del 5% a fine 2024, con un tasso di *default* implicito del 6% nell'*high yield*. Oggi i tassi alla fine dell'anno sono vicini al 4,5% ed i premi per il rischio si sono normalizzati.

L'inflazione sembra stabilizzarsi intorno al 3%, gli indicatori anticipatori segnalano un'ulteriore accelerazione dell'economia ed il mercato del lavoro non ha toccato il fondo.

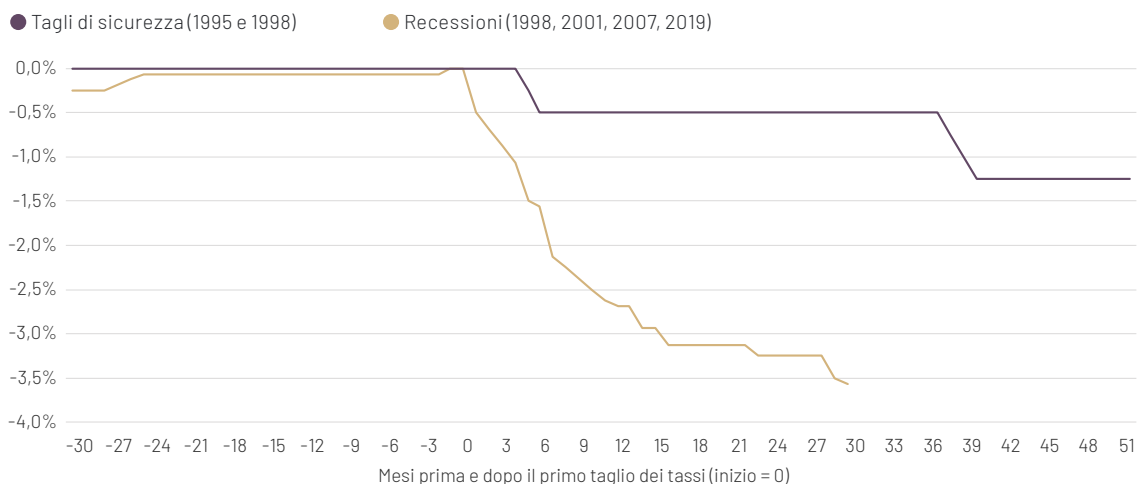
Riguardo alla gestione di portafoglio, continuiamo ad anticipare quattro tagli dei tassi quest'anno. A differenza dei cicli di riduzione dei tassi che si sono verificati nei periodi di recessione, il prossimo ciclo potrebbe essere caratterizzato da un plateau, o da tagli di sicurezza (grafico 3) che potrebbero essere di entità minore rispetto al passato.

La contrazione dei premi per il rischio ed il calo dei tassi a lungo termine sul mercato hanno fatto in parte il lavoro della Fed. Abbiamo iniziato l'anno con una certa cautela sul fronte dei tassi a lungo termine, per motivi legati alle valutazioni. Rimaniamo cauti, alla luce dei motivi legati al deficit fiscale ed ai dubbi sulle elezioni presidenziali statunitensi. Il ritorno del premio a termine, in assenza di una recessione, è uno scenario probabile. La volatilità dei tassi a lungo termine resterà persistentemente più elevata rispetto al decennio dal 2010 (grafico 4, pagina 9).



188 MILIARDI
DI DOLLARI
E 354 MILIARDI
DI EURO:
le emissioni
investment grade
infrangono ogni
record

GRAFICO 3: TASSI DEI FED FUND: CONFRONTO TRA TAGLI DEI TASSI
IN PERIODI DI RECESSIONE E TAGLI DI SICUREZZA, %



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

5 - Termine utilizzato nell'aviazione.



EUROPA: L'ANELLO DEBOLE DELLA CRESCITA GLOBALE

Data la rigidità al rialzo degli stipendi, l'inflazione ha eroso il potere d'acquisto dei consumatori europei. Le condizioni finanziarie nella regione sono tese e le indagini della Banca Centrale Europea (BCE) denotano una debole domanda di credito. Sul fronte del bilancio, la Germania ha esibito un avanzo primario nel 2023. Il ripristino delle regole di stabilità per tutti i Paesi, che erano state sospese durante l'epidemia COVID-19, impedirà un nuovo slancio nel 2024 o 2025.

Nel momento della redazione, i mercati prevedono un primo taglio dei tassi alla riunione del 6 giugno e riduzioni per 125 pb entro la fine dell'anno, ciascuno di 25 pb. Attese leggermente più aggressive rispetto al taglio di 100 pb che anticipiamo nel 2024.

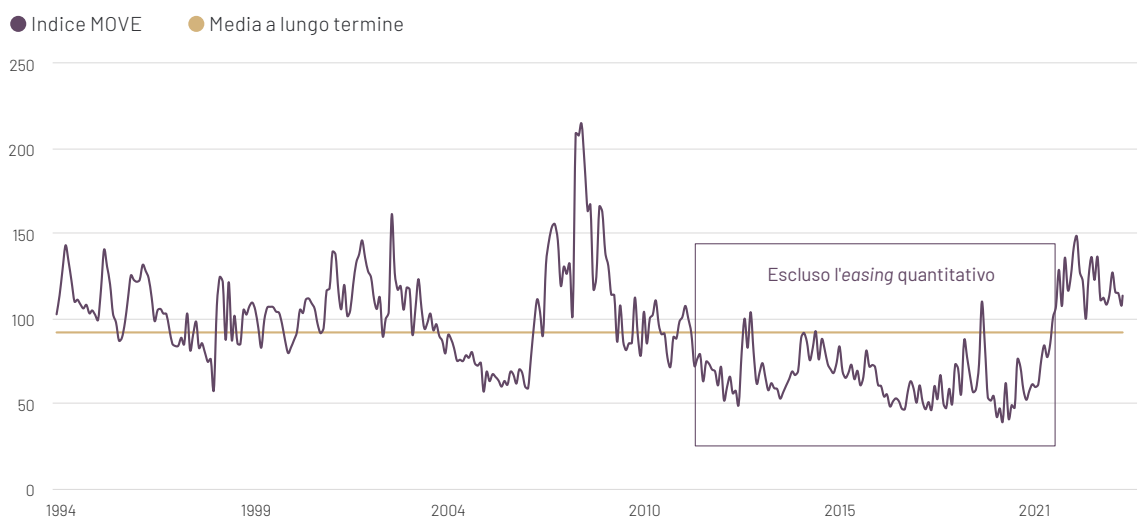
In termini di posizionamento dei portafogli, i gestori obbligazionari continuano a privilegiare le scadenze da brevi ad intermedie. Queste ultime hanno il vantaggio di fornire *carry* con una volatilità limitata. Al contrario, i segmenti lunghi della curva (10 anni ed oltre) restano per ora più volatili e sotto l'influenza del mercato americano, sul quale optiamo, come avrete capito, per un approccio cauto.

MERCATI DEL CREDITO

I mercati dei capitali sono stati totalmente disponibili a gennaio per fornire finanziamenti a tutte le società, su entrambe le sponde dell'Atlantico. *Investment grade, high yield*, tutte le scadenze: dall'inizio dell'anno gli investitori hanno risposto presente per assorbire l'offerta. Le sottoscrizioni nei fondi si sono rivelate abbondanti e gli investitori a lungo termine (fondi pensione, assicurazioni) hanno soddisfatto le loro esigenze di *duration*. In questo contesto, i gestori riprendono fiducia sul mercato, poiché la dispersione persiste e crea opportunità. Dopo la correzione molto pronunciata dei premi per il rischio a partire da ottobre, la selettività sta tornando in auge, soprattutto sul mercato *high yield* europeo. I "rischi estremi" (*tail risk*) sono svaniti dai mercati. Dall'inizio dell'anno il settore immobiliare sovraperforma nell'Area Euro, sostenuto dalle aspettative di tagli dei tassi. Al contrario, i timori che il calo dell'immobiliare commerciale statunitense si diffonda nel territorio europeo influenzano le banche della regione, in particolare quelle tedesche, attive in tale mercato.

Per concludere questa rassegna mensile, i nostri gestori asiatici hanno rivisto al ribasso le loro opinioni sui relativi mercati interni alla luce delle valutazioni. In confronto, gli aspetti tecnici sostengono il mercato: a differenza degli Stati Uniti e dell'Europa, il mercato primario non è molto attivo, il che costringe gli investitori a mantenere le loro posizioni.

GRAFICO 4: VOLATILITÀ SUL MERCATO DEL REDDITO FISSO AMERICANO



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



I MERCATI AZIONARI STATUNITENSI RAGGIUNGONO NUOVI RECORD



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

Con la collaborazione
del team del Azioni

Le speranze di un taglio dei tassi da parte della Fed a marzo si stanno affievolendo, ma questo non ha indebolito i mercati statunitensi che stanno toccando nuovi massimi storici. Questi ultimi sono in particolare sostenuti dai minori timori di recessione e da una stagione degli utili aziendali per il quarto trimestre del 2023 piuttosto solida.



Il **75%**
delle società
americane
ha comunicato
EPS superiori
alle stime

GLI UTILI VARIANO A SECONDA DELLA REGIONE E DEL SETTORE

Negli Stati Uniti la stagione si è rivelata nel complesso favorevole: il 75% delle società ha infatti pubblicato utili per azione (EPS) superiori alle stime (al di sopra della media decennale). Le società hanno dimostrato di saper preservare i margini in un contesto di disinflazione ed alcune hanno rilanciato massicci programmi di investimento, in particolare quelle tecnologiche (con i "Magnifici 7" in testa).

In Europa la stagione dei risultati è più in chiaroscuro. Il settore bancario è stato oggetto di prese di profitto in seguito al rallentamento degli utili sullo sfondo di tassi più contenuti. Per contro, alcune società hanno sorpreso in positivo, come le "GRANOLAS"⁶, che hanno esibito una crescita degli utili superiore al mercato, margini elevati e stabili oltre a prevedere di accrescere gli investimenti grazie alla loro generazione di liquidità.

EUROPA

Dopo un inizio d'anno fiacco, i mercati europei stanno risalendo la china, trainati dalla tecnologia e dai beni di consumo discrezionali. Da una prospettiva geografica, il mercato dell'Area Euro ha nettamente sovraperformato gli altri Paesi europei

dall'inizio dell'anno, sospinto in particolare dai pregevoli risultati delle società francesi (soprattutto nel settore del lusso) ed italiane (automobilistico).

Le valutazioni sono leggermente aumentate, pur restando inferiori alla media di lungo termine per gli indici dell'Area Euro, e presentano soprattutto uno sconto significativo rispetto agli Stati Uniti, anche dopo le rettifiche settoriali.

STATI UNITI

La sovraperformance dei mercati americani è proseguita in questo inizio di 2024, con i relativi listini che hanno segnato nuovi massimi storici (l'indice S&P 500 ha di recente oltrepassato i 5.000 punti, molto al di sopra dei precedenti record di gennaio 2022).

Il mercato è sempre guidato dagli stessi temi dello scorso anno, con i titoli *Growth* e tecnologici che continuano a sospingere il mercato al rialzo. La stagione degli utili ha rassicurato in tal senso gli investitori: il settore tecnologico ha mostrato la crescita degli utili più elevata ed i commenti delle società segnalano intenzioni di spesa molto consistenti nella tecnologia, in particolare nella sicurezza informatica, nell'intelligenza artificiale (IA) e nel *cloud*.

6 - GSK, Roche, ASML, Nestle, Novartis, Novo Nordisk, L'Oreal, LVMH, Astrazeneca, SAP e Sanofi.



Sebbene le valutazioni delle azioni americane siano piuttosto alte rispetto ad altre regioni, sono sostenute da solide prospettive sugli utili, soprattutto nel segmento tecnologico, il motore del rialzo (grafico 5). Le società statunitensi non solo beneficiano del loro dominio tecnologico, ma investono anche massicciamente per mantenerlo.

ASIA

Per quanto il *sentiment* nei confronti della Cina permanga negativo, per il resto dell'Asia la percezione è diversa. Sono infatti giunti messaggi incoraggianti dai principali operatori della *supply chain* di semiconduttori/server a Taiwan. In Corea del Sud una riforma della *corporate governance* di tipo "value-up", simile a quella attuata in Giappone, potrebbe sostenere in misura significativa la crescita dei titoli domestici. Infine, la dinamica delle azioni e degli utili indiani si conferma solida, nonostante le valutazioni elevate in alcuni settori.

Restiamo cauti sulla Cina nel breve e medio periodo, ma alcune società *Growth* presentano attualmente interessanti proposte di valore. Di recente, le misure di sostegno hanno avuto un forte impulso.

Nelle scorse settimane gli investitori nazionali hanno acquistato in massa azioni cinesi tramite ETF locali, inviando un segnale piuttosto positivo in un mercato azionario generalmente debole. Tuttavia, permangono alcune sfide.

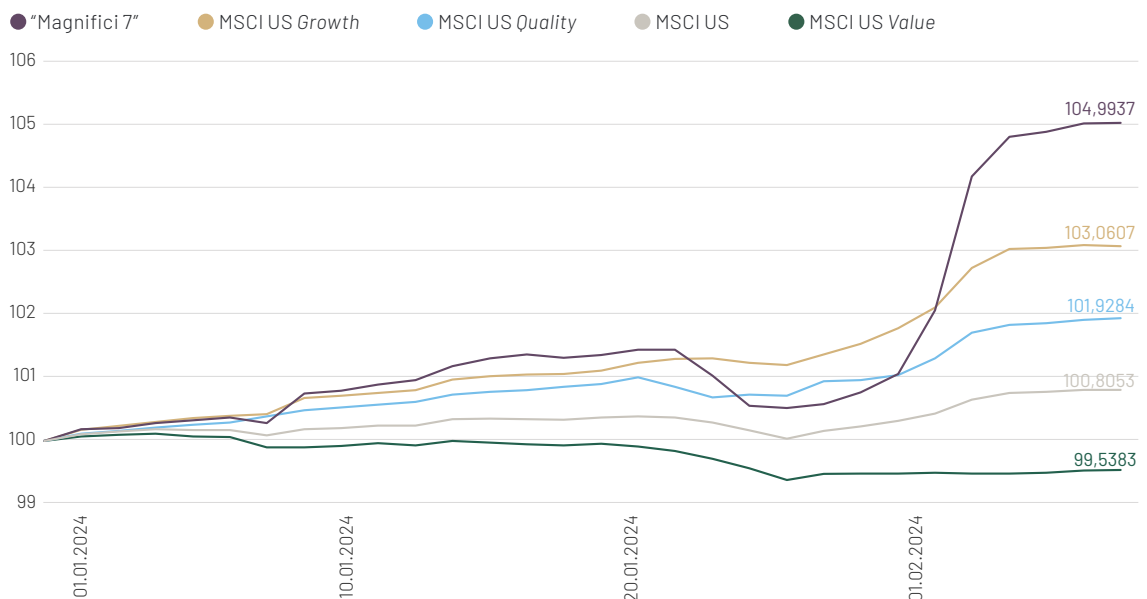
STILE D'INVESTIMENTO

I titoli *Quality/Growth* continuano a sovraperformare gli altri segmenti del mercato, sia negli Stati Uniti che in Europa. In previsione di un taglio dei tassi da parte delle banche centrali, previsto nel secondo trimestre del 2024, manteniamo un'esposizione alle società con modelli di *business* solidi, che hanno dimostrato di poter generare utili e margini costanti in un contesto inflazionistico e di tassi elevati.

Allo stesso modo, conserviamo un'esposizione ai titoli *Growth* legati all'Intelligenza Artificiale, che continuano ad essere trainati da una crescita degli utili superiore al resto del mercato.

Infine, se sarà confermata una svolta della Fed in uno scenario "Goldilocks", potrebbe essere opportuno tornare sulle società a piccola e media capitalizzazione, che beneficiano di un significativo sconto di valutazione, e sui settori ciclici (industria, risorse di base, ecc.) più avanti nell'anno, dopo il cambio di rotta dei PMI.

GRAFICO 5: REVISIONI DEGLI UTILI NEGLI STATI UNITI PER STILE D'INVESTIMENTO DA INIZIO ANNO



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Maxime GARCIA
Investment Strategist

Anche questo mese il dollaro dovrebbe restare sul trono, mentre l'euro continuerà a risentire di un differenziale di crescita negativo rispetto agli Stati Uniti. La Banca Nazionale Svizzera (BNS) si prodiga per far scendere la propria valuta e potrebbe presto passare all'azione. Lo yen continuerà a dipendere dalla Fed. Siamo sempre interessati all'oro, ma attendiamo una correzione prima di tornare su questo attivo.

DOLLARO USA

Un *momentum* positivo

Tra le valute del G10 il dollaro è il primo della classe, con una performance del +3,6% dall'inizio dell'anno, sostenuto, da un lato, dalla dinamica macroeconomica statunitense e, dall'altro, dalla revisione delle attese sui futuri tagli dei tassi da parte della Fed. Affinché il dollaro vacilli, dovremmo prima osservare un rallentamento dell'economia americana od un primo taglio dei tassi della Fed, eventi che tendiamo ad escludere nel prossimo mese. Manteniamo quindi una visione rialzista sul dollaro, che dovrebbe continuare a beneficiare della sovraperformance dell'economia statunitense e che rimane un asset interessante da detenere per proteggersi dal rischio di un'ulteriore ascesa dell'inflazione. Sul più lungo termine, continuiamo a ritenere che il dollaro perderà terreno, in particolare quando la Fed inizierà il proprio ciclo ribassista, il che dovrebbe sostenere il sentimento pro-rischio e quindi avere un impatto sulle valute più cicliche.

EURO

Soffre il confronto con il vicino americano

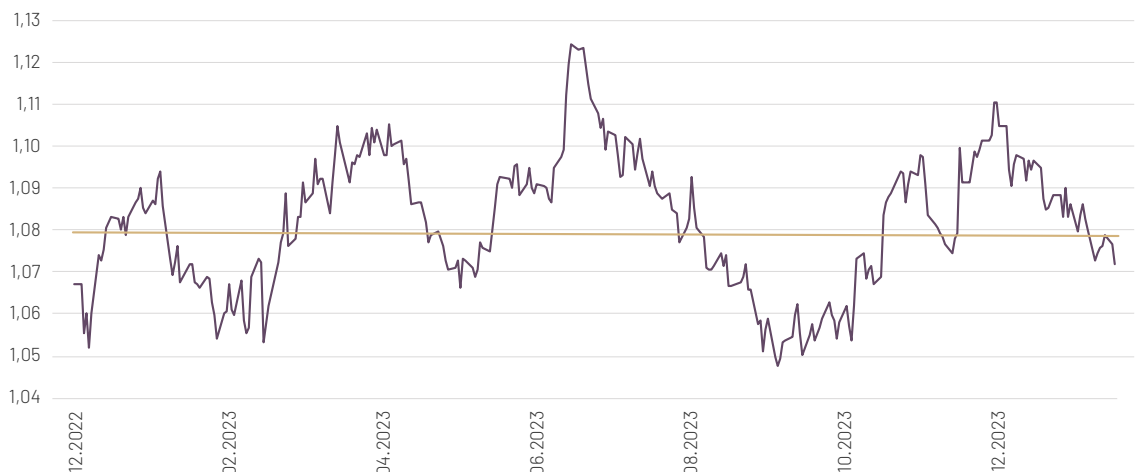
L'euro si è svalutato rispetto al dollaro (-3% dall'inizio dell'anno) e riteniamo che sul breve termine questa tendenza potrebbe proseguire. In primo luogo, la coppia EUR/USD è appena sotto il livello osservato prima della riunione del FOMC di dicembre (grafico 6) ed il differenziale dei tassi ufficiali, tra la BCE e la Fed, previsto dal mercato per il mese di giugno è rimasto identico, pari a qualche punto base. Tuttavia, da dicembre il *consensus* sulla crescita dell'Area Euro diverge in modo sfavorevole da quella degli Stati Uniti e, a nostro parere, tale andamento dovrebbe presto riflettersi sul corso EUR/USD. Inoltre, l'Unione Economica e Monetaria (UEM) è in prima linea tra le aree suscettibili di incontrare difficoltà in seguito all'emergere ed al perdurare delle tensioni nel Vicino e Medio Oriente. Manteniamo pertanto una visione leggermente ribassista nel breve periodo, con un obiettivo prossimo a 1,065. Sul più lungo termine, l'euro potrebbe essere favorito dall'inizio del ciclo ribassista delle banche centrali nei Paesi sviluppati.



VISIONE
RIALZISTA
sul DOLLARO,
sospinto dalla
sovraperformance
dell'economia
americana

GRAFICO 6: EUR/USD

● EUR/USD ● FOMC



Fonti: Datastream, Indosuez Wealth Management.



FRANCO SVIZZERO

Pressioni ribassiste

Dopo un anno di sovraperformance nel 2023, il franco svizzero sta perdendo slancio. L'inflazione continua a rallentare, attestandosi all'1,3% su base annua a gennaio, inferiore all'obiettivo della banca centrale ed alle aspettative degli economisti. Questo movimento alimenta in particolare le attese degli investitori di futuri tagli da parte della BNS, ampliando il differenziale dei tassi già negativo con l'euro ed il dollaro e pesando sul franco svizzero. Inoltre, si moltiplicano le dichiarazioni della banca centrale sulle implicazioni negative di un franco svizzero troppo forte, l'ultima delle quali rilasciata dal presidente della Banca Nazionale Svizzera, secondo cui un simile evento rappresenterebbe un freno alla crescita. Pertanto, sebbene non siano giunte conferme della BNS su un eventuale intervento volto a deprezzare la valuta, è molto probabile che questo sia imminente. Manteniamo pertanto una visione rialzista nel breve periodo sulla coppia USD/CHF (che nel mese dovrebbe oscillare tra 0,88 e 0,90). Oltretutto, il livello al quale la coppia è scambiata resta contenuto nonostante la recente sottoperformance del franco svizzero, lasciando quindi spazio per un potenziale rialzista.

YEN GIAPPONESE

Sempre in prossimità dei minimi

Lo yen si è indebolito a gennaio, tra i ritocchi ai tassi USA e l'avvertimento della Banca del Giappone che non è detto che i tassi aumentino rapidamente una volta terminata la politica dei tassi negativi, in linea con il nostro scenario.

Sul breve termine restiamo neutrali, poiché il rischio di un'ulteriore accelerazione dell'inflazione potrebbe accentuare la sottoperformance dello yen rispetto al dollaro, ma teniamo presente che una coppia USD/JPY sopra quota 150 potrebbe rendere più probabile un intervento della banca centrale giapponese. Nel più lungo periodo, lo yen continuerà ad essere influenzato principalmente dagli sviluppi statunitensi. Al riguardo, il taglio dei tassi della Fed previsto per il secondo trimestre dovrebbe allentare le pressioni sulla valuta giapponese. Ci aspettiamo quindi una coppia USD/JPY intorno a 152 prima di venderla in vista di un movimento verso 142.

ORO

In attesa di un migliore punto di ingresso

L'oro è alle prese con un numero crescente di ostacoli: un dollaro forte, aspettative sui tassi posticipate e deflussi dagli ETF. Tuttavia, il metallo giallo resta prossimo ai 2.000 dollari l'oncia e sembra immune ai fattori che potrebbero erodere la sua performance. Infatti, i massicci acquisti delle banche centrali in un'ottica di diversificazione delle riserve valutarie ed il persistente rischio geopolitico in un anno elettorale agiscono come potenti sostegni. All'attuale livello, preferiamo attendere un migliore punto di ingresso, intorno a 1.930-1.950, prima di acquistare oro con un obiettivo di 2.050-2.100.



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** abbiamo innalzato le nostre previsioni sulla crescita dell'economia americana per il 2024 ed il 2025, rispettivamente a +2,3% e +1,7%. Questa revisione è riconducibile, da un lato, ad una crescita acquisita più importante nel 2024 e, dall'altro, alla solidità dei consumi e del mercato del lavoro statunitense. Per contro, manteniamo invariato lo scenario per l'Area Euro, con una crescita modesta ma sostenuta da un maggiore potere d'acquisto delle famiglie. I Paesi emergenti continueranno a trainare la crescita globale.
- **Inflazione:** riteniamo sempre che il processo di disinflazione proseguirà nei prossimi mesi, anche se dovremmo entrare in una fase meno lineare e più volatile sul fronte dell'evoluzione dei prezzi. Permangono rischi di rialzo, soprattutto nel settore dei servizi, come si evince dai dati sull'inflazione di gennaio negli Stati Uniti. Monitoriamo inoltre le potenziali conseguenze delle attuali tensioni nel Mar Rosso sui prezzi dei beni, ma in questo frangente l'impatto sull'inflazione resta a nostro parere limitato.
- **Banche centrali:** come ci aspettavamo, i mercati dei tassi hanno rivisto le loro attese nelle ultime settimane, avvicinandosi al nostro scenario di tagli per 100 pb da parte sia della Fed che della BCE nel 2024, con il primo taglio atteso nel secondo trimestre.
- **Utili aziendali:** la recente stagione degli utili ha confermato la nostra aspettativa che le società statunitensi (in particolare quelle del settore tecnologico) saranno maggiormente in grado di rispettare le previsioni di utile per il 2024. Al contrario, le loro controparti europee stanno subendo revisioni al ribasso.
- **Contesto di rischio:** la probabilità di uno scenario recessivo ci sembra ormai piuttosto remota e riteniamo che il principale rischio di mercato derivi da una nuova accelerazione dell'inflazione. Tra gli altri fattori esogeni che monitoriamo vi sono la sostenibilità dei debiti pubblici e la situazione (geo)politica globale.

CONVINZIONI DI ALLOCAZIONE

Azioni

- Gli ultimi dati macroeconomici pubblicati confermano il nostro scenario di atterraggio morbido per l'economia globale, grazie in particolare alla tenuta dell'attività americana. Questi sviluppi, uniti alla buona salute finanziaria delle società, in particolare quelle a grande capitalizzazione, ci inducono a mantenere una visione strategicamente positiva sui mercati azionari nel medio periodo. Gli indicatori tecnici e di posizionamento degli investitori ci inducono tuttavia a non aumentare le nostre esposizioni in questa fase. Come prevedibile, nell'ambito delle nostre allocazioni privilegiamo un'esposizione all'azionario americano, che beneficia sia di un contesto macroeconomico più solido che di una revisione al rialzo delle previsioni sugli utili per il 2024. Questi titoli sono inoltre quelli meglio posizionati per sfruttare la diffusione dell'intelligenza artificiale.
- In termini relativi, le azioni europee appaiono meno interessanti. Preferiamo attendere un'inversione della dinamica degli utili ed una migliore visibilità sulla crescita economica prima di incrementare le esposizioni.
- Infine, manteniamo una visione costruttiva sugli attivi emergenti. Tuttavia, è opportuno adottare un approccio diversificato, dati i rischi idiosincratichi in questo universo. Un'esposizione più ampia consentirà inoltre di trarre vantaggio da alcune storie specifiche, come la Corea del Sud, favorita dall'inversione del ciclo dei semiconduttori.



Revisione al rialzo
della **CRESCITA
AMERICANA**



Obbligazioni

- Il nostro scenario ha continuato ad avverarsi: i tassi sono ulteriormente aumentati in seguito a dati sull'inflazione statunitense superiori alle attese del mercato. I livelli dei tassi osservati ci rassicurano, ma riteniamo che sia ancora prematuro rafforzare in misura significativa la nostra sensibilità al rischio obbligazionario, poiché il percorso della disinflazione permane incerto. Per tali motivi confermiamo la nostra raccomandazione positiva sulle obbligazioni sovrane a breve scadenza (fino a 5 anni) rispetto a quelle a più lungo termine, esposte ad una maggiore volatilità e meno redditizie.
- Nel segmento del credito, ribadiamo la preferenza per i debiti *corporate* di qualità a breve scadenza, che a nostro avviso presentano il migliore profilo di rischio/rendimento. Continuiamo ad evitare le obbligazioni high yield, privilegiando assumere rischi nelle componenti azionarie.
- In un'ottica di diversificazione, conserviamo una visione strategicamente positiva sui debiti emergenti in valute locali.

Cambi

- Lo scorso mese avevamo alzato tatticamente la nostra raccomandazione sul dollaro poiché, a nostro parere, il mercato sembrava scontare in modo troppo aggressivo i futuri tagli dei tassi della Fed. Sebbene nelle ultime settimane il biglietto verde abbia tratto grande beneficio dall'ascesa dei tassi americani, riteniamo che questa tendenza potrebbe proseguire sul breve termine. Nel medio periodo, tuttavia, molteplici fattori strutturali dovrebbero pesare sulla valuta.
- Manteniamo invariata la nostra raccomandazione sul franco svizzero, che non è più sostenuto dalla BNS, anche se il processo di disinflazione ci sembra ben avviato nel Paese.
- La valuta giapponese è stata di recente penalizzata dall'aumento dei tassi negli Stati Uniti e si avvicina alle soglie alle quali in passato la Banca del Giappone era scesa in campo. In tal caso, lo yen potrebbe essere favorito dall'interventismo della banca centrale. La variazione della parità a medio termine è tuttavia ancora condizionata principalmente dai futuri sviluppi della politica monetaria della Fed.

CONVINZIONI CHIAVE

	GIUDIZIO TATTICO (CT)	GIUDIZIO STRATEGICO (LT)
REDDITO FISSO		
TITOLI DI STATO		
EUR 2 anni	=	=
EUR 10 anni	=/-	=
EUR Periferici	=	=/-
US 2 anni	=/+	+
US 10 anni	=/-	=
EUR breakeven inflation	=/+	=/+
US breakeven inflation	=/+	=
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)	=/-	=/+
Regno Unito (GBP)	=/-	=
Svizzera (CHF)	=/-	=
Giappone (JPY)	=	=/+
Cina (CNY)	=	=
Oro (XAU)	=/-	=/+

Fonte: Indosuez Wealth Management.



DATI AGGIORNATI AL 22 FEBBRAIO 2024



TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	4,32%	20,23	44,16
Francia 10A	2,91%	13,40	35,60
Germania 10A	2,44%	15,00	41,80
Spagna 10A	3,34%	14,80	36,10
Svizzera 10A	0,88%	0,00	17,50
Giappone 10A	0,71%	-2,50	10,60

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	35,89	-0,47%	-2,26%
Titoli di Stato in EUR	201,30	-0,68%	-1,39%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	218,09	0,35%	0,81%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	334,73	0,19%	-0,07%
Titoli di Stato USA	304,42	-0,81%	-1,17%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	44,16	0,14%	0,07%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9527	1,30%	2,56%
GBP/USD	1,2660	-0,38%	-0,56%
USD/CHF	0,8802	1,51%	4,61%
EUR/USD	1,0823	-0,21%	-1,96%
USD/JPY	150,53	1,94%	6,73%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	14,54	1,09	2,09

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	5.087,03	3,94%	6,65%
FTSE 100 (Regno Unito)	7.684,49	2,06%	-0,63%
STOXX Europe 600	495,10	3,46%	3,36%
Topix	2.660,71	5,09%	12,44%
MSCI World	3.329,86	3,66%	5,07%
Shanghai SE Composite	3.486,68	4,30%	1,62%
MSCI Emerging Markets	1.029,44	4,16%	0,56%
MSCI Latam (America Latina)	2.570,02	1,70%	-3,48%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	203,44	1,82%	1,33%
MSCI Asia Ex Japan	644,96	4,66%	0,53%
CAC 40 (Francia)	7.911,60	5,99%	4,88%
DAX (Germania)	17.370,45	2,74%	3,69%
MIB (Italia)	32.356,26	7,29%	6,60%
IBEX (Spagna)	10.138,90	2,24%	0,36%
SMI (Svizzera)	11.386,17	1,58%	2,23%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.843,00	-0,36%	-4,88%
Oro (USD/Oncia)	2.024,39	0,18%	-1,87%
Greggio WTI (USD/Barile)	78,61	1,62%	9,71%
Argento (USD/Oncia)	22,78	-0,62%	-5,41%
Rame (USD/Tm)	8.584,50	0,19%	0,30%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	1,73	-32,63%	-31,11%

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

RENDIMENTI MENSILI DEGLI INVESTIMENTI, ESCLUSI I DIVIDENDI

● FTSE 100 ● Topix ● MSCI World ● MSCI EMEA ● MSCI Emerging Markets
● STOXX Europe 600 ● S&P 500 ● Shanghai SE Composite ● MSCI Latam ● MSCI Asia Ex Japan

	NOVEMBRE 2023	DICEMBRE 2023	GENNAIO 2024	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (22 FEBBRAIO 2024)
MIGLIORI	12,99%	7,74%	7,81%	5,09%	12,44%
+	9,21%	4,81%	1,59%	4,66%	6,65%
	8,92%	4,71%	1,39%	4,30%	5,07%
	7,86%	4,42%	1,14%	4,16%	3,36%
	6,86%	3,77%	-1,02%	3,94%	1,62%
	6,45%	3,75%	-1,33%	3,66%	1,33%
	6,32%	3,71%	-4,68%	3,46%	0,56%
	5,38%	3,35%	-4,85%	2,06%	0,53%
	1,80%	-0,36%	-5,49%	1,82%	-0,63%
PEGGIORI	-2,14%	-1,86%	-6,29%	1,70%	-3,48%

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



AIE: Agenzia internazionale dell'energia.

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

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

BLS: Bureau of Labor Statistics.

BNEF: Bloomberg New Energy Finance.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FMI: Fondo monetario internazionale.

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

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

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

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

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

IPCC: Gruppo intergovernativo sul cambiamento climatico.

IRENA: Agenzia internazionale per le energie rinnovabili.

ISM: Institute for Supply Management.

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

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

OCSE: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico.

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

OMC: Organizzazione Mondiale del Commercio.

OPEC: Organizzazione dei paesi produttori di petrolio.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SRI: Investimenti sostenibili e responsabili.

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

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

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

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

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

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

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

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



DICHIARAZIONE DI ESCLUSIONE DI RESPONSABILITÀ

Il documento dal titolo "Monthly House View" ("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 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 (società anonima) di diritto lussemburghese con capitale di 415.000.000 euro e sede sociale in 39 allée Scheffer L-2520 Lussemburgo, immatricolata presso il Registro delle Società del Lussemburgo con il numero B91.986, operante come istituto di credito con sede in Lussemburgo sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF);
- **in Spagna:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, operante sotto la supervisione del Banco de Espana (www.bde.es) e della Commissione Nazionale del Mercato Azionario (Comisión 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 I,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^{er} - 98000 Monaco, iscritta nel Registro di commercio e dell'industria del Principato di Monaco con il numero 56S00341, certificazione: EC/2012-08;
- **in Svizzera:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Geneva e da CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano e dalle loro filiali e/o agenzie svizzere. L'Opuscolo costituisce materiale di marketing e non costituisce il prodotto di un'analisi finanziaria nell'accezione delle direttive dell'Associazione Svizzera dei Banchieri (ASB) in relazione all'indipendenza delle analisi finanziarie ai sensi del diritto svizzero. Di conseguenza, tali direttive non sono applicabili all'Opuscolo;
- **a Hong Kong Regione amministrativa speciale:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. Nessuna delle informazioni contenute nell'Opuscolo costituisce una raccomandazione d'investimento. L'Opuscolo non è stato sottoposto alla Securities and Futures Commission (SFC) né a qualsivoglia altra autorità di regolamentazione di Hong Kong. L'Opuscolo ed i prodotti menzionati al suo interno non sono stati autorizzati dalla SFC nell'accezione di cui alle sezioni 103, 104, 104A o 105 della Securities and Futures Ordinance (Cap. 571)(SFO);
- **a Singapore:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapore 068912. A Singapore, l'Opuscolo è destinato ovvero a investitori accreditati, investitori istituzionali o investitori esperti, secondo la definizione del Securities and Futures Act 2001 di Singapore. Per qualsiasi domanda relativa all'Opuscolo, i destinatari a Singapore possono contattare CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch;
- **nel DIFC:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, filiale per il DIFC (Dubai International Financial Centre), Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai, società degli EAU regolamentata dall'Autorità di vigilanza sui servizi finanziari di Dubai ("DFSA"). Il presente Opuscolo è rivolto unicamente a clienti professionali e/o controparti di mercato e nessun altro soggetto dovrebbe agire in base ai medesimi. I prodotti o servizi finanziari cui la presente pubblicazione fa riferimento saranno resi disponibili esclusivamente a clienti che soddisfano i requisiti di cliente professionale e/o controparte di mercato previsti dalla DFSA. L'Opuscolo è fornito unicamente con finalità informative. Non deve essere interpretata come un'offerta di acquisto o vendita né come sollecitazione di un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari o di partecipazione ad alcuna particolare strategia di trading in qualunque giurisdizione;
- **negli EAU:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Ufficio di rappresentanza, Zayed - The 1st Street - Nayel & Bin Harmal Tower, 5th Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Emirati Arabi Uniti. CA Indosuez (Switzerland) SA opera negli Emirati Arabi Uniti (EAU) tramite il suo ufficio di rappresentanza, sottoposto all'autorità di vigilanza della banca centrale degli EAU. Ai sensi delle norme e dei regolamenti applicabili negli EAU, l'ufficio di rappresentanza di CA Indosuez (Switzerland) SA non può espletare alcuna attività bancaria. L'ufficio di rappresentanza può unicamente commercializzare e promuovere le attività ed i prodotti di CA Indosuez (Switzerland) SA. L'Opuscolo non costituisce un'offerta rivolta a un particolare soggetto o al pubblico generale, né un invito a presentare un'offerta. Esso è distribuito su base privata e non è stato rivisto o approvato dalla banca centrale degli EAU né da altre autorità di regolamentazione degli Emirati Arabi Uniti;
- **altri paesi:** la distribuzione della presente pubblicazione potrebbe inoltre essere limitata da leggi e regolamenti in vigore in altri paesi. I soggetti in possesso della presente pubblicazione devono informarsi sulle eventuali restrizioni legali e rispettarle.

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

© 2024, CA Indosuez (Switzerland) SA - Tutti i diritti riservati.

Crediti fotografici: Getty Images.

Finito di redigere il 22.02.2024.



