



MONTHLY HOUSE VIEW

Agosto-Settembre 2024

Il tempo del riposo e delle riflessioni

01• Editoriale	P3
IL TEMPO DEL RIPOSO E DELLE RIFLESSIONI	
02• Focus	P4
FEDERAL RESERVE: L'OCCUPAZIONE NEL MIRINO	
03• Macroeconomia	P6
MODERAZIONE ESTIVA	
04• Reddito fisso	P8
RISCOVERIRE I FONDAMENTALI PER SFUGGIRE ALLA CONFUSIONE	
05• Azioni	P10
L'INIZIO DI UNA ROTAZIONE?	
06• Cambi	P12
UN RALLENTAMENTO DELL'ORO	
07• Asset allocation	P14
SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE	
08• Monitor dei mercati	P16
PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI	
09• Glossario	P17
Dichiarazione di esclusione di responsabilità	P18



Alexandre
DRABOWICZ
Chief Investment Officer

Cari Lettori,

Metà del 2024 è ormai alle spalle e l'arrivo dell'estate ci invita a riflettere sull'andamento del mercato nel primo semestre e sulle opportunità future. L'economia globale continua ad esibire tendenze positive, sostenuta dal calo dell'inflazione, dai tagli dei tassi in diversi Paesi e dai progressi tecnologici. Trainata da consumi resilienti, l'economia americana si è confermata solida, al punto da indurci a raddoppiare la previsione sulla crescita del PIL da inizio anno al 2,5%. Sebbene variabili come il tasso di risparmio, i redditi reali e l'attività manifatturiera perdano vigore, riteniamo che si tratti di una naturale normalizzazione anziché un segno di un brusco rallentamento economico. I pessimisti potrebbero intravedere un imminente e significativo deterioramento dell'economia, ma gli ottimisti come noi propendono per la prima ipotesi.

TAGLI DEI TASSI IN VISTA

Il forte declino dell'inflazione americana è stato uno dei fatti salienti nel periodo. Inizialmente, sulla scia di tre dati deludenti su tale fronte all'inizio dell'anno, i tagli dei tassi attesi da parte della Federal Reserve (Fed) nel 2024 sono passati da sette a quasi nessuno. Tuttavia, il presidente della Fed Jerome Powell ha mantenuto una posizione risoluta e, a giugno, l'inflazione è diminuita ad un minimo dal 2021, frenata principalmente dal rallentamento a lungo atteso dei costi delle abitazioni. La strada è ormai spianata per un taglio dei tassi della Fed a settembre ed anticipiamo due interventi in tal senso nel corso dell'anno. Questo sviluppo giunge in un momento cruciale, con la disoccupazione in aumento da tre mesi consecutivi. Benché la situazione non sia allarmante, non è ideale mantenere i tassi a breve termine su livelli elevati per troppo tempo. La Fed aveva bisogno di questa disinflazione per preservare la sua credibilità, un tema centrale del nostro scenario macroeconomico che abbiamo sostenuto con decisione.

AZIONI O OBBLIGAZIONI? LE PUNTATE SONO APERTE

Quanto alle performance dei mercati finanziari, nel semestre sono emerse due dinamiche distinte. Sul fronte obbligazionario, si sono osservate oscillazioni significative: il rendimento del decennale americano è salito dal 3,8% di inizio anno a circa il 4,75%, per poi scendere intorno al 4,2% dopo la pubblicazione dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) di giugno.

I pareri sono discordanti: il CEO di una delle maggiori banche americane prevede rendimenti a lungo termine al 7%, mentre per gli esperti di strategie dello stesso istituto si attesteranno al 3%. Disavanzo record da un lato (35.000 miliardi di dollari (fonte: www.usdebtclock.org)) e rallentamento dell'economia dall'altro: sarà fondamentale scegliere lo scenario giusto. Presentiamo al momento un sovrappeso tattico sulla *duration* nella parte intermedia della curva, ma a nostro parere quest'ultima si normalizzerà con tassi a breve termine più contenuti e tassi a lungo termine più elevati, un processo di "disinversione". Al contrario, le azioni hanno il vento in poppa. Prosegue il predominio americano che avevamo evocato nel Global Outlook 2024, con una volatilità azionaria storicamente bassa, soprattutto rispetto all'universo obbligazionario. Infatti, a giugno la volatilità dell'indice S&P 500 è diminuita sotto il 6%. Per intenderci, si tratta di oscillazioni giornaliere inferiori allo 0,35%.

ROTAZIONE

Restiamo ottimisti e pronti ad affrontare il secondo semestre. Sul versante azionario, cinque titoli hanno contribuito da soli al 60% della performance del mercato americano. Concentrazione o posizione dominante? Prevediamo due possibili scenari in futuro: 1) i costanti progressi della tecnologia e dell'Intelligenza Artificiale (IA) trainano i titoli *Mega Tera*¹ verso nuove vette; 2) un divario più ampio a livello di performance tra gli altri settori, le società a piccola capitalizzazione o i mercati emergenti, che a nostro avviso presentano un notevole potenziale di recupero. Ad esempio, a luglio l'indice Russell (*small cap*) ha sovraperformato lo S&P 500 (*large cap*) con uno dei cinque divari più elevati degli ultimi 45 anni.

Questo numero include un approfondimento sul mercato del lavoro americano a cura di Lucas Meric. Con il processo disinflazionistico saldamente in atto, consideriamo l'attuale rallentamento dell'occupazione più come una normalizzazione che un brusco cambiamento. Per pilotare l'economia verso un atterraggio morbido, la Fed dovrà prestare particolare attenzione a questa tendenza.

Vi auguro una piacevole lettura di questo numero estivo.

1 - Mega cap con una capitalizzazione di mercato superiore a 1.000 miliardi di dollari.



Lucas MERIC
Investment Strategist

Da alcune settimane l'economia americana rallenta e l'inflazione nel Paese diminuisce. Questa dinamica ha indotto la Fed ed i mercati a concentrarsi in via prioritaria sul mercato del lavoro che, dopo essersi riequilibrato, sembra essere giunto ad un punto di svolta ed appare più che mai l'elemento chiave nella ricerca di un atterraggio morbido.

L'ATTERRAGGIO MORBIDO PRENDE FORMA

Da diversi trimestri discutiamo del nostro scenario di atterraggio morbido per l'economia americana. Nel frattempo, la disinflazione è proseguita e la crescita ha perso vigore, restando tuttavia resiliente, uno scenario ormai condiviso dal mercato. Un ottimismo che riflette la drastica revisione delle aspettative di crescita dal 2023; l'espansione americana nel 2024 prevista dal "consensus" è infatti passata nell'arco di 12 mesi dallo 0,7% al 2,3%. Un simile riallineamento ha sospinto i mercati finanziari, con l'indice S&P 500 in ascesa di un ulteriore 15% circa nel primo semestre del 2024, sostenuto anche dal tema strutturale dell'Intelligenza Artificiale (IA).

In questa ricerca dell'atterraggio morbido, il rallentamento del mercato del lavoro, descritto nel numero di marzo 2024 ([Finora tutto bene](#)), si prefigura come un fattore chiave, in un momento in cui il principale contributo all'inflazione giunge dalla componente dei servizi. Infatti, un mercato del lavoro rigido ostacola la disinflazione, poiché sostiene il potere contrattuale dei lavoratori ed esercita pressioni rialziste sugli stipendi, importante voce di costo per le imprese di servizi.

LA CHIAVE DI VOLTA: IL MERCATO DEL LAVORO

Il rapporto tra il numero di posizioni vacanti ed il numero di disoccupati consente di misurare la tensione sul mercato del lavoro. Più questo rapporto è elevato, più è difficile per le società trovare personale, il che favorisce i lavoratori, e viceversa. Nel 2022 per ogni disoccupato erano disponibili due posizioni vacanti, uno squilibrio record tra domanda ed offerta che aveva trainato la crescita degli stipendi fino al 7%. In questa configurazione, vi sono due possibilità per riequilibrare il mercato: un aumento della disoccupazione (offerta) oppure un calo delle posizioni vacanti (domanda).

Lo scenario di atterraggio si basava sulla seconda ipotesi, con un'attività economica più debole senza un brusco deterioramento del tasso di disoccupazione. Tra aprile 2022 e giugno 2024 il numero di posizioni vacanti è diminuito di circa 4,5 milioni, mentre il numero di disoccupati è aumentato di 600.000 unità. Una dinamica sana che ha permesso al mercato del lavoro di riequilibrarsi agevolmente.

LO SGUARDO DELLA FED RIVOLTO ALL'OCCUPAZIONE

Sebbene questo riequilibrio sia di buon auspicio sul fronte dell'inflazione, solleva ora più di un interrogativo sulle prospettive di crescita. Il mercato del lavoro ha infatti subito una battuta d'arresto: i posti di lavoro creati in tre mesi sono ad un minimo dall'inizio del 2021, le richieste di disoccupazione sono cresciute a giugno ed il tasso di disoccupazione è salito dal 3,4% al 4,1% dall'inizio del 2023. Alla luce di un mercato del lavoro tornato alle condizioni di equilibrio pre-pandemia, vi sono margini più ristretti per un ulteriore rallentamento. Questo implica un incremento più pronunciato del tasso di disoccupazione, finora su livelli piuttosto contenuti (grafico 1, pagina 5).

Un equilibrio cruciale per comprendere i dilemmi che potrebbero affliggere la Fed nel prossimo futuro. A più di due anni dall'inizio della stretta monetaria, l'inflazione di fondo è tornata al 2,5% circa e l'economia americana ha iniziato a mostrare segni di cedimento. Questo quadro contrasta con quanto accadeva qualche mese fa, quando l'economia statunitense cresceva di oltre il 3% (annualizzato) a trimestre ed il rischio di una nuova ascesa dell'inflazione inquietava i mercati.



Prevediamo un **TASSO DELLA FED AL 4%** alla fine del 2025

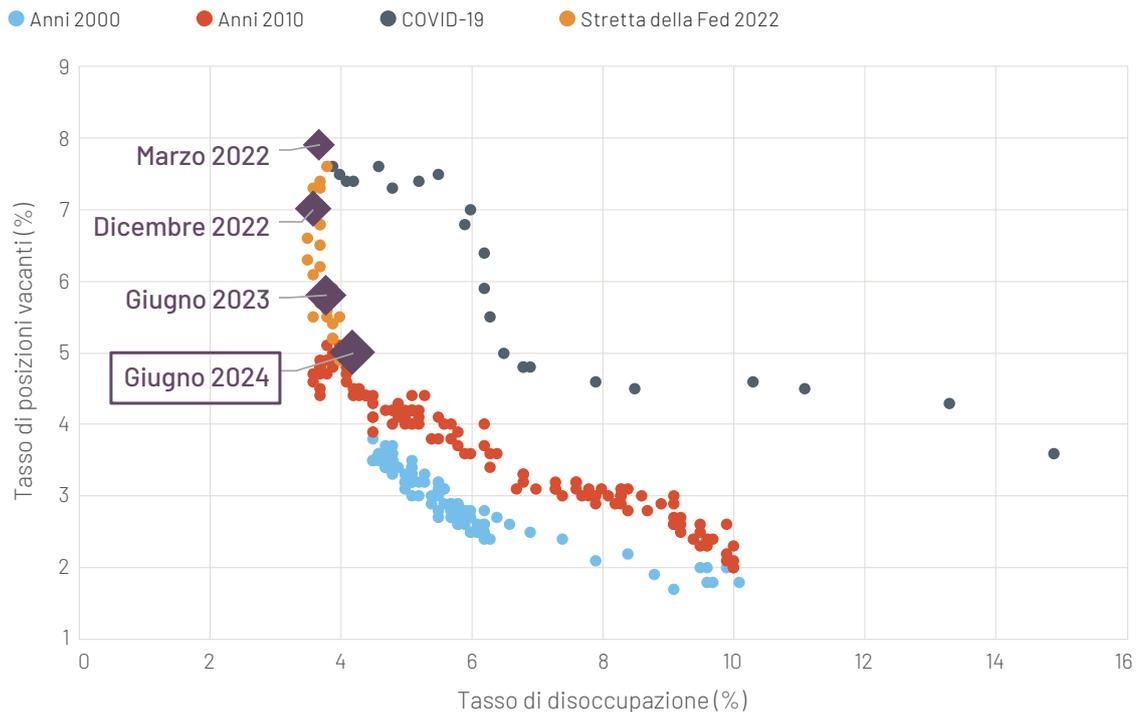
Di recente, il mercato del lavoro è diventato la principale fonte di preoccupazione della Fed; un aumento superiore alle attese della disoccupazione potrebbe infatti mettere a repentaglio l'atterraggio morbido. La Fed non è verosimilmente disposta a correre questo rischio e, se un simile scenario dovesse prendere sempre più forma, potrebbe attivare la celebre "Fed Put"² ed accelerare i tagli dei tassi, a costo di tollerare un'inflazione che persiste al di sopra dell'obiettivo.

PROSPETTIVE

Tuttavia, a nostro parere questo declino di occupazione ed attività economica è più una normalizzazione dopo la forte crescita registrata alla fine dello scorso anno che un reale deterioramento. Infatti, il mercato del lavoro resta in buona salute, i posti di lavoro creati, seppure in calo, si confermano solidi, l'incremento delle richieste di disoccupazione è principalmente imputabile ad effetti stagionali, mentre il tasso di disoccupazione permane contenuto ed inferiore al livello considerato di equilibrio dalla Fed. Oltretutto, i recenti balzi della disoccupazione sono in parte dovuti ad un aumento della forza lavoro, poiché chi entra per la prima volta nel mercato non sempre trova direttamente un impiego, e non denotano di per sé un peggioramento.

I consumi dovrebbero continuare a dare impulso all'economia americana, con una crescita trimestrale compresa tra l'1,5% ed il 2% (annualizzato), che permetterà di mantenere il tasso di disoccupazione intorno al 4%. Questo rallentamento controllato ed i favorevoli sviluppi sul fronte dell'inflazione negli scorsi mesi dovrebbero consentire alla Fed di procedere a due tagli entro la fine del 2024. Sarebbe l'inizio di un ciclo ribassista che, alla fine del 2025, dovrebbe portare i tassi al 4%, uno scenario suscettibile di sostenere ulteriormente la crescita economica: una combinazione in apparenza costruttiva per i mercati finanziari americani.

GRAFICO 1: IL MERCATO DEL LAVORO AMERICANO RESTA AD UN PUNTO DI SVOLTA



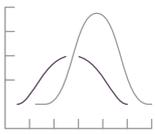
Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

2 - Fed Put: intervento della Fed volto ad allentare la politica monetaria in caso di una grave contrazione dell'economia o dei mercati finanziari.



Lucas MERIC
Investment Strategist

L'attività economica ha mostrato segni di cedimento a livello globale. La normalizzazione della crescita americana prosegue, con buone notizie sul fronte inflazionistico che denotano un riequilibrio dei rischi macroeconomici oltre Atlantico, mentre l'inflazione di fondo nell'Area Euro sembra più ostinata del previsto. Si moltiplicano inoltre le fonti di incertezza, soprattutto in Europa, sulla scia degli sviluppi politici in Francia e negli Stati Uniti.



UNA NORMALIZZAZIONE SOTTO CONTROLLO

Il *momentum* macroeconomico globale perde vigore, come dimostrano le sorprese economiche nelle principali economie, tutte in territorio negativo nelle scorse settimane. Questa tendenza, in particolare negli Stati Uniti, riflette le elevate aspettative degli economisti in seguito alle revisioni al rialzo delle previsioni negli ultimi mesi, il che limita ora il potenziale di sorprese positive. Le indagini segnalano una contrazione sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi, mentre l'occupazione, gli stipendi reali e la fiducia cedono terreno. Un rallentamento è atteso e gradito, che richiede un riequilibrio tra il rischio di una nuova ascesa dell'inflazione, prevalente dall'inizio dell'anno, e quello di un deterioramento più marcato dell'economia americana (si veda Focus, pagina 4). Un fenomeno visibile anche in Cina, dove la dinamica interna permane in chiaroscuro; ne sono l'emblema i deboli consumi e gli investimenti, penalizzati questi ultimi da un settore immobiliare che non mostra sostanziali segni di miglioramento, con un maggiore sostegno da parte delle autorità potenzialmente necessario. Riguardo all'Area Euro, a nostro parere la ripresa dovrebbe proseguire nel 2024, anche se i consumi continuano per il momento a deludere e l'accento di rimbalzo nel settore manifatturiero e nel commercio estero osservato all'inizio dell'anno ha perso di recente slancio.

IPC core statunitense:

+4,5%
(annualizzato) nel
primo trimestre
del 2024,
+2,1%
nel secondo

AL SERVIZIO DELLA DISINFLAZIONE

Il riequilibrio tra i rischi di crescita ed inflazione negli Stati Uniti è ascrivibile principalmente alla traiettoria inflazionistica molto positiva emersa nel secondo trimestre del 2024. Infatti, l'inflazione di fondo è diminuita dal 4,5% nei primi tre mesi del 2024 (su base trimestrale annualizzata) al 2,1% nel secondo trimestre. Nello specifico, pur restando il principale motore dell'inflazione americana, la componente dei servizi diminuisce, uno sviluppo di ottimo auspicio per la Fed. Riteniamo che l'attuale miglioramento, in linea con le nostre attese, dovrebbe proseguire, con il declino della componente dei servizi suscettibile di sostenere la disinflazione negli Stati Uniti ed un indice dei prezzi al consumo (PCE *core*) prossimo al 2% alla fine del 2025. Il quadro inflazionistico appare ora più incerto nell'Area Euro, dove la componente dei servizi è stabile al 4% dall'inizio dell'anno. Questa dinamica solleva dubbi, a fronte di una crescita degli stipendi sempre elevata nel primo trimestre del 2024, al 5% su base annua, ed una produttività che permane modesta. Negli scorsi mesi alcuni indicatori prospettici delle retribuzioni erano diminuiti, ad esempio quello della società Indeed Wage Tracker, che aveva una media del 3,5% su base annua dall'inizio dell'anno prima di risalire a giugno al 4,2%. Nei mesi a venire la Banca Centrale Europea (BCE) dovrebbe prestare particolare attenzione a questa solidità degli stipendi, anche se le componenti dei prezzi e dell'occupazione nelle indagini congiunturali indicano una loro ulteriore discesa nel prossimo futuro. In modo analogo agli Stati Uniti, tale dinamica dovrebbe favorire il proseguimento della disinflazione nell'Area Euro, anche se il costante aumento dei noli potrebbe rappresentare un rischio rialzista per l'inflazione di fondo, che a nostro avviso resterà superiore al 2,5% alla fine del 2024 prima di convergere verso il 2% nel 2025.



INCERTEZZE (GEO)POLITICHE

Come era lecito attendersi in un anno elettorale, le ultime settimane hanno riservato anche sorprese politiche. Dalle elezioni francesi è emerso un Parlamento diviso in tre grandi schieramenti (*Nouveau Front Populaire*, partito del presidente e *Rassemblement National*). Una situazione di incertezza destinata quindi a perdurare, anche se i principali rischi sembrano essere stati scongiurati, e che dovrebbe verosimilmente pesare sulle decisioni di consumo ed investimento in Francia. Sul medio termine, l'assenza di riforme dovrebbe frenare la crescita transalpina. Tuttavia, in un favorevole contesto segnato da stipendi reali e condizioni monetarie in miglioramento, l'impatto negativo della situazione politica dovrebbe essere limitato, soprattutto nell'Area Euro.

Sull'altra sponda dell'Atlantico, nelle scorse settimane Donald Trump ha visto rafforzarsi la sua posizione di favorito alle presidenziali americane. In questo frangente, la possibilità che il candidato repubblicano aumenti i dazi doganali del 10% per i Paesi dell'Area Euro (e il resto del mondo) e del 60% per la Cina rappresenta anch'essa un'incognita, suscettibile di pesare sulle decisioni di investimento delle imprese e sulla crescita globale. Tuttavia, la fattibilità e l'attuazione effettiva di tali misure sono ancora incerte e subordinate a numerosi fattori elettorali e legali, in particolare riguardo al possibile dazio universale del 10% sulle esportazioni dell'Area Euro.

TABELLA 1: PREVISIONI MACROECONOMICHE 2024 - 2025, %

● Rivisto al ribasso rispetto al mese scorso

● Rivisto al rialzo

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.



RISCOPIRE I FONDAMENTALI PER SFUGGIRE ALLA CONFUSIONE



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

Con la collaborazione
del team del Reditto fisso

Il rischio sovrano torna sotto i riflettori in questo 2024, un anno caratterizzato da un numero record di elezioni. Al momento della redazione, in Francia sembra mancare una direzione fiscale. Dal loro canto, i mercati puntano su una vittoria di Donald Trump il 5 novembre. Si osserva, da un lato, un premio per il rischio sulla traiettoria dei disavanzi e, dall'altro, un "effetto memoria" sulla scia degli inviti a tagliare i tassi rivolti alla Fed.

BANCHE CENTRALI E TASSI A LUNGO TERMINE

Alla riunione di politica monetaria della Fed, Jerome Powell ha adottato toni piuttosto risoluti, ribadendo che l'allentamento della politica monetaria poteva attendere. È bastato un singolo dato sull'inflazione in calo per spingere i mercati ad anticipare oltre due tagli dei tassi entro dicembre. Questo scenario sembra molto più realistico rispetto ai due estremi visti nel primo semestre: nessuno all'inizio di giugno e sette a gennaio. È indubbio che l'economia statunitense stia rallentando (aumento della disoccupazione, contrazione dell'attività manifatturiera, ecc.).

Spostandoci in Europa, il risultato delle elezioni parlamentari nel Regno Unito del 4 luglio era ampiamente previsto dai sondaggi. Anche la stampa finanziaria britannica aveva invocato a gran voce un voto per il partito laburista, il cui programma elettorale era reputato molto di centro. I rendimenti britannici a lungo termine hanno accolto con favore questa vittoria, seguendo la tendenza ribassista globale osservata su tale fronte a luglio.

Per il momento, la Banca d'Inghilterra mantiene invariata la sua politica. La traiettoria dell'inflazione non le consente infatti di avviare un ciclo ribassista, che è però giustificato dagli altri indicatori macroeconomici (occupazione, crescita).

La BCE resterà in attesa per tutta l'estate, con il prossimo taglio dei tassi previsto a settembre. Francoforte ritiene che l'attuale politica monetaria sia ancora più restrittiva rispetto a settembre 2023, quando aveva innalzato i tassi per l'ultima volta. Secondo le ultime statistiche pubblicate, la domanda di credito è in lieve ripresa. Il mercato anticipa due tagli entro la fine dell'anno.

I tassi a lungo termine proseguono la loro graduale discesa, senza una chiara direzione sulle curve. In seguito all'aumento della volatilità di giugno, lo *spread* OAT³-Bund ha raggiunto un massimo dalla crisi del debito europeo del 2011-2012. Il grafico 2 (pagina 9) mostra la diffusione di tale evento nei vari Paesi europei. Il Bund tedesco ha ancora una volta assolto il suo ruolo di bene rifugio. Nelle prossime settimane è difficile che il *rally* obbligazionario prosegua, poiché le informazioni favorevoli al mercato sono già scontate (rallentamento di crescita ed inflazione, tagli dei tassi), abbiamo marginalmente ridotto la sensibilità ai tassi nei nostri portafogli.

CREDITO

Nel mese il mercato del credito ha conseguito un *excess return* (rendimento in eccesso) positivo, sostenuto da una leggera compressione dei premi per il rischio sia sul mercato americano che sull'omologo europeo. Nonostante l'incertezza risultante dalle elezioni francesi, il mercato europeo del credito ha esibito una performance positiva nel segmento *Investment Grade* come pure in quello *High Yield*.



ETF obbligazionari:
**+67 MILIARDI
DI DOLLARI**
da inizio anno

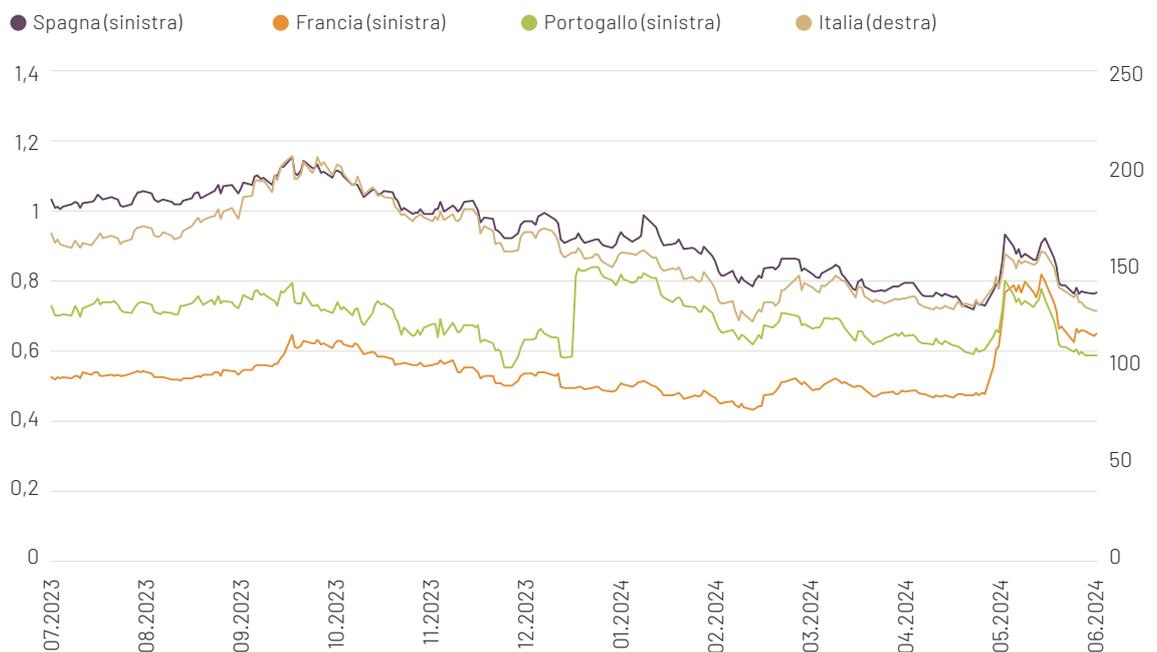
3 - OAT: titoli di Stato francesi.



Gli emittenti *High Yield* adottano sempre un approccio attivo ed opportunistico al rifinanziamento del debito per prolungare le scadenze. Nel settore immobiliare, le società hanno riacquisito debito a breve termine ed esteso le passività sfruttando il calo dei tassi e dei loro premi per il rischio. Sul mercato americano, gli investitori guardano al tasso di rendimento assoluto anziché agli *spread*. Nell'universo *Investment Grade* americano, la debole dispersione degli *spread* rafforza questo approccio olistico agli investimenti. Nonostante una performance modesta, penalizzata dall'ascesa dei tassi, l'*excess return* è ampiamente positivo grazie al carry ed alla compressione degli *spread*. I settori dell'aviazione e dell'edilizia hanno sovraperformato il mercato. L'ondata di declassamenti del 2020 è stata completamente riassorbita dai rialzi dei *rating* operati dal 2021. Dato lo sfasamento temporale tra i cicli delle agenzie e delle società, è ragionevole supporre che gli *upgrade* abbiano raggiunto il loro apice. Sul mercato *High Yield*, persistono notevoli divergenze a livello di *rating*, una situazione che impone cautela.

I nostri portafogli presentano un sovrappeso sul debito emesso da società francesi, con un'esposizione pressoché nulla al debito pubblico. In termini di settori, continuiamo a sovrappesare l'immobiliare, pur rimanendo selettivi sugli emittenti. Il debito bancario esibisce ancora un favorevole *mix* di rendimento, rischio e volatilità a lungo termine. Preferendo scegliere quando investire, siamo poco attivi sul mercato primario, che si distingue per limitate offerte degli emittenti. Alla luce di sottoscrizioni degli investitori da tre a cinque volte superiori ai volumi emessi, queste scarse emissioni non ci stupiscono.

GRAFICO 2: PREMI PER IL RISCHIO DEI PAESI EUROPEI RISPETTO ALLA GERMANIA



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Laura CORRIERAS
Equity Portfolio ManagerCon la collaborazione
del team del Azioni

I principali timori si sono dissipati sulla scia dell'esito elettorale in Francia. Anche se i mercati europei hanno tirato un sospiro di sollievo, l'incertezza politica persiste e potrebbe pesare sulle prospettive delle società. Sull'altra sponda dell'Atlantico, i mercati americani hanno raggiunto nuovi massimi storici, un'ascesa alla quale hanno contribuito anche altri settori oltre alle mega capitalizzazioni.



SCONTO
di valutazione record
per il
MERCATO
AZIONARIO
britannico

EUROPA

Gli investitori hanno accolto con favore l'esito delle elezioni legislative francesi, con un Parlamento senza maggioranza assoluta. Poiché il rischio di un aumento della pressione fiscale è notevolmente diminuito, i mercati europei hanno messo a segno un rimbalzo dopo la pubblicazione dei risultati elettorali. Tuttavia, questa situazione inedita nel sistema istituzionale francese genera incertezza ed induce ad una maggiore cautela nei prossimi mesi, date soprattutto le sfide e le insidie (in particolare il consolidamento del debito) che un Parlamento diviso dovrà affrontare.

Per contro, l'attuale stabilità del Regno Unito contrasta con la volatilità politica nel resto d'Europa e, all'indomani delle elezioni, sono emerse nuove opportunità specifiche. Il governo appena nominato dovrebbe ad esempio alleggerire le norme sulle licenze edilizie ed accelerare l'elettrificazione, sostenendo in tal modo le società esposte al mercato interno. Inoltre, guardando agli ultimi 20 anni il mercato azionario britannico presenta uno sconto record rispetto ai suoi omologhi globali (grafico 3). Si tratta del mercato "core" per investire nello stile *Value* ed offre un rendimento da dividendi molto più elevato rispetto alle altre regioni.

GRAFICO 3: VALUTAZIONE A 12 MESI DELL'INDICE MSCI UK (PREZZO/UTILI) RISPETTO AL MSCI WORLD



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Infine, da maggio l'interesse per il mercato svizzero risulta in graduale aumento, grazie alla sua natura difensiva ed allo *status* di porto sicuro qualora nell'Area Euro la volatilità dovesse aumentare. Questo mercato comprende importanti operatori nei settori della sanità e dei beni di consumo correnti, di elevata qualità, con un carattere difensivo e scambiati a sconto.

STATI UNITI

Dal loro canto, i mercati azionari americani hanno di nuovo segnato massimi storici. Le ultime rilevazioni macroeconomiche hanno confermato il rallentamento dell'attività ed un'inflazione in discesa, inducendo gli investitori a riconsiderare il primo taglio dei tassi della Fed a settembre. La reazione dei mercati azionari non si è fatta attendere, con il segmento delle piccole e medie capitalizzazioni in forte rialzo (+10,3% per l'indice Russell 2000 nei quattro giorni successivi alla pubblicazione dei dati inflazionistici), sostenuto dai minori rendimenti obbligazionari, a scapito dei titoli tecnologici che sono stati oggetto di prese di profitto. Anche altri settori hanno guadagnato terreno sulla scia della pubblicazione, ad esempio quello immobiliare, molto sensibile al calo dei tassi di interesse. La stagione degli utili per il secondo trimestre sarà decisiva per confermare la crescita dei profitti aziendali in un ciclo di rallentamento economico. Il rapporto dei preannunci, ossia il numero di società nell'indice S&P 500 che prevedono di registrare utili inferiori o superiori alle stime, è ben orientato, lasciando intravedere una stagione leggermente migliore della media degli ultimi 25 anni.

ASIA

Nel secondo trimestre i mercati di Taiwan, Corea ed India hanno continuato a trainare la performance in Asia. Questa dinamica è riconducibile principalmente all'entusiasmo che circonda i titoli tecnologici di punta legati all'IA di Corea e Taiwan. La rielezione di Narendra Modi in India per un terzo mandato da primo ministro ha consolidato gli afflussi verso il Paese.

In Cina, al contrario, si sono osservate prese di profitto, in attesa della terza sessione plenaria del partito comunista in programma a metà luglio 2024. Il mercato si aspetta ulteriori riforme strutturali a lungo termine, che dovrebbero essere in agenda. Dovrebbero anche essere affrontate altre questioni chiave, tra cui la sovranità tecnologica, le sfide poste dal calo demografico ed il miglioramento della protezione sociale. I risultati per il secondo trimestre saranno attentamente monitorati, a fronte di valutazioni ancora a livelli molto contenuti che potrebbero fungere da sostegno se la crescita degli utili dovesse sorprendere al rialzo.

STILE D'INVESTIMENTO

Il recente deterioramento degli indicatori macroeconomici ha indotto gli investitori a prevedere un approccio ai tagli dei tassi più propositivo delle banche centrali, innescando da alcuni giorni una significativa rotazione settoriale e di stile. Di conseguenza, il mercato ha incamerato profitti, tra gli altri, sul settore tecnologico e sui "Magnifici 7", a favore delle *small cap* americane e di alcuni settori più Ciclici/*Value*, in precedenza trascurati dagli investitori. È ancora troppo presto per anticipare una rotazione od una partecipazione più ampia al mercato. La stagione degli utili sarà l'occasione per confermare se le mega capitalizzazioni *Growth* possono continuare a sostenere la dinamica dei profitti sul mercato statunitense.



Lucas MERIC
Investment Strategist

Nelle scorse settimane l'euro è stato sostenuto dalla riduzione dei rischi politici in Francia e da un dollaro più debole, sullo sfondo di un rallentamento macroeconomico e migliori prospettive per l'inflazione statunitense. L'oro ha continuato a segnare nuovi massimi nonostante fondamentali contrastanti.

EURO: UN MINORE RISCHIO POLITICO

Nonostante l'aumento della volatilità che ha interessato gli asset europei a giugno, l'euro ha esibito una pregevole tenuta. Sulla scia dell'esito elettorale in Francia i principali rischi si sono placati, sebbene a destare le maggiori preoccupazioni fosse più il percorso fiscale francese che un'eventuale uscita dall'Area Euro. A un mese dall'annuncio dello scioglimento, l'euro è tornato ai livelli di inizio giugno, beneficiando anche di una divergenza a breve termine tra le dinamiche inflazionistiche sulle due sponde dell'Atlantico, con l'inflazione dell'Area Euro che ha mostrato ancora qualche segno di rigidità. Tuttavia, l'incertezza non è completamente svanita e gli investitori potrebbero continuare a concentrarsi sulla traiettoria fiscale in Francia e, più in generale, sui rischi sovrani nell'Area Euro. Malgrado le recenti sorprese al rialzo dell'inflazione, riteniamo che la disinflazione dovrebbe confermarsi nel 2024 e 2025, consentendo alla BCE di proseguire il ciclo ribassista avviato a giugno. Sul medio termine, l'approccio accomodante della BCE dovrebbe pesare sull'euro, che continuerà inoltre a patire il differenziale dei tassi rispetto al dollaro.

DOLLARO USA: MODERAZIONE DISININFLAZIONARIA

Dopo aver assolto il suo ruolo di valuta rifugio all'emergere delle tensioni politiche in Europa, il dollaro ha in seguito perso terreno nei confronti dell'euro di pari passo con la riduzione dei rischi. Sul biglietto verde hanno anche pesato i deboli dati macroeconomici delle ultime settimane, a cui si è aggiunta un'inflazione che ha sorpreso in positivo a giugno, attestandosi su livelli inferiori alle attese. Un rallentamento che preannuncia l'imminente inizio di un ciclo ribassista della Fed, il quale potrebbe continuare a frenare leggermente il dollaro sul breve termine.

Detto questo, reputiamo in una certa misura aggressive le attese del mercato sui tagli entro la fine del 2025 e l'asimmetria dei tassi americani ci sembra più orientata al rialzo, il che dovrebbe sostenere il dollaro. Al contempo, continuiamo a considerare la valuta americana come un interessante asset di copertura a fronte delle varie minacce che gravano sul nostro scenario, come un rallentamento economico più pronunciato, un'inflazione persistente che indurrebbe la Fed a rimanere restrittiva ed il rischio geopolitico, in vista soprattutto delle elezioni americane. Una vittoria di Donald Trump potrebbe infatti spianare la strada a politiche protezionistiche ed inflazionistiche, favorendo un'ascesa del biglietto verde. Occorre però cautela al riguardo, poiché il candidato repubblicano è essenzialmente un sostenitore di un dollaro più debole.

FRANCO SVIZZERO: UN RIFUGIO TEMPORANEO

Come il dollaro, il franco svizzero ha inizialmente beneficiato delle tensioni in Europa, prima di perdere terreno man mano che i rischi recedevano. Il franco si è poi stabilizzato sui livelli osservati all'inizio del secondo trimestre. Inoltre, la valuta elvetica ha continuato a risentire di fondamentali più deboli, con la Banca Nazionale Svizzera (BNS) che ha colto di sorpresa il mercato, tagliando inaspettatamente i tassi per il secondo mese consecutivo. Allo stesso tempo, a giugno le vendite al dettaglio e l'inflazione si sono rivelate inferiori alle attese. Nonostante gli sfavorevoli fondamentali macroeconomici, il franco svizzero potrebbe però restare un asset privilegiato sullo sfondo di incertezze latenti in Europa ed a livello globale, il che dovrebbe a nostro avviso consentire alla valuta di stabilizzarsi intorno agli attuali livelli.



Le negative
**SORPRESE
ECONOMICHE**
negli Stati Uniti
**HANNO PESATO
SUL DOLLARO**



YEN GIAPPONESE: GLI SGUARDI RIVOLTI ALL'AMERICA

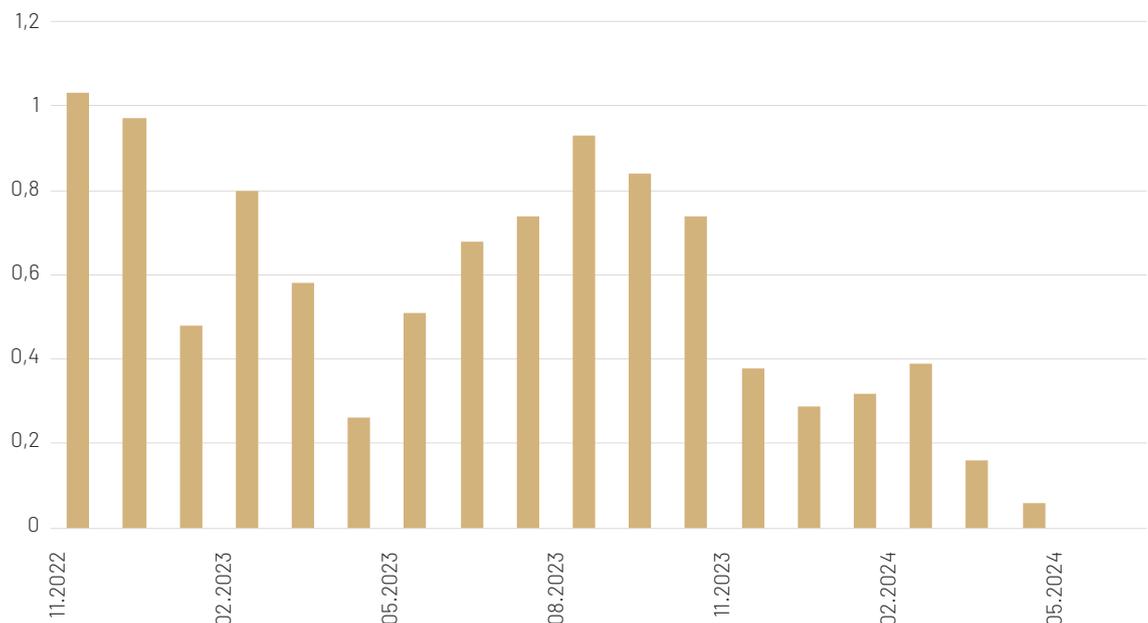
Lo yen ha proseguito la sua discesa a giugno, per poi risalire ai livelli di metà mese dopo la sorpresa al ribasso dell'inflazione americana ad inizio luglio. Gli investitori continuano a prestare grande attenzione alle prospettive di tagli dei tassi da parte della Fed, che potrebbero alleviare le pressioni sul cross USD/JPY, al momento su massimi storici. La forte reazione sullo yen ha anche alimentato le speculazioni su un possibile intervento della Banca del Giappone, che era già scesa in campo ad aprile e maggio senza però riuscire a frenare la discesa della sua valuta. Quest'ultima resta penalizzata da prospettive inflazionistiche sempre modeste e dal suo ruolo preponderante nel finanziamento dei *carry trade*.

ORO: UN FORTE RALLY NONOSTANTE FONDAMENTALI MODESTI

L'oro ha proseguito la sua corsa a luglio, sostenuto dalle aspettative di una Fed più accomodante in un contesto segnato da un rallentamento dei dati macroeconomici ed inflazionistici negli Stati Uniti. Tuttavia, continuiamo ad assumere una visione tatticamente negativa sul metallo giallo, che si attesta a massimi storici, a fronte di movimenti ribassisti dei tassi americani che reputiamo eccessivi e fondamentali a nostro parere meno solidi. La domanda della Banca Popolare Cinese, tra i principali acquirenti di oro dalla fine del 2022, è diminuita, rivelandosi addirittura nulla a giugno per il secondo mese consecutivo; allo stesso modo, l'accumulo di oro fisico è crollato, mentre le tensioni geopolitiche restano al momento abbastanza contenute (grafico 4).

GRAFICO 4: ACQUISTI MENSILI DI ORO DA PARTE DELLA BANCA POPOLARE CINESE (MILIONI DI ONCE)

● Variazioni mensili delle riserve auree della Banca Popolare Cinese



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager



Maggiore
DIVERSIFICAZIONE
nelle
COMPONENTI
AZIONARIE

SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** le nostre previsioni di crescita restano invariate al +2,5% negli Stati Uniti ed al +0,7% nell'Area Euro per il 2024 e continuano a basarsi su ipotesi di consumi resilienti (negli Stati Uniti) ed in miglioramento (nell'Area Euro), sulla scia del maggiore potere d'acquisto osservato in queste due economie. Le economie emergenti, in particolare quelle asiatiche, restano un importante motore della crescita globale.
- **Inflazione:** l'ultima dato dell'inflazione statunitense si è rivelata incoraggiante, avvalorando il nostro scenario di una graduale disinflazione nei prossimi trimestri. I riflettori sono soprattutto puntati sull'Area Euro, dove gli ultimi dati sugli stipendi e l'incremento dei noli sollevano un rischio rialzista per le nostre previsioni inflazionistiche. Sebbene nel breve periodo sia opportuno essere vigili, continuiamo a ritenere che nel 2025 l'inflazione convergerà progressivamente verso l'obiettivo della BCE.
- **Banche centrali:** prevediamo due tagli nel resto dell'anno per la Fed e la BCE; manteniamo inoltre le nostre ipotesi di tassi obiettivo al 4% ed al 2,5% (+/- 25 punti base) alla fine del 2025 rispettivamente negli Stati Uniti e nell'Area Euro.
- **Utili aziendali:** la positiva dinamica delle revisioni degli utili prosegue negli Stati Uniti, soprattutto nell'intero settore tecnologico, ma si diffonde ormai nelle altre regioni geografiche.
- **Contesto di rischio:** come previsto, la normalizzazione dell'economia globale prosegue, determinando un gradito riequilibrio dei rischi di crescita ed inflazione, in particolare negli Stati Uniti dopo la pubblicazione degli ultimi dati sui prezzi. Per contro, il rischio politico resta elevato ed il mercato potrebbe gradualmente rivolgere lo sguardo alle elezioni americane del prossimo novembre. Infine, le minacce legate alla traiettoria dei debiti pubblici permangono e potrebbero tornare in primo piano nel secondo semestre, con l'avvicinarsi delle presidenziali statunitensi e la definizione delle proposte di bilancio per il 2025 nell'Area Euro.

CONVINZIONI DI ALLOCAZIONE

Azioni

- Sebbene la dinamica macroeconomica globale rallenti, riteniamo che il contesto resti favorevole agli asset rischiosi. Infatti, questa normalizzazione dell'attività economica ampiamente prevista è accompagnata da una disinflazione, lasciando intravedere un ciclo di tagli da parte delle banche centrali. Alla luce inoltre delle incoraggianti prospettive sugli utili per il 2024 ed il 2025, continuiamo a ritenere che i mercati azionari dovrebbero proseguire la loro ascesa e, nell'ambito delle nostre gestioni diversificate, manteniamo pertanto un sovrappeso sulle azioni.
- Confermiamo la nostra preferenza per le azioni americane, ma segnaliamo la possibilità di un ampliamento della performance attraverso una maggiore partecipazione di settori diversi dalla tecnologia. Al contempo, a nostro parere i mercati emergenti potrebbero essere sostenuti dall'inizio del ciclo ribassista e da un differenziale di crescita ancora positivo rispetto alle economie avanzate. Infine, abbiamo deciso di diversificare maggiormente l'esposizione alle azioni europee, incrementando il peso dell'Europa esclusa l'Area Euro e mantenendo al contempo un approccio attendista all'intera regione. In particolare, con il ritorno al potere del partito laburista, che si è impegnato a rinsaldare i legami con l'Unione Europea, il mercato britannico potrebbe rivelarsi più interessante.



Obbligazioni

- Nelle nostre gestioni diversificate manteniamo pressoché invariata la sensibilità ai tassi, lievemente superiore a quella degli indici di riferimento. Preferiamo i titoli di Stato a breve scadenza (fino a 5 anni), che offrono i rendimenti più elevati e dovrebbero beneficiare direttamente dei minori tassi di riferimento. Al contrario, optiamo per un'esposizione limitata ai segmenti a più lunga scadenza, vulnerabili ad una ricostituzione del premio a termine come pure ad un possibile ritorno in auge della sostenibilità del debito pubblico.
- In merito alle classi di attivi del credito, confermiamo la nostra preferenza per i debiti *corporate* di qualità a breve scadenza, che esibiscono ancora i migliori rendimenti. Allo stesso tempo, i debiti subordinati presentano un interessante potenziale di diversificazione, considerando la qualità dei fondamentali ed i pregevoli tassi di *carry* offerti.
- Nel segmento *High Yield*, prevediamo che gli *spread* resteranno su livelli contenuti finché l'economia globale procederà verso una graduale normalizzazione. In questo contesto, a nostro parere gli investitori possono beneficiare di un *carry* interessante rispetto ai titoli di Stato nel segmento *High Yield* di qualità superiore.

Cambi

- Malgrado la recente sottoperformance, riteniamo che il dollaro resti la migliore copertura contro i principali rischi del nostro scenario. Inoltre, il mercato sembra ora scontare un numero elevato di tagli entro la fine del 2025, mentre il differenziale dei tassi resta ampiamente positivo rispetto a tutte le valute del G10, il che limita secondo noi il potenziale di ribasso del dollaro sul breve termine.
- Continuiamo ad assumere una visione cauta sull'oro nel breve periodo, poiché negli scorsi mesi alcuni acquirenti si sono tirati indietro (in particolare la Cina) ed i rischi appaiono più equilibrati.

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)	=/-	=
Svizzera (CHF)	=/-	=
Giappone (JPY)	=	=/+
Cina (CNY)	=	=
Oro (XAU)	=/-	=/+

Fonte: Indosuez Wealth Management.



DATI AGGIORNATI AL 22 LUGLIO 2024

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	4,25%	2,04	37,34
Francia 10A	3,15%	-3,70	59,00
Germania 10A	2,49%	7,60	47,20
Spagna 10A	3,26%	-1,70	27,70
Svizzera 10A	0,60%	-6,50	-10,60
Giappone 10A	1,05%	6,10	43,90

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	36,37	1,46%	-0,94%
Titoli di Stato in EUR	203,92	0,55%	-0,11%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	222,41	0,74%	2,81%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	348,19	1,53%	3,95%
Titoli di Stato USA	311,46	0,67%	1,11%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	44,62	0,45%	1,11%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9689	1,08%	4,30%
GBP/USD	1,2933	1,95%	1,59%
USD/CHF	0,8896	-0,38%	5,73%
EUR/USD	1,0891	1,47%	-1,34%
USD/JPY	157,04	-1,62%	11,34%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	14,91	1,58	2,46

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	5.564,41	2,14%	16,66%
FTSE 100 (Regno Unito)	8.198,78	-1,00%	6,02%
STOXX Europe 600	514,79	-0,79%	7,47%
Topix	2.827,53	3,19%	19,49%
MSCI World	3.584,66	2,16%	13,11%
Shanghai SE Composite	3.514,93	1,10%	2,44%
MSCI Emerging Markets	1.085,48	0,11%	6,03%
MSCI Latam (America Latina)	2.263,69	2,16%	-14,99%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	206,86	2,71%	3,03%
MSCI Asia Ex Japan	692,38	-0,37%	7,92%
CAC 40 (Francia)	7.622,02	-1,10%	1,05%
DAX (Germania)	18.407,07	0,44%	9,88%
MIB (Italia)	34.615,05	2,31%	14,05%
IBEX (Spagna)	11.143,80	-0,25%	10,31%
SMI (Svizzera)	12.296,74	1,15%	10,41%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.242,00	-4,65%	-19,75%
Oro (USD/Oncia)	2.396,59	2,65%	16,17%
Greggio WTI (USD/Barile)	79,78	-2,27%	11,35%
Argento (USD/Oncia)	29,12	-1,36%	20,92%
Rame (USD/Tm)	9.216,50	-4,60%	7,68%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	2,25	-19,92%	-10,46%

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

RENDIMENTI MENSILI DEGLI INVESTIMENTI, ESCLUSI I DIVIDENDI

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

	APRILE 2024	MAGGIO 2024	GIUGNO 2024	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (22 LUGLIO 2024)
MIGLIORI	10,98%	16,41%	15,18%	3,19%	19,49%
+	4,24%	10,44%	14,75%	2,71%	16,66%
	4,14%	8,89%	11,06%	2,16%	13,11%
	3,22%	8,76%	9,93%	2,16%	7,92%
	2,73%	8,75%	8,33%	2,14%	7,47%
	2,10%	7,84%	7,03%	1,10%	6,03%
	-1,57%	6,61%	6,97%	0,11%	6,02%
	-1,91%	6,14%	2,10%	-0,37%	3,03%
	-1,95%	0,32%	-0,46%	-0,79%	2,44%
PEGGIORI	-9,89%	-9,12%	-17,97%	-1,00%	-14,99%

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



AIE: Agenzia internazionale dell'energia.

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

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

BLS: Bureau of Labor Statistics.

BNEF: Bloomberg New Energy Finance.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FMI: Fondo monetario internazionale.

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

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

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

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

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

IPCC: Gruppo intergovernativo sul cambiamento climatico.

IRENA: Agenzia internazionale per le energie rinnovabili.

ISM: Institute for Supply Management.

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

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

OCSE: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico.

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

OMC: Organizzazione Mondiale del Commercio.

OPEC: Organizzazione dei paesi produttori di petrolio.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SRI: Investimenti sostenibili e responsabili.

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

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

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

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

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

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

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

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



DICHIARAZIONE DI ESCLUSIONE DI RESPONSABILITÀ

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

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

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

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

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

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

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

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

I tassi di cambio delle valute estere possono influire negativamente sul valore, sul prezzo o sul 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 Marzoio unico Indosuez Wealth Management. Ciascuna delle controllate nonché le rispettive controllate, le filiali e gli uffici di rappresentanza, così come ognuna delle altre entità di Indosuez Wealth Management sono definite singolarmente la "Entità" e congiuntamente le "Entità".

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

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

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

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

- in **Francia**: 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) Sucursal en Espana, operante sotto la supervisione del Banco de Espana (www.bde.es) e della Commissione Nazionale del Mercato Azionario (Comision Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), come filiale di CA Indosuez Wealth (Europe), istituto di credito debitamente registrato in Lussemburgo e operante sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF). Indirizzo: Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Spagna), registrata presso il Banco de Espana con il numero 1545. Immatricolata presso il Registro del Commercio e delle Società di Madrid con il numero T 30.176.F 1.S 8, H M-543170, CIF (Codice di identificazione fiscale): W-0182904-C.

- in **Belgio**: l'Opuscolo è distribuito dalla filiale per il Belgio di CA Indosuez Wealth (Europe), con sede al 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgio, immatricolata presso il Registro delle Società di Bruxelles con il numero 0534 752 288, registrata nel Banque-Carrefour des Entreprises (database delle aziende belghe) con partita IVA n. 0534.752.288 (RPM Brussels), filiale di CA Indosuez Wealth (Europe), 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 **Portogallo**: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe), Sucursal em Portugal con sede in Avenida da Liberdade, 190, 2.º B - 1250-147 Lisboa, Portogallo, registrata presso la Banca del Portogallo con il numero 282, codice fiscale 980814227.
- in **Svizzera**: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Geneva e da CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano e dalle loro filiali e/o agenzie svizzere. L'Opuscolo costituisce materiale di marketing e non costituisce il prodotto di un'analisi finanziaria nell'accezione delle direttive dell'Associazione Svizzera dei Banchieri (ASB) in relazione all'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: Adobe Stock.

Finito di redigere il 22.07.2024.

