



# MONTHLY HOUSE VIEW

Luglio 2024

È tempo di votare

• Sommario

01• Editoriale	P3
È TEMPO DI VOTARE	
02• Focus	P4
QUALI PROSPETTIVE PER IL PETROLIO?	
03• Macroeconomia	P6
CONTROCORRENTE	
04• Reddito fisso	P8
CARRY TRADE: LA FINE DEL COMPIACIMENTO	
05• Azioni	P10
MERCATI DIVERGENTI	
06• Cambi	P12
L'OMBRA DELLA POLITICA	
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,

Nella storia dell'umanità, il 2024 sarà ricordato come l'anno record delle elezioni, con metà della popolazione mondiale che si recherà alle urne in 68 Paesi.

I riflettori sono in particolare puntati sulle presidenziali statunitensi di novembre, che si preannunciano ad alta tensione. L'11 luglio sarà annunciata la condanna che dovrà scontare Donald Trump, riconosciuto colpevole di 34 capi d'accusa per il caso Stormy Daniels. In teoria, rischia fino a quattro anni di reclusione. Si osserva una forte polarizzazione politica e la società americana è lacerata da profonde disuguaglianze sociali ed economiche; nel primo trimestre del 2024 il 10% della popolazione deteneva due terzi della ricchezza ed il 50% dei meno abbienti solo il 2,5%. Considerando le divisioni ideologiche, l'erosione democratica e la crescente violenza, nei loro scenari di rischio i vicini canadesi ipotizzano addirittura una potenziale guerra civile negli Stati Uniti<sup>1</sup>. Un simile evento avrebbe un impatto enorme, sebbene la probabilità sia pressoché nulla. Le azioni degli attivisti pro-indipendenza del Quebec negli anni Sessanta, lungi dall'essere una guerra civile, avevano turbato l'ordine locale per un decennio, culminando nella crisi dell'ottobre 1970, e sono ancora impresse nella memoria dei canadesi.

Lo sguardo è stato piuttosto rivolto all'altra sponda dell'Atlantico, dove non erano attesi significativi colpi di scena dalle elezioni europee. Si temeva una potenziale frammentazione e polarizzazione del Parlamento europeo, con un'avanzata degli estremismi, ma infine i conservatori (PPE, Partito Popolare Europeo) hanno conservato la maggioranza e guadagnato persino dei seggi. I verdi, i centristi ed i liberali (*Renew Europe*) hanno perso terreno, mentre l'estrema destra ha aumentato i consensi (primo partito in Francia ed Austria). Dal suo canto, l'estrema sinistra è rimasta stabile.

La sorpresa in termini di polarizzazione è giunta dove meno la si aspettava, con lo scioglimento dell'Assemblea nazionale da parte di Emmanuel Macron la sera stessa delle elezioni europee. Al termine del secondo turno in programma il 7 luglio si conoscerà l'esito delle nuove elezioni legislative. Oltre al partito presidenziale, si sono rapidamente formati due grandi schieramenti: l'estrema destra (il *Rassemblement National*, RN) e l'alleanza della sinistra moderata con quella radicale (*Nouveau Front Populaire*, NFP).

Il mercato azionario francese ed il debito nazionale hanno immediatamente risentito di questo clima di incertezza politica, dove emerge la possibilità concreta di una coabitazione tra il presidente Emmanuel Macron ed un primo ministro di un altro partito. In questo contesto di volatilità, riteniamo interessante individuare le asimmetrie dei mercati e sfruttare le potenziali opportunità. Il mercato americano prosegue imperterrita la sua corsa e continua a segnare massimi storici, sostenuto dall'azione di NVIDIA, che da inizio anno contribuisce ad oltre un terzo della performance dell'indice S&P 500. La società è ormai l'emblema della rivoluzione legata all'Intelligenza Artificiale (IA) e, con oltre 3.000 miliardi di dollari, è diventata la maggiore capitalizzazione al mondo. Mai prima d'ora si era assistito ad una simile progressione. La capitalizzazione è infatti decuplicata in quattro anni. Ora si tratta di capire chi sarà il prossimo campione. Come per General Electric nel 2000 ed Exxon nel 2007, il futuro apparterrà probabilmente all'operatore in grado di reinventare ed immagazzinare l'energia di domani. In attesa di conoscere la risposta, in questo nuovo numero vi proponiamo un approfondimento sul petrolio.

Buona lettura.

1 - [Disruptions on the Horizon 2024-report.pdf\(canada.ca\)](#)



Nicolas MOUGEOT  
Head of Investment Strategy &  
Sustainability

**A fronte di una crescita della domanda in rallentamento, la decisione dei membri dell'OPEC+ di aumentare la produzione nei prossimi 18 mesi potrebbe pesare sul prezzo del petrolio. Una notizia potenzialmente positiva per l'inflazione ed i Paesi consumatori.**



**2 MILIONI  
DI BARILI AL  
GIORNO:**  
il calo della  
produzione atteso  
dall'OPEC+

Nel 2022 la guerra in Ucraina aveva causato un rincaro del petrolio, facendo riaffiorare lo spettro di una recessione in tutto il mondo suscettibile di ridurre la domanda globale di oro nero. Nell'ottobre 2022, al fine di stabilizzare i prezzi, i membri dell'OPEC+ (Organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio) avevano concordato tagli alla produzione per 2 milioni di barili al giorno, ossia circa il 2% della domanda globale. In seguito, questi tagli sono stati estesi, conferendo stabilità ai prezzi del petrolio.

#### UN'OFFERTA ABBONDANTE

La decisione dei membri dell'OPEC+ è passata pressoché inosservata a giugno, poiché la scena è stata presa dai risultati delle elezioni europee e dagli annunci delle banche centrali. L'OPEC+, organizzazione che riunisce oltre venti Paesi produttori di petrolio, si è riunita il 2 giugno per discutere le quote introdotte per limitare la produzione dei suoi membri e sostenere, in tal modo, il prezzo del petrolio. Il nuovo accordo prolunga i tagli di 2 milioni di barili al giorno sino alla fine del terzo trimestre, ma tali restrizioni dovrebbero essere gradualmente revocate nei successivi 12 mesi. Gli Emirati Arabi Uniti (EAU) sembrano uscire vincitori dalle trattative, poiché la loro quota è stata rivista al rialzo di 300.000 barili al giorno. La produzione giornaliera di petrolio dei membri dell'OPEC+ dovrebbe quindi raggiungere poco più di 23 milioni di barili entro la fine del 2025, rispetto agli attuali 21 milioni.

I membri dell'OPEC+ non sono gli unici a considerare un aumento della produzione di petrolio entro la fine del 2025. Dal 2018 gli Stati Uniti sono il primo produttore al mondo, con una quota di mercato pari attualmente al 22%; ben lontana l'Arabia Saudita che, con una quota dell'11%, segue al secondo posto.

Di conseguenza, un ritorno al potere di Donald Trump potrebbe accrescere l'offerta di petrolio sul mercato; l'ex presidente non ha fatto mistero della sua volontà di rivedere alcune normative ambientali e consentire le trivellazioni petrolifere soprattutto nell'Artico.

#### UNA DOMANDA SOTTO PRESSIONE

Sul lato della domanda, i segnali a breve termine sono piuttosto positivi e potrebbero permettere di assorbire parte di questa offerta aggiuntiva di petrolio. La crescita economica permane robusta negli Stati Uniti e ritrova vigore in Europa e Cina. Tuttavia, prevediamo una crescita globale del 2,7% nel 2025, in flessione dello 0,2% rispetto a quest'anno, che potrebbe pesare sulla domanda di petrolio. Sul medio termine, l'Agenzia internazionale per l'energia (AIE) cita la crescente domanda di veicoli elettrici od il minore ricorso al petrolio per produrre elettricità come fattori suscettibili di pesare sulla domanda di oro nero negli anni a venire. L'AIE anticipa quindi un ulteriore declino della domanda nelle economie avanzate, che passerà da circa 46 milioni di barili al giorno nel 2023 a meno di 43 milioni nel 2030. I membri dell'OPEC+ dovranno quindi agire con cautela prima di riaprire i rubinetti, onde evitare un'eccedenza sul mercato petrolifero.

Alla luce di questi fattori, gli economisti ed i mercati finanziari sono concordi nel ritenere che, nei prossimi 18 mesi, il prezzo del petrolio diminuirà di circa il 10%, come illustrato nel grafico 1 (pagina 5).



## 60 DOLLARI:

una soglia per i Paesi del Medio Oriente?

### CHI VINCE E CHI PERDE?

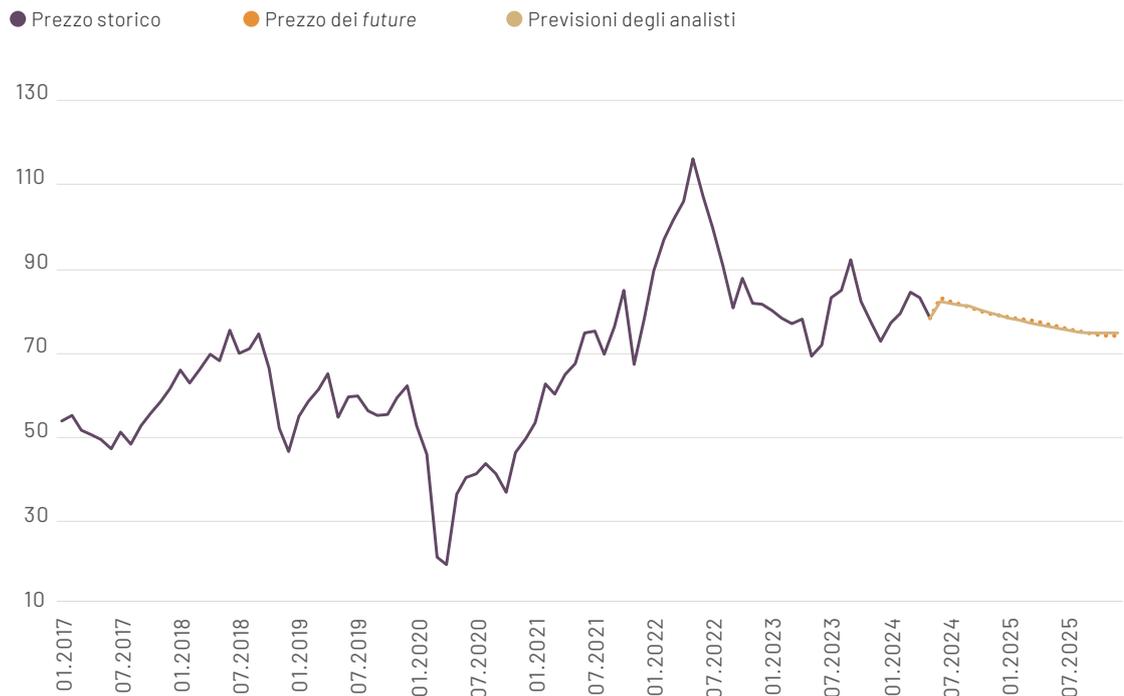
Da una prospettiva geografica, i Paesi produttori di petrolio saranno ovviamente i grandi sconfitti. L'Arabia Saudita è uno dei Paesi più dipendenti dal petrolio in ragione della sua politica fiscale; per raggiungere il pareggio di bilancio, necessita infatti di un prezzo del petrolio superiore agli 80 dollari. Altri Paesi della regione, come il Qatar, gli Emirati Arabi Uniti e l'Oman, sono in grado di far quadrare i conti con un prezzo del petrolio sotto i 60 dollari e potrebbero quindi resistere meglio a qualsiasi calo. Al contrario, i grandi beneficiari di un prezzo più basso saranno naturalmente i consumatori di petrolio come India, Cina ed Europa.

### QUALE IMPATTO AVRÀ SULLA POLITICA MONETARIA DELLE BANCHE CENTRALI?

Le banche centrali sono a buon punto nella loro battaglia contro l'inflazione. Un prezzo del petrolio in costante discesa avrebbe di fatto un effetto deflazionistico, avvicinando l'inflazione complessiva agli obiettivi delle banche centrali e consentendo a quest'ultime l'opzione di ridurre i tassi di interesse. Tuttavia, le banche centrali tendono a concentrarsi sull'inflazione "core", misura che esclude le variazioni dei prezzi di energia e generi alimentari, i quali presentano un comportamento molto ciclico: il prezzo del petrolio oscilla tra i 50 ed i 100 dollari e, sulla scia dei suoi rialzi o ribassi, si tramuta in un fattore inflazionistico o deflazionistico.

A fronte di un'offerta abbondante ed una domanda che dovrebbe crescere più lentamente, il potenziale di rialzo del barile di petrolio potrebbe quindi essere piuttosto limitato.

GRAFICO 1: PREZZO DEL GREGGIO, EFFETTIVO E PREVISTO, IN DOLLARI



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Lucas MERIC  
Investment Strategist

Lo scenario di crescita resiliente e rallentamento dell'inflazione si è concretizzato, seppure con qualche intoppo, consentendo (potenzialmente nel caso della Federal Reserve) alle banche centrali di avviare il loro ciclo di allentamento monetario. Una congiuntura favorevole per i mercati finanziari, nonostante ci siano rischi e segnali da monitorare nelle prossime settimane.

#### STATI UNITI: UN NUOVO IMPULSO

All'inizio dell'anno il principale rischio per lo scenario macroeconomico era, a nostro parere, un'inflazione più rigida. Questa minaccia si è in parte materializzata nel primo trimestre, con un'inflazione (annualizzata) del 4,5% nel periodo. Tuttavia, l'inflazione "core" per il mese di maggio, al minimo da agosto 2021, ha placato alcuni timori, portando il dato annualizzato a tre mesi al 3,3%, ovvero una cifra più allineata con le nostre aspettative di disinflazione. Una rondine non fa primavera e riteniamo che l'inflazione resti il rischio numero uno per i mercati, laddove la Federal Reserve (Fed) fosse costretta ad adottare un atteggiamento più restrittivo. Nonostante le ultime cifre abbiano rassicurato, la componente dei servizi desta ancora preoccupazioni. Nei prossimi mesi prevediamo che la disinflazione sia in parte trainata dall'immobiliare residenziale, per quanto tale componente risulti al momento stagnante. Inoltre, le aspettative inflazionistiche sono in ripresa da inizio aprile e, sebbene questo rimbalzo sia parzialmente riconducibile alla rigidità dell'inflazione nel primo trimestre come pure al rincaro del gas naturale, occorre seguire da vicino questo sviluppo. Tali aspettative sono infatti un fattore cruciale per le dinamiche salariali.

Nelle scorse settimane i dati macroeconomici più contrastanti, sulla scia di un PIL deludente per il primo trimestre, avevano ravvivato i timori di recessione. Benché i suddetti dati si siano in seguito stabilizzati, soprattutto nel settore dei servizi e riguardo ai posti di lavoro creati, nell'economia americana sembrano emergere alcuni segni di debolezza. Innanzitutto, le indagini sulla fiducia dei consumatori sono peggiorate nelle ultime settimane, a causa di un'inflazione ostinata all'inizio dell'anno e minori certezze sulla solidità dell'occupazione.

Questo indebolimento del mercato del lavoro trova riscontro nel tasso di disoccupazione, salito gradualmente al 4%, il livello più alto dal febbraio 2022. Anche le richieste di lavoro sono in aumento, sebbene, come il tasso di disoccupazione, restino a livelli storicamente contenuti, e gli annunci di licenziamenti, che tendono a precedere di circa un trimestre le richieste di lavoro, rallentano.

Infine, crescono anche i ritardi nei pagamenti con carte di credito, a riprova di mutuatari a basso reddito in difficoltà. Nel complesso, tuttavia, le carte di credito non sono al momento un *driver* importante dei consumi e rappresentano una quota ridotta del reddito disponibile rispetto ai valori storici, sullo sfondo di un indebitamento delle famiglie drasticamente diminuito dalla crisi finanziaria del 2008.

#### AREA EURO: UN MODERATO OTTIMISMO

Le nostre attese di una ripresa della crescita nell'Area Euro si basano in gran parte sul miglioramento dei consumi nel corso dell'anno. Il dato molto positivo del PIL per il primo trimestre ha indotto investitori ed economisti ad assumere una visione indubbiamente più ottimistica sull'economia del Vecchio Continente. Tuttavia, il contributo dell'economia interna è ancora negativo e la sorpresa al rialzo è ascrivibile principalmente all'effetto favorevole del commercio estero. Sebbene il miglioramento del commercio internazionale sia legato soprattutto al vigore dell'economia americana ed il turismo possa continuare a sostenere tale dinamica, non ci aspettiamo che nei prossimi trimestri il commercio estero traini la crescita in maniera altrettanto incisiva. Infatti, le tensioni geopolitiche latenti e lo spettro di misure protezionistiche con la Cina e gli Stati Uniti sono ancora rischi concreti.



STATI UNITI:  
inflazione core  
AL MINIMO  
DAL 2021



Di conseguenza, l'impulso alla crescita dovrà provenire dall'economia interna ed in particolare dalle famiglie, che beneficiano oggi di stipendi reali in ascesa e consistenti risparmi. Tuttavia, la fiducia dei consumatori resta sottotono e le intenzioni di risparmio sono ancora elevate, soprattutto in Germania. Inoltre, l'incertezza politica in Francia, dove i partiti populistici emergono come unica alternativa al governo centrista del passato, potrebbe ulteriormente deprimere la fiducia di famiglie ed imprese. Questi sviluppi sono però limitati principalmente alla Francia, dove incombe in particolare un rischio fiscale legato ai dubbi sulla traiettoria del debito, con la Commissione europea che oltretutto reintrodurrà dal prossimo anno le regole sul *deficit*.

Infine, a maggio l'inflazione dell'Area Euro si è rivelata superiore alle attese, sospinta da una componente dei servizi più rigida del previsto, passata dal 3,7% su base annua di aprile al 4,1% di maggio. Al contempo, nel primo trimestre sono risaliti anche gli stipendi, con i costi salariali unitari in aumento del 5,1% (su base annua) nel periodo. Tale rigidità potrebbe persistere nei prossimi mesi, per poi recedere verosimilmente a partire dal 2025, con alcuni indicatori prospettici (*Indeed Wage Tracker*) che segnalano un ulteriore rallentamento degli stipendi.

Parallelamente, la componente dei beni di consumo, al momento inferiore all'1%, ha dato un importante contributo alla disinflazione nel 2023. Tuttavia, permangono pressioni sulla catena logistica globale, come dimostra l'ascesa dei noli dal dicembre 2023. Questa situazione persiste e potrebbe in futuro rappresentare un rischio rialzista per l'inflazione dei beni, sebbene siamo ancora lontani dalle tensioni osservate nel 2021, quando la solida domanda, le limitate capacità di trasporto e gli elevati prezzi energetici avevano fatto lievitare il costo dei beni a livello globale.

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%
Giappone	1,1%	1,5%	2,0%	1,5%
India	6,0%	6,0%	5,9%	6,0%
Brasile	1,3%	2,0%	4,0%	3,5%
<b>Mondo</b>	2,9%	2,7%	-	-

Fonte: Indosuez Wealth Management.

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

Nell'arco di pochi giorni, le posizioni di carry sono state liquidate sulla scia dei risultati elettorali. Nel 2024 si terranno un numero record di elezioni, che accresceranno il rischio di volatilità sui mercati. Dopo il Messico e l'India, l'inatteso scioglimento del Parlamento francese ha intaccato la fiducia nei confronti dell'intera Area Euro.

### TASSI: IL RITORNO DEL RISCHIO SOVRANO?

Il tasso tedesco a 2 anni si attesta al 2,85%, riflettendo più che in passato l'approccio monetario restrittivo dell'Area Euro, la cui divergenza con gli Stati Uniti è stata di breve durata.

La Banca Centrale Europea (BCE) ha avviato un ciclo di allentamento monetario, alla luce di proiezioni economiche che indicavano un'inflazione in linea con l'obiettivo il prossimo anno, un rallentamento dell'inflazione salariale nei trimestri a venire ed un petrolio stabile. Cosa succederà nel resto dell'anno? Due o tre ulteriori tagli dei tassi, a seconda dell'andamento dell'economia e di fattori esogeni.

La BCE ha ristabilito un certo grado di opzionalità sul mercato dei tassi e cerca di ripristinare l'incertezza affinché le forze di mercato possano formare i prezzi lungo la curva.

Nei giorni successivi al taglio dei tassi della BCE ed all'aumento dell'instabilità politica, i mercati hanno rivalutato il rischio fiscale, con un conseguente irripidimento delle curve europee. Questo rafforza la nostra posizione prudente sul lungo termine, vulnerabile inoltre a fattori esterni come la Fed o la fine della politica di acquisto di titoli attuata dalla Banca del Giappone.

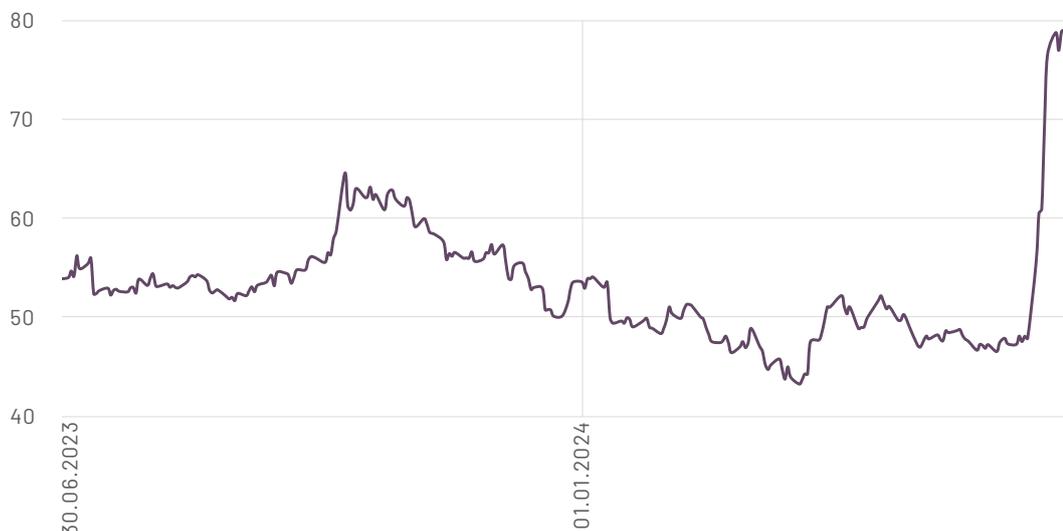
Da diversi mesi privilegiamo i tassi a 2 anni. È giunto però il momento di allungare la duration e privilegiare il segmento a 5 anni che, da inizio 2023, è più conveniente rispetto agli omologhi a 2 e 10 anni. Nel nuovo ciclo monetario, tale segmento dovrebbe sovraperformare.

Al momento della redazione, il rischio sovrano francese ricorda agli investitori la crisi europea del 2011-2012. Lo scioglimento dell'Assemblea nazionale ha sollevato timori sul percorso fiscale e sull'indebitamento del Paese.



Traiettorie del  
DISAVANZO  
PUBBLICO SOTTO  
LO SGUARDO  
VIGILE  
dei mercati

GRAFICO 2: SPREAD FRANCIA-GERMANIA A 10 ANNI, IN PB



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Mentre il declassamento di S&P non ha avuto alcun impatto sullo *spread* Francia-Germania, il differenziale si è ampliato in pochi giorni dello 0,32%, ossia 2/3 del valore iniziale, sulla scia delle nuove elezioni (grafico 2, pagina 8).

La metà dei titoli di Stato francesi (*obligations assimilables du Trésor*, OAT) è detenuta da investitori stranieri (banche centrali, fondi pensione, ecc.) (grafico 3). La ridotta esposizione degli operatori nazionali (ad esempio, meno del 10% degli attivi degli assicuratori, la più bassa di sempre) offre margini di acquisto per finanziare i bisogni già identificati.

A livello tecnico, grazie al loro status ed alla loro liquidità, gli OAT svolgono un ruolo cruciale nel mercato europeo dei *repo*<sup>2</sup>, consentendo agli operatori di finanziarsi a breve termine e gestire la liquidità ed il rischio. Un crollo di questo segmento, vitale per la fluidità del mercato del reddito fisso, comporterebbe una reazione immediata della BCE per riprendere in mano la situazione. Di conseguenza, un ampliamento fuori controllo del rendimento francese rispetto a quello tedesco attiverà lo strumento anti-frammentazione della BCE, di cui non sono stati rivelati i dettagli e le modalità di azione. Sicuramente una fase acuta di volatilità sarebbe una ragione sufficiente.

Negli Stati Uniti la pubblicazione delle ultime previsioni sui tassi ufficiali da parte dei governatori della Fed alla riunione del 12 giugno ha confermato le attese di un tasso obiettivo lievemente superiore a quello di marzo (2,8% rispetto al 2,6%).

I tagli dei tassi sono stati posticipati, con un livello di approdo invariato alla fine del 2026.

### MERCATI DEL CREDITO

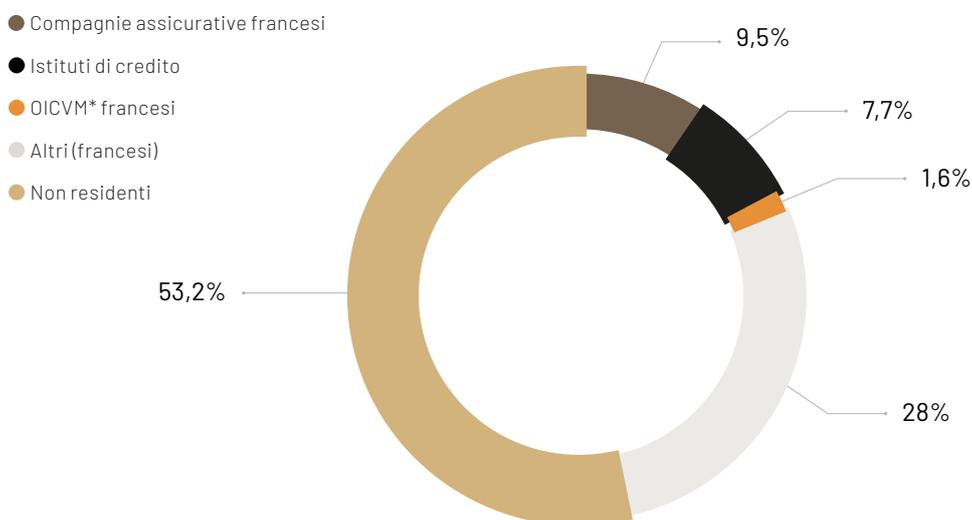
Per il momento, la fine del *carry trade* descritta nell'introduzione non ha inciso sul mercato *investment grade* americano, che conserva un tasso complessivo sufficientemente interessante per gli investitori.

Nell'Area Euro l'ascesa del rischio politico provoca episodi di volatilità. Nella settimana del 10 giugno il settore bancario ha sottoperformato. Le società francesi sono oggetto di una certa diffidenza, anche se dall'11 giugno Électricité de France (EDF) è riuscita a collocare 3 miliardi su tre diverse scadenze, fino al 2044.

Guardando alle prossime settimane, l'equilibrio del mercato europeo dipenderà dalla capacità degli investitori di resistere al contesto volatile. Nel segmento del debito bancario altamente subordinato iniziano già ad emergere opportunità. Sul mercato *high yield*, il calo dei tassi compensa i più elevati premi per il rischio. Un'esagerazione dei mercati rappresenterà un punto di ingresso.

Sul mercato asiatico, la domanda interna si conferma molto solida, in virtù di un interessante rendimento complessivo. I nostri gestori mantengono stabile la loro allocazione regionale.

GRAFICO 3: DETENZIONE DI DEBITO FRANCESE, IN %



\*OICVM: Organismo di investimento collettivo in valori mobiliari.

Fonti: Banque de France, Indosuez Wealth Management.

2 - Repo: vendita di titoli con l'impegno a riacquistarli in un secondo momento.

Laura CORRIERAS  
Equity Portfolio ManagerCon la collaborazione  
del team del Azioni

L'ascesa della volatilità, soprattutto in Europa dopo le elezioni, ha dirottato i flussi degli investitori verso gli Stati Uniti, l'unico mercato a chiudere lo scorso mese in territorio positivo. Gli indici NASDAQ 100 e S&P 500 hanno ancora una volta toccato massimi storici, sostenuti dalle stelle della tecnologia come NVIDIA, che ha pubblicato risultati giudicati straordinari da Wall Street.

### EUROPA

I mercati finanziari odiano l'incertezza. Annunciando lo scioglimento dell'Assemblea nazionale, sulla scia dei risultati delle elezioni europee, il presidente francese Emmanuel Macron ha scosso l'Europa.

Tuttavia, il quadro per le azioni europee appare piuttosto favorevole, con un miglioramento degli indicatori prospettici di crescita, un primo taglio dei tassi da parte della BCE e revisioni degli utili per azione di nuovo orientate al rialzo, sia per il 2024 che per il 2025. L'annuncio di nuove elezioni legislative in Francia ha fatto però crollare il CAC 40 di oltre il 7% nell'arco di una sola settimana, azzerando di fatto i guadagni conseguiti nell'anno. Le piccole e medie imprese francesi hanno ceduto circa il 9%, a causa della maggiore esposizione dei loro ricavi al mercato interno.

Non sorprende che tra i settori più colpiti ci sia quello bancario, per sua natura più sensibile al rischio politico e più vulnerabile ad un incremento del premio per il rischio sulle obbligazioni francesi.

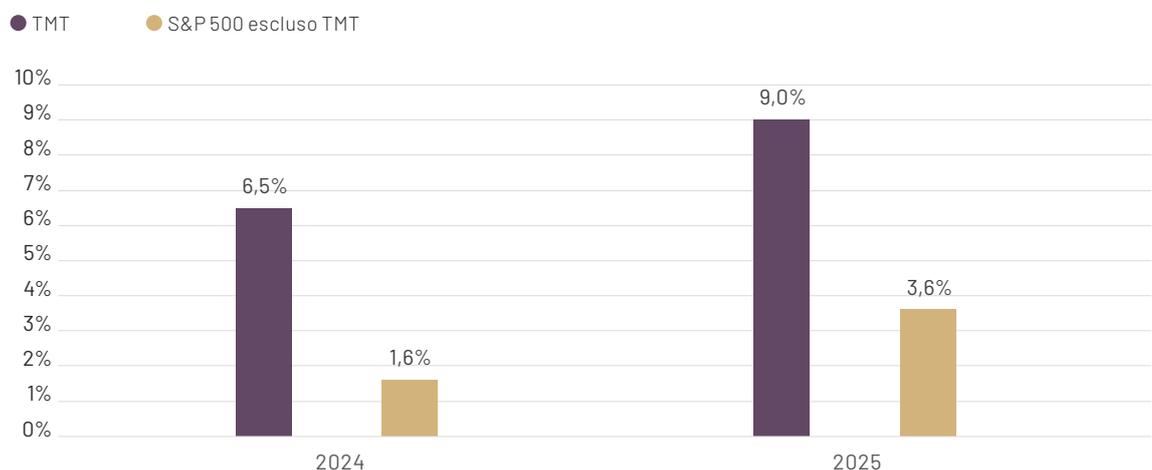
Anche l'edilizia, la cui esposizione alla Francia è la più elevata tra i settori dello STOXX 600 (15%), è fortemente dipendente dalle decisioni politiche (nazionalizzazioni, cambiamenti nelle politiche ambientali, ecc.). Si apre quindi una fase di incertezza politica in Francia ed il 7 luglio, quando saranno svelati i risultati definitivi, sarà necessario monitorare l'impatto sull'intero blocco europeo.

### STATI UNITI

I temi legati all'Intelligenza Artificiale (IA) continuano a sostenere la sfera economica e quella finanziaria. La recente stagione degli utili per il primo trimestre ha confermato lo slancio di questo nuovo paradigma: il fatturato delle imprese aumenta e le loro prospettive migliorano. Si sta delineando un nuovo super-ciclo di investimenti, simile alla rivoluzione di Internet negli anni 2000.

Le società dell'indice S&P 500 escluso il settore TMT (Tecnologia, Media e Telecomunicazioni) prevedono di accrescere il prossimo anno gli investimenti in media del 3,6%.

GRAFICO 4: INVESTIMENTI STIMATI, IN %



Fonti: Goldman Sachs, Indosuez Wealth Management.



NVIDIA, la società a maggiore capitalizzazione al mondo, SUPERA IL CAC 40

Nel segmento TMT, gli investimenti attesi sono in aumento del +9% nel 2025 (grafico 4, pagina 10). Il segmento TMT è indubbiamente trainato dalle grandi società tecnologiche, ma questo nuovo ecosistema favorisce in modo più ampio altri attori e sostiene l'intera economia.

Questa dinamica è perfettamente illustrata dai nuovi massimi degli indici americani, come pure da un altro record simbolico: la società di semiconduttori NVIDIA è diventata per la prima volta l'azienda con la più alta capitalizzazione al mondo.

Il produttore di chip grafici ha così superato Microsoft ed Apple nella classifica mondiale delle più grandi società quotate in Borsa (grafico 5). Dal lancio di ChatGPT nel novembre 2022, la capitalizzazione borsistica di NVIDIA è aumentata di otto volte e si attesta ora a 3,34 miliardi di dollari (al 19.06.2024), superando quella del CAC 40 (indice che riunisce le 40 maggiori società francesi).

#### ASIA

Il governo cinese ha annunciato nuove misure di sostegno per il mercato immobiliare, la sostenibilità e la *platform economy* in generale. La terza sessione plenaria, che si terrà a luglio, sarà un importante evento politico. Le speranze di ulteriori riforme economiche e misure a sostegno del settore immobiliare potrebbero accrescere l'interesse degli investitori per la regione, soprattutto se i dati macroeconomici dovessero continuare a risalire.

Altrove in Asia, le azioni indiane sono state oggetto di un'intensa volatilità durante il periodo elettorale, ma hanno in seguito iniziato a riprendersi. Nel breve periodo, i mercati potrebbero rivedere alcune prospettive politiche di fondo, ma la crescita dei fondamentali nazionali ed il programma di riforme a lungo termine dovrebbero restare intatti.

I fondamentali di molte società asiatiche si confermano nel complesso appetibili, alla luce soprattutto delle loro basse valutazioni rispetto all'indice MSCI World. I segmenti tecnologici di Taiwan (*IA/cloud/server*) e Corea (*High Bandwidth Memory (HBM)*, memoria ad elevata ampiezza di banda), come pure i beni di consumo discrezionali in Cina, si prefigurano come interessanti proposte di valore.

#### STILI D'INVESTIMENTO

La sovraperformance dei titoli *Growth* negli Stati Uniti ha subito un'ulteriore accelerazione, sostenuta da utili in ascesa, dal calo dei tassi di interesse e dalla più intensa volatilità in Europa. Anche i titoli *Quality* sono stati ampiamente ricercati a fronte dell'incertezza politica in Francia e fungono da copertura difensiva in caso di escalation geopolitica ed incremento della volatilità sui mercati. Infine, il recente rimbalzo dello stile *Value* non ha retto alle attuali turbolenze nell'Area Euro, nonostante la migliore dinamica dell'economia europea associata ad uno sconto storico rispetto agli Stati Uniti, che favoriva un recupero delle performance sul mercato del Vecchio Continente. L'incertezza ha preso il sopravvento, a vantaggio dei mercati americani.

GRAFICO 5: ANDAMENTO DELLE CAPITALIZZAZIONI BORSISTICHE, IN MILIARDI DI DOLLARI



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Lucas MERIC  
Investment Strategist

A giugno il rischio politico è tornato in auge in Europa, sostenendo le valute rifugio, in particolare il franco svizzero a scapito dell'euro, che tuttavia si è confermato resiliente. In un contesto di mercato segnato da molteplici rischi, il dollaro resta un asset di rifugio.

#### EURO: NERVOSISMO POLITICO

Le elezioni europee di metà giugno ed il successivo scioglimento dell'Assemblea nazionale da parte del presidente francese Emmanuel Macron hanno segnato il ritorno dell'incertezza politica in Francia. Da una prospettiva storica, l'avanzata dei partiti populistici pesa sull'euro, come avvenuto durante le elezioni italiane del 2018 e quelle francesi del 2022. L'annuncio delle legislative in Francia non ha fatto eccezione ma, considerando il balzo dello *spread* OAT-Bund, ad un massimo dalle elezioni francesi del 2017 (grafico 6, pagina 13), il movimento è stato limitato. Infatti, il principale rischio di questa tornata elettorale è prevalentemente legato alla traiettoria fiscale e non più alla possibile uscita della Francia dall'euro. Questa idea è gradualmente scomparsa dai programmi dei partiti più populistici della scena politica francese. Al contempo, nonostante la sorpresa rialzista di maggio, il quadro inflazionistico appare più sereno rispetto agli Stati Uniti e ha permesso alla BCE di procedere al primo taglio dei tassi a giugno, un evento che dovrebbe anch'esso continuare a penalizzare l'euro.

#### DOLLARO USA: IL MEGLIO DEI DUE MONDI

Al contrario, il dollaro si è apprezzato dell'1,2% dalla nostra ultima pubblicazione, trainato da una Fed più *hawkish*, un caso sempre più isolato in un momento in cui le banche centrali dei Paesi sviluppati si affrettano a tagliare i tassi e si osserva una certa avversione al rischio europeo dei mercati. Il biglietto verde mantiene inoltre il suo vantaggio in termini di tassi di rendimento. Continuiamo a considerare il dollaro come un utile asset di copertura nei portafogli, in grado di offrire protezione contro i principali rischi del nostro scenario. Tra tali rischi, quello di una maggiore rigidità dell'inflazione americana, che indurrebbe la Fed a ritardare l'inizio del suo ciclo ribassista, ci sembra lo scenario alternativo più credibile, malgrado il dato molto rassicurante di maggio.

Il dollaro potrebbe inoltre beneficiare del suo status di valuta rifugio in caso di rallentamento più marcato dell'economia statunitense, che implicherebbe una maggiore avversione al rischio da parte degli investitori, ma anche in un contesto di rischio geo(politico) latente, soprattutto con l'avvicinarsi delle elezioni americane, che potrebbero portare alla ribalta il tema dei dazi sulle importazioni.

#### FRANCO SVIZZERO: UN RITORNO IN AUGE

Dopo la brusca flessione da inizio anno, sullo sfondo di un'inflazione in forte calo ed una Banca Nazionale Svizzera (BNS) che è stata la prima nel mondo sviluppato a tagliare i tassi a marzo, il franco si è notevolmente ripreso. Un rimbalzo che ha in particolare fatto seguito ai commenti del presidente della BNS a fine maggio, nei quali suggeriva un possibile sostegno alla valuta per contrastare l'inflazione importata. Anche l'incertezza politica nell'Area Euro e la chiusura delle posizioni di *carry* hanno indirizzato i flussi degli investitori verso il franco svizzero, considerato una valuta rifugio. Nelle prossime settimane il franco svizzero potrebbe continuare ad essere favorito dal clima politico deteriorato in Europa, ma la ridotta inflazione, rispetto alle altre grandi economie, ed un ciclo di tagli dei tassi saldamente in atto dovrebbero pesare sulla valuta.



Dollaro USA:  
una protezione dai  
**PRINCIPALI**  
**RISCHI**  
del nostro scenario



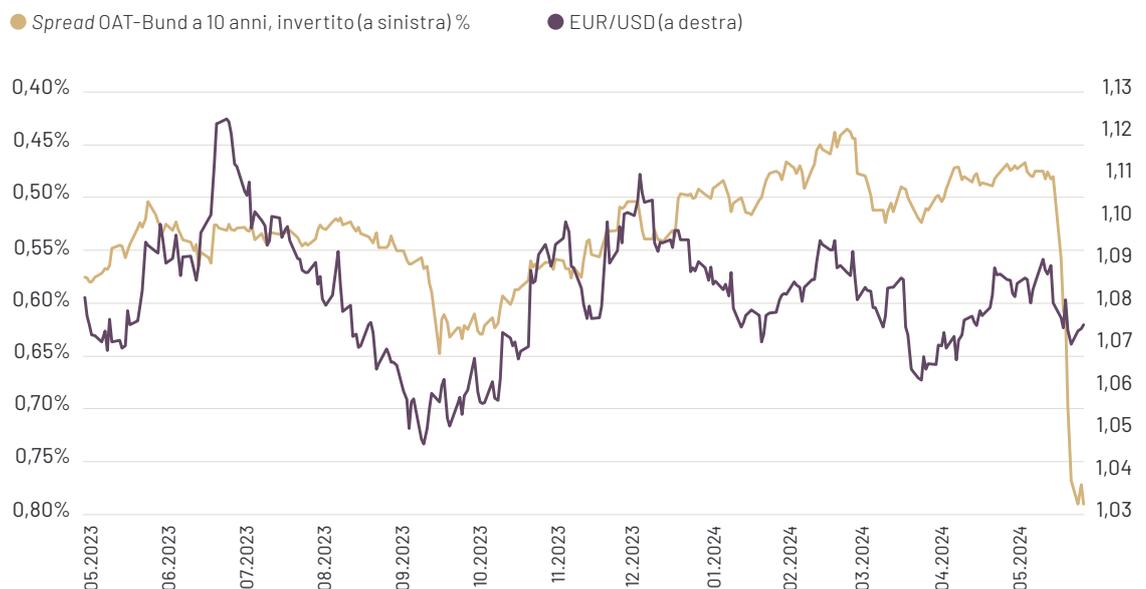
## YEN GIAPPONESE: TUTTO RUOTA ATTORNO AI FONDAMENTALI

Lo yen continua a perdere terreno rispetto al dollaro, avvicinandosi al livello di 158,24 raggiunto ad aprile, quando era intervenuta la Banca del Giappone. In occasione dell'ultima riunione di politica monetaria, tenutasi a metà giugno, la Banca del Giappone ha deluso gli investitori rinviando l'inizio dell'inasprimento quantitativo (QT) a luglio e non offrendo particolari indicazioni su un possibile rialzo dei tassi alla prossima riunione. Tuttavia, il governatore Kazuo Ueda non ha escluso un aumento dei tassi e l'avvio simultaneo del QT a luglio. Questo processo di normalizzazione appare lento, ma è in parte giustificato da fondamentali ancora contrastanti, con i negoziati salariali record che non si sono tradotti in un miglioramento della dinamica dei consumi nel primo trimestre. Sul breve termine, i tassi ancora elevati negli Stati Uniti dovrebbero penalizzare ulteriormente lo yen, per il quale manteniamo una visione neutrale.

## ORO: IN CERCA DI ACQUIRENTI

Anche l'oro è diminuito dal massimo di 2.425 toccato a metà maggio; la combinazione di prese di profitto operate da alcuni investitori, le minori tensioni geopolitiche in Medio Oriente ed i migliori dati economici negli Stati Uniti hanno indotto i mercati ad assumere un giudizio più restrittivo sulle aspettative dei tassi della Fed. Inoltre, a maggio la Banca Popolare Cinese ha mantenuto invariate, per la prima volta dalla fine del 2022, le proprie riserve auree, un altro fattore di rilievo che potrebbe incidere nei prossimi mesi. Gli acquisti di oro sono in rallentamento da metà marzo e, se dovesse proseguire, tale dinamica potrebbe pesare sul *sentiment* degli investitori nei confronti del metallo giallo. In questo contesto, optiamo per una visione relativamente neutrale sull'oro, con un obiettivo compreso tra 2.200 e 2.400.

GRAFICO 6: REAZIONE PIUTTOSTO LIMITATA DELL'EURO ALLE ELEZIONI EUROPEE



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Grégory STEINER  
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE  
Portfolio Manager

### SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** Le nostre stime di crescita per le economie avanzate nel 2024 restano invariate al +2,5% per gli Stati Uniti e +0,7% per l'Area Euro. Sull'altra sponda dell'Atlantico, alcuni dati indicano un graduale rallentamento dei consumi; questi ultimi dovrebbero però continuare ad essere sostenuti dalle famiglie americane, che beneficiano di un aumento reale del potere d'acquisto e positivi effetti sulla ricchezza. La dinamica macroeconomica dell'Area Euro sembra seguire una traiettoria ascendente, anch'essa riconducibile ad un miglioramento del potere d'acquisto dei consumatori europei come pure alla ripresa in atto del ciclo manifatturiero. Sul breve termine, l'incertezza politica potrebbe influire sul morale delle imprese e sul *sentiment* dei consumatori, frenando il rimbalzo dell'attività, anche se, a nostro parere, tale rischio è geograficamente limitato all'economia francese. Infine, a livello globale, confermiamo il nostro scenario di una crescita trainata dai Paesi emergenti, in particolare dall'Asia.
- **Inflazione:** continuiamo a ritenere che il processo di disinflazione sia ben avviato nelle economie avanzate. Tuttavia, sono ancora presenti dei rischi sia nel settore dei servizi, dove persistono pressioni inflazionistiche nei segmenti ad alta intensità di manodopera, sia in quello manifatturiero, dove i segnali di rinnovate tensioni nelle *supply chain* invitano alla cautela.
- **Banche centrali:** abbiamo lievemente rivisto le nostre previsioni sui tagli dei tassi per il 2024 e puntiamo ora a due riduzioni nel resto dell'anno da parte di Fed e BCE. Per contro, manteniamo le nostre ipotesi di tassi obiettivo al 4% e 2,5% (+/- 0,25%) entro la fine del 2025 rispettivamente per Stati Uniti ed Area Euro.
- **Utili aziendali:** prosegue la positiva dinamica delle revisioni degli utili, soprattutto negli Stati Uniti e nell'intero settore tecnologico. Si conferma la svolta del *sentiment* nell'Area Euro, con revisioni parimenti orientate al rialzo nel segmento delle piccole e medie capitalizzazioni europee.

- **Contesto di rischio:** un'inflazione più persistente sul medio termine, con un conseguente tasso obiettivo della Fed più elevato, rappresenta il principale rischio di mercato. Monitoriamo inoltre i rischi legati all'evoluzione dei conflitti geopolitici, alla sostenibilità dei debiti pubblici ed alle future elezioni negli Stati Uniti. In questo quadro, la bassa volatilità azionaria permette di proteggere i portafogli a costi contenuti.

### CONVINZIONI DI ALLOCAZIONE

#### Azioni

- Continuiamo a ritenere che il contesto macroeconomico resti strategicamente favorevole agli attivi rischiosi, una visione che sembra essere confermata, in un'ottica fondamentale, dagli elevati livelli di crescita degli utili attesi per il 2024 ed il 2025. Tuttavia, il vigore dell'economia americana sembra ora adeguatamente scontato dai mercati. Unitamente alla presenza di numerosi fattori di rischio, sia politici che geopolitici, ed una stagione estiva generalmente sfavorevole, preferiamo mantenere un sovrappeso limitato ed attendere una flessione occasionale del mercato prima di riposizionarci.
- Le nostre preferenze geografiche rimangono invariate: continuiamo a privilegiare le grandi capitalizzazioni statunitensi e le azioni emergenti a scapito di quelle europee. Nell'Area Euro l'incertezza politica sul futuro del Parlamento francese solleva un rischio per molteplici settori specifici e titoli correttamente identificati. Pertanto, se questo fenomeno dovesse generare un rinnovato nervosismo sul mercato e ritardare il ritorno dei flussi degli investitori esteri, potrebbero emergere interessanti opportunità a breve termine per reimpiegare le liquidità disponibili, in particolare nelle *small* e *mid cap* europee.



### L'INCERTEZZA POLITICA

frena la ripresa dell'Area Euro?



## Obbligazioni

- Dopo aver aumentato tatticamente la sensibilità ai tassi dei fondi diversificati lo scorso mese, le nostre allocazioni restano sostanzialmente invariate. Continuiamo a ritenere che i segmenti più brevi sulla curva dei tassi dei titoli di Stato offrano il valore più elevato. Oltre a presentare un rendimento superiore, queste scadenze sono meno volatili, mentre quelle più lunghe sono vulnerabili ad una ricostituzione del premio a termine. Questo rischio è ancora più pronunciato nell'Area Euro, dove la minaccia di uno scostamento dall'obiettivo di bilancio sembra diffondersi nel mercato sulla scia dell'incertezza politica in Francia, come dimostra il recente ampliamento dello spread Francia-Germania.
- Manteniamo la visione costruttiva sul debito societario *investment grade* a breve scadenza come pure sul debito subordinato, segmenti che offrono un interessante rendimento aggiuntivo rispetto al rischio assunto. Il segmento di migliore qualità nell'universo *high yield* può contribuire ad incrementare in modo significativo il rendimento delle componenti obbligazionarie, anche se occorre essere selettivi. Al contrario, preferiamo evitare il segmento più rischioso.

## Cambi

- Conserviamo la nostra visione costruttiva a breve termine sul dollaro. Oltre a beneficiare di un positivo differenziale dei tassi rispetto a tutte le valute del G10, continuiamo a considerare il biglietto verde come una delle migliori coperture contro i principali rischi del nostro scenario (rigidità dell'inflazione negli Stati Uniti, acuirsi delle tensioni geopolitiche, aumento dell'incertezza politica nell'Area Euro).
- Nel numero precedente di [Monthly House View](#), avevamo evocato una visione più cauta sull'oro nel breve periodo, dati i minori acquisti da parte delle banche centrali dei Paesi emergenti (in particolare quella cinese) ed un posizionamento aggressivo di alcuni *hedge fund*. In un contesto generalmente invariato, ribadiamo il nostro invito alla prudenza.

## CONVINZIONI CHIAVE

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.



DATI AGGIORNATI AL 20 GIUGNO 2024

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	4,26%	-21,73	38,03
Francia 10A	3,20%	13,40	64,10
Germania 10A	2,43%	-16,40	41,00
Spagna 10A	3,30%	-5,60	31,40
Svizzera 10A	0,68%	-15,50	-2,30
Giappone 10A	0,95%	-4,90	34,00

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	35,67	-1,73%	-2,86%
Titoli di Stato in EUR	202,55	0,55%	-0,78%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	220,64	0,29%	1,99%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	342,08	0,87%	2,13%
Titoli di Stato USA	309,21	1,20%	0,38%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	44,45	0,75%	0,73%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9540	-3,53%	2,70%
GBP/USD	1,2657	-0,33%	-0,58%
USD/CHF	0,8914	-2,50%	5,94%
EUR/USD	1,0702	-1,04%	-3,05%
USD/JPY	158,93	1,27%	12,68%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	13,28	0,51	0,83

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	5.473,17	3,90%	14,75%
FTSE 100 (Regno Unito)	8.272,46	-0,80%	6,97%
STOXX Europe 600	518,91	-0,51%	8,33%
Topix	2.725,54	-1,06%	15,18%
MSCI World	3.519,68	2,13%	11,06%
Shanghai SE Composite	3.503,28	-3,80%	2,10%
MSCI Emerging Markets	1.095,76	0,40%	7,03%
MSCI Latam (America Latina)	2.184,22	-9,74%	-17,97%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	199,84	-0,78%	-0,46%
MSCI Asia Ex Japan	705,24	1,07%	9,93%
CAC 40 (Francia)	7.671,34	-5,32%	1,70%
DAX (Germania)	18.254,18	-2,34%	8,97%
MIB (Italia)	33.675,15	-2,30%	10,95%
IBEX (Spagna)	11.160,5	-1,33%	10,48%
SMI (Svizzera)	12.128,16	1,35%	8,89%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.475,00	-3,42%	-13,99%
Oro (USD/Oncia)	2.360,09	1,32%	14,40%
Greggio WTI (USD/Barile)	82,17	6,89%	14,68%
Argento (USD/Oncia)	30,82	1,77%	27,96%
Rame (USD/Tm)	9.858,00	-5,37%	15,18%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	2,74	3,16%	9,03%

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

	MARZO 2024	APRILE 2024	MAGGIO 2024	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (20 GIUGNO 2024)
MIGLIORI	4,23%	10,98%	16,41%	3,90%	15,18%
+	3,85%	4,24%	10,44%	2,13%	14,75%
	3,47%	4,14%	8,89%	1,07%	11,06%
	3,10%	3,22%	8,76%	0,40%	9,93%
	3,01%	2,73%	8,75%	-0,51%	8,33%
	2,32%	2,10%	7,84%	-0,78%	7,03%
	2,18%	-1,57%	6,61%	-0,80%	6,97%
	0,61%	-1,91%	6,14%	-1,06%	2,10%
	0,56%	-1,95%	0,32%	-3,80%	-0,46%
PEGGIORI	-0,55%	-9,89%	-9,12%	-9,74%	-17,97%

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/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 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<sup>er</sup> - 98000 Monaco, iscritta nel Registro di commercio e dell'industria del Principato di Monaco con il numero 56S00341, certificazione: EC/2012-08;
- in **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 1<sup>st</sup> Street - Nayel & Bin Harmal Tower, 5<sup>th</sup> Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Emirati Arabi Uniti. CA Indosuez (Switzerland) SA opera negli Emirati Arabi Uniti (EAU) tramite il suo ufficio di rappresentanza, sottoposto all'autorità di vigilanza della banca centrale degli EAU. Ai sensi delle norme e dei regolamenti applicabili negli EAU, l'ufficio di rappresentanza di CA Indosuez (Switzerland) SA non può espletare alcuna attività bancaria. L'ufficio di rappresentanza può unicamente commercializzare e promuovere le attività ed i prodotti di CA Indosuez (Switzerland) SA. L'Opuscolo non costituisce un'offerta rivolta a un particolare soggetto o al pubblico generale, né un invito a presentare un'offerta. Esso è distribuito su base privata e non è stato rivisto o approvato dalla banca centrale degli EAU né da altre autorità di regolamentazione degli Emirati Arabi Uniti;
- **altri paesi**: la distribuzione della presente pubblicazione potrebbe inoltre essere limitata da leggi e regolamenti in vigore in altri paesi. I soggetti in possesso della presente pubblicazione devono informarsi sulle eventuali restrizioni legali e rispettarle.

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

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

Crediti fotografici: Adobe Stock.

Finito di redigere il 20.06.2024.



