

# GLOBAL OUTLOOK 2024



**ALLA RICERCA  
DI UN NUOVO REGIME  
INFLAZIONISTICO**

- **Alla ricerca di un nuovo regime inflazionistico**

Global Outlook 2024

- **Sommario**

01•	<b>Editoriale</b> ALLA RICERCA DI UN NUOVO REGIME INFLAZIONISTICO	4
02•	<b>Messaggi chiave</b>	6
03•	<b>Focus</b> L'INVESTITORE A LUNGO TERMINE E L'INFLAZIONE	10
	<b>Reddito fisso</b> 2024: QUESTA VOLTA LE OBBLIGAZIONI FANNO DAVVERO SUL SERIO	11 14
	<b>Azioni</b> NUOVE OPPORTUNITÀ ALL'ORIZZONTE	17
	<b>Cambi</b> GLI AVVERSARI DEL DOLLARO AFFILANO LE ARMI	20
	<b>Finanza sostenibile</b> GREENFLATION ED OPPORTUNITÀ	22
	<b>Private Markets</b> UN NUOVO CICLO ALLE PORTE?	25
04•	<b>Macroeconomia</b> VERSO UN RITROVATO EQUILIBRIO	28
05•	<b>Asset Allocation</b> ALLOCAZIONE NEL 2024: NAVIGARE IN ACQUE PIÙ CALME	32
06•	<b>Presenza internazionale</b>	36
07•	<b>Glossario</b>	38
	<b>Dichiarazione di esclusione di responsabilità</b>	40



# 01 | Editoriale



Alexandre DRABOWICZ  
Chief Investment Officer

## ALLA RICERCA DI UN NUOVO REGIME INFLAZIONISTICO

Caro Lettore,

Il 2022 è stato segnato da sconvolgimenti a causa dell'inflazione e dei tassi di interesse delle banche centrali, mentre il 2023 è stato l'anno dello shock obbligazionario, con l'economia americana che ha però esibito un'inattesa tenuta. Dopo che la Federal Reserve (Fed) ha attuato la stretta più rapida degli ultimi quattro decenni, una recessione negli Stati Uniti sembrava inevitabile. La previsione del PIL statunitense per il 2023 si è attestata allo 0,3% a gennaio e probabilmente si concluderà al 2,3% per l'anno in corso. Nel complesso non abbiamo mai ceduto al pessimismo, anticipando una lieve contrazione della crescita ed una sua stabilizzazione all'1,2% nel 2024. I consumi in America sono rimasti stabili nel corso dell'intero anno grazie ai risparmi in eccesso, alla crescita dei salari superiore all'inflazione e ad un mercato del lavoro molto favorevole.

## VERSO UN NUOVO EQUILIBRIO

Dopo la Grande crisi finanziaria del 2008, è iniziata un'era di bassa inflazione, di tassi di interesse contenuti o negativi e di una politica prevedibile da parte delle banche centrali che sembrava destinata a durare per sempre. Per citare l'economista tedesco Rüdiger Dornbusch: "In economia gli eventi richiedono più tempo di quanto si pensi e poi accadono più rapidamente di quanto si potesse immaginare". In seguito al brusco adeguamento dopo la crisi del COVID-19, si è assistito ad un massiccio ritorno dell'inflazione. Le banche centrali non l'hanno vista arrivare, o non hanno voluto vederla, e sono corse disperatamente ai ripari. A livello globale, negli scorsi 24 mesi sono stati operati 520 rialzi dei tassi, una cifra sbalorditiva.



In mezzo a questo cambiamento, per il terzo anno consecutivo, a farne le spese è stato il mercato obbligazionario. I Treasury USA, in particolare quelli a lunga scadenza, si sono tramutati in attivi rischiosi con variazioni di prezzo improvvisamente simili alle azioni. Ad esempio, lo strumento finanziario TLT che replica i Treasury a 20 anni ha perso oltre la metà del suo valore dal 2020. Un titolo di Stato emesso nel 2020 dall'Austria, con scadenza a 100 anni ed una cedola dello 0,75%, ha perso fino al 70% nel 2023.

Questi sviluppi rappresentano però ottime opportunità di investimento. Il reddito fisso offre ora rendimenti interessanti molto richiesti. Gli investitori si sono riversati in tale universo per sfruttare la situazione: nello stesso periodo, infatti, gli attivi del suddetto TLT sono raddoppiati. Tuttavia, la parte media della curva intorno ai 5 anni mantiene intatti i suoi pregi, ossia rendimenti interessanti ed una minore volatilità dei prezzi.

#### MILLE MILIARDI DI INTERESSI

Nel 2024 i riflettori saranno puntati sull'enorme debito pubblico. Al momento della redazione, gli Stati Uniti hanno un disavanzo di 34 mila miliardi di dollari, che costa 1.000 miliardi di dollari all'anno, pari al 14% del bilancio federale<sup>1</sup>. Questa situazione non è chiaramente sostenibile, e i tassi di interesse troveranno presto un limite massimo, se non l'hanno già trovato. Accanto alla cosiddetta "Fed put", ossia una forma di protezione per gli investitori azionari, potrebbe emergere un meccanismo analogo per le obbligazioni. Sia che assuma la forma di *Quantitative Easing* (QE), di controllo della curva dei rendimenti (YCC) come in Giappone, o di interventi di emergenza come quelli della Banca d'Inghilterra nel 2022, non è rilevante, poiché le banche centrali sono molto creative, soprattutto quando devono stabilizzare i mercati finanziari.

Il processo di disinflazione è in corso, ma non sarà lineare. Un ritorno ad un'inflazione contenuta è fuori discussione e non è accettabile. Al contrario, è auspicabile un giusto livello di inflazione.

Questa è una scomoda verità che le banche centrali non ammetteranno mai ufficialmente. Secondo l'esperto in strategie di mercato Russell Nappier "una maggiore crescita nominale del PIL attraverso un'inflazione strutturalmente più sostenuta è un metodo comprovato per liberarsi dell'elevato indebitamento". Per ridurre il rapporto debito/PIL, i governi dovranno trovare il modo di giungere ad una crescita nominale ed un'inflazione lievemente e costantemente superiori ai tassi di interesse. Dalla metà del 2020 la crescita nominale del PIL americano è aumentata del 40%. Questo spiega anche perché le azioni dei mercati sviluppati, soprattutto negli Stati Uniti, hanno continuato a comportarsi bene; i margini restano stabili, le vendite delle società seguono l'inflazione e quindi salgono su base nominale, limitando gli effetti dei rincari. In sostanza, dobbiamo allontanarci dall'inflazione elevata, evitando la stagflazione e abbracciare la reflazione.

Nel presente numero del Global Outlook, i nostri esperti approfondiranno questo argomento. Comprendere le implicazioni di un nuovo regime di inflazione (e crescita) porterà alla nascita di una nuova *asset allocation* strategica in cui, dopo anni di tassi di interessi a zero, sia le obbligazioni che le azioni troveranno un migliore equilibrio.

Un'ultima parola sulla sfera ESG (ambientale, sociale e di *governance*). La transizione energetica non è mai stata tanto urgente; "è praticamente certo che il 2023 sarà l'anno più caldo mai registrato"<sup>2</sup>. La finanza sostenibile è tuttavia sotto attacco, in quanto le performance di molte strategie hanno deluso. È in atto un'autentica "offensiva contro l'universo ESG". Anche in questo caso, è opportuno non cedere al pessimismo. Il costo dell'inazione climatica sarà due volte superiore agli investimenti necessari per realizzare la transizione verso la neutralità carbonica entro il 2050. Nella sua versione attuale, l'opportunità di investimento è persino più interessante.

Vi auguro una buona lettura di questo numero speciale.

1 - Understanding the National Debt | US Treasury Fiscal Data: <https://fiscaldata.treasury.gov/americas-finance-guide/national-debt/>

2 - Copernicus: October 2023 - Exceptional temperature anomalies; 2023 virtually certain to be warmest year on record: <https://climate.copernicus.eu/copernicus-october-2023-exceptional-temperature-anomalies-2023-virtually-certain-be-warmest-year>



# 02 | Messaggi chiave



**Delphine DI PIZIO TIGER**  
Global Head of Asset Management

## FOCUS

### Alla ricerca di un nuovo regime inflazionistico

- Regime di inflazione più elevato. Il calo è confermato, ma i fattori di domanda ed offerta suggeriscono livelli strutturali più elevati rispetto al passato, con l'inflazione che resterà al di sopra degli obiettivi fissati dalle banche centrali. La *greenflation* esercita una pressione rialzista sull'inflazione, controbilanciata da una maggiore adozione dell'intelligenza artificiale (IA), che potrebbe contribuire a migliorare la produttività e quindi a ridurre i prezzi.
- Il ritorno delle obbligazioni. Le obbligazioni stanno tornando a generare rendimenti non solo positivi, ma potenzialmente superiori all'inflazione. I mercati del credito offrono valore, soprattutto nella categoria *investment grade*. Con un rendimento reale del 2%, le obbligazioni indicizzate all'inflazione offrono un pregevole *carry* e fungono da copertura contro un'inflazione più sostenuta od una crescita inferiore alle attese.
- Sul fronte azionario, gli utili possono continuare a crescere, poiché beneficiano di margini sostenibili in un contesto di una maggiore crescita nominale.

## REDDITO FISSO

### Questa volta si fa sul serio

- La Federal Reserve (Fed) manterrà tassi reali positivi. I tassi a breve termine diminuiranno di pari passo con l'ulteriore calo dell'inflazione *core*. È improbabile che la Fed mantenga un tasso di riferimento reale superiore al 2% e questo implica tre o quattro tagli nel 2024.
- La Banca Centrale Europea (BCE) è di fronte ad un dilemma: da un lato, un'inflazione che rallenta ma sempre superiore all'obiettivo del 2% e, dall'altro, una crescita debole con alcuni Paesi

sull'orlo della recessione. Il ciclo rialzista ha raggiunto il picco, la normalizzazione può iniziare più avanti nel 2024 ma ad un ritmo meno rapido rispetto alla Fed.

- La sostenibilità del debito diventerà un tema caldo nel 2024 ma, per quello che riguarda gli interessi passivi, due terzi delle esigenze di rifinanziamento per il 2024 sono già sotto forma di Treasury, con il Tesoro che versa interessi ad un tasso del 5,4% circa.
- L'*investment grade* appare il segmento ideale. Siamo costruttivi sugli emittenti di alta qualità poiché, sulla scia di tassi più elevati, gli investitori investono in misura maggiore nel reddito fisso.

## AZIONI

### Nuove opportunità all'orizzonte

- Rimaniamo costruttivi sulle azioni per il 2024.
- Tre sono i temi chiave: IA, transizione energetica e deglobalizzazione. L'IA resterà un *megatrend* guidato dai "Magnifici 7" alla luce della loro immunità all'aumento dei tassi, le abbondanti riserve di liquidità e gli ingenti investimenti in ricerca e sviluppo (R&S). Un calo dei tassi di interesse rappresenterebbe un'opportunità per rafforzare l'esposizione al tema della transizione verde. Il settore industriale e manifatturiero potrebbero beneficiare della deglobalizzazione.
- Il dominio degli Stati Uniti proseguirà. Infatti, i principali attori dell'IA e, più in generale, le società *Growth*, che dovrebbero continuare a trainare la crescita degli utili nei prossimi anni, si trovano in tale Paese. L'area euro è un *Value play* del ciclo globale che potrebbe rivelarsi interessante in caso di ripresa dell'attività globale. Nel 2024 è preferibile un approccio più ampio ai mercati emergenti, soprattutto l'Asia esclusa la Cina.



## CAMBI

### Il re dollaro potrebbe perdere colpi, ma non cederà lo scettro

- Un moderato deprezzamento. Prevediamo una lieve svalutazione del dollaro nel 2024, poiché i tassi di interesse federali più bassi e la debolezza dell'economia globale potrebbero favorire le valute a beta elevato.
- L'euro potrebbe ritrovare vigore. Una mancata recessione in Europa alimenterà la propensione al rischio per la moneta unica.
- Oro: acquistare in caso di ribassi. Il contesto inflazionistico ed i più alti tassi reali sono importanti ostacoli per l'oro, ma permane un forte sostegno, principalmente dalla normalizzazione della Fed e dalla domanda delle banche centrali.
- Non si prevedono cambiamenti di rilievo per lo yen, poiché la Banca del Giappone adeguerà molto gradualmente la propria politica monetaria.

## FINANZA SOSTENIBILE

### L'inazione non è una possibilità

- *Greenflation*. La transizione energetica richiede ingenti investimenti in nuove tecnologie ed infrastrutture e potrebbe comportare un'inflazione "verde" sul breve termine.
- L'inazione non è una possibilità. Non più tardi del 2070, il costo dell'inazione climatica sarà due volte superiore agli investimenti necessari per realizzare la transizione verso la neutralità carbonica entro il 2050.

- Nel 2024 emergeranno opportunità nell'universo ESG (ambientale, sociale e di *governance*). Dopo un anno difficile per il settore globale della transizione energetica, i venti contrari iniziano a svanire. Gli investitori hanno iniziato a scontare l'impatto dei crescenti tassi di interesse. Le valutazioni sono di nuovo interessanti, con opportunità di investimento in ambiti quali i trasporti puliti, le energie rinnovabili e le tecnologie ambientali.

## MERCATI PRIVATI

### Si apre un nuovo ciclo

- Non tutti i gestori sono uguali. Il nuovo contesto segnato da un'inflazione e tassi più elevati dovrebbe permettere di riconoscere i gestori in grado di generare valore attraverso miglioramenti operativi piuttosto che attraverso l'ingegneria finanziaria.
- 2024: una nuova gamma di opportunità. I fondi di Private Equity beneficeranno di attraenti prezzi di ingresso in quello che a nostro avviso sarà un mercato guidato dagli acquirenti. I grandi bacini di piccole e medie imprese continueranno ad essere un segmento apprezzato. Le strategie incentrate su crediti in sofferenza e su capitale strutturato saranno utili per investire nel mercato del credito privato, suscettibile di trarre vantaggio dall'attuale contesto.
- Forte della sua visione a lungo termine, lontana dalla volatilità dei mercati pubblici, siamo fermamente convinti che la classe di attivi finanziari sia attrezzata per continuare a sovraperformare.



## MACROECONOMIA

### Verso un ritrovato equilibrio

- **Atterraggio morbido nel 2024.** Ci aspettiamo che gli Stati Uniti e l'Area Euro crescano al di sotto del livello di crescita potenziale, evitando una recessione. Il processo disinflazionistico dovrebbe proseguire, con l'inflazione appena superiore agli obiettivi delle banche centrali alla fine dell'anno. Le economie sviluppate beneficeranno di un continuo miglioramento dei redditi reali delle famiglie.
- **L'Asia trainerà la crescita globale.** Il rallentamento del mercato immobiliare continua a pesare sulle prospettive economiche cinesi, con la crescita destinata a restare inferiore alle medie storiche. L'India dovrebbe essere sospinta da favorevoli tendenze demografiche, dallo slancio riformista e da una limitata sensibilità agli shock esogeni. Le economie asiatiche più piccole potrebbero riprendersi nel 2024, sfruttando la ripresa del ciclo manifatturiero globale e la continua normalizzazione del turismo.
- **Rischi da monitorare.** Un mondo sempre più polarizzato con crescenti tensioni geopolitiche solleva rischi soprattutto sul fronte energetico. Le elezioni presidenziali negli Stati Uniti ed il potenziale ritorno di Donald Trump potrebbero aggravare tali minacce. Anche la sostenibilità del debito pubblico sarà al centro dell'attenzione, soprattutto in Europa.

## ALLOCAZIONE 2024

### Navigare in acque più calme

- **Visione più costruttiva sull'azionario.** Un profilo di crescita/inflazione più elevato rispetto all'ultimo decennio sosterrà gli utili aziendali. Manteniamo la preferenza per le azioni statunitensi. Nonostante le valutazioni interessanti, restiamo cauti sulle azioni dell'Area Euro. Alla fine del 2023 abbiamo ridotto la convinzione sulla Cina, riallocando i capitali verso i mercati emergenti in generale.
- **Opportunità nei mercati emergenti.** Dato il positivo differenziale di crescita rispetto alle economie sviluppate, le azioni ed il debito dei mercati emergenti appaiono interessanti. È tuttavia opportuno un approccio diversificato, poiché è più difficile valutare il premio di rischio specifico dei Paesi.
- **Cogliere il rendimento.** L'aumento dei tassi a lungo termine negli ultimi due anni offre interessanti punti di ingresso. Preferiamo essere esposti al debito sovrano a breve termine, da integrare con obbligazioni *corporate* di buona qualità.
- **Il rendimento è tornato a sostenere la performance.** La liquidità non è un'alternativa, poiché nel lungo periodo sottoperforma le obbligazioni a breve scadenza.



# 03 | Focus



**Nicolas MOUGEOT**  
Head of Investment Strategy  
& Sustainability



**Yasser TALBI**  
Fixed Income  
Portfolio Manager

L'inflazione ha ridefinito non solo l'economia, ma anche il panorama degli investimenti. Nicolas Mougeot e Yasser Talbi discutono se l'inflazione persisterà, quali potrebbero essere le ulteriori azioni delle banche centrali e come le scelte di investimento sul lungo termine potrebbero esserne influenzate.

### GLI ULTIMI DUE ANNI SONO STATI CARATTERIZZATI DA UN'INFLAZIONE PIÙ ELEVATA. SI TRATTA DI UN FENOMENO PASSEGGERO?

**Yasser Talbi:** Dalla pandemia, le interruzioni delle *supply chain*, la spesa fiscale unita ad una politica monetaria inizialmente accomodante e poi non così restrittiva, nonostante un tasso di riferimento in ascesa, hanno contribuito ad alimentare le dinamiche inflazionistiche. Anche dopo la normalizzazione delle *supply chain*, il sostegno fiscale ha trainato la spesa nominale e quindi anche la crescita nominale. Un'economia meno sensibile ai tassi ha reso vani alcuni degli sforzi delle banche centrali per raffreddare la domanda. Questa particolare congiuntura ha comportato un positivo shock patrimoniale, che continua a sospingere i consumi statunitensi (Grafico 1).

Anche la crescita dei salari ha contribuito a questa dinamica. Stando al relativo tracker della Federal Reserve (Fed) di Atlanta, continua ad oscillare intorno al 5%. Pur osservando segni di normalizzazione sul mercato del lavoro statunitense,

grazie agli scioperi i lavoratori di alcuni settori hanno ottenuto ulteriori aumenti salariali.

Sul lungo termine, i fattori di domanda ed offerta sembrano indicare un'inflazione persistentemente superiore agli obiettivi delle banche centrali e più volatile rispetto al passato. Nel 2024 l'attuale dinamica disinflazionistica ci avvicinerà al *target*. Ma l'inflazione può restare a tale livello?

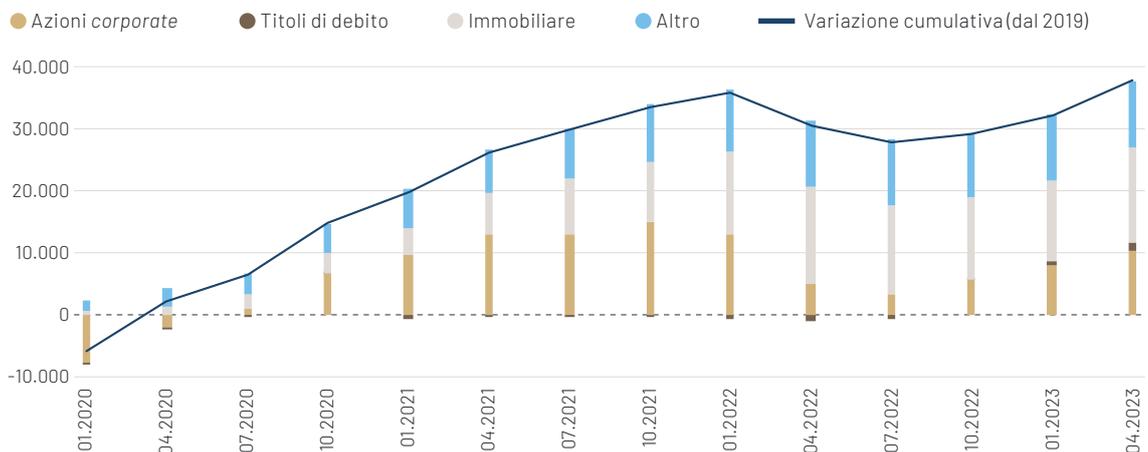
**Nicolas Mougeot:** Dobbiamo anche tener conto delle forze a lungo termine che influenzano i prezzi, come la deglobalizzazione, la *greenflation*<sup>3</sup> e l'innovazione.

In primo luogo, la globalizzazione degli scambi si è intensificata dopo l'Uruguay Round, che ha portato alla nascita dell'Organizzazione mondiale del commercio (OMC) nel 1994. Questo fenomeno ha aiutato le società dei Paesi sviluppati a ridurre i prezzi, spostando la produzione di beni verso le economie in via di sviluppo. Nel 2020, quando la crisi del COVID-19 ha messo in luce i limiti di un'economia globalizzata, è emerso il tema del *reshoring*.



**5%:**  
**LA CRESCITA  
DEI SALARI**  
resta elevata negli  
Stati Uniti

**GRAFICO 1: VARIAZIONE CUMULATIVA DEL PATRIMONIO NETTO DELLE FAMIGLIE PER TRIMESTRE, MILIARDI DI DOLLARI**



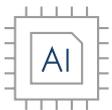
Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

<sup>3</sup> - Un aumento dei prezzi energetici e delle materie prime in seguito alla transizione verde.



Tuttavia, non possiamo affermare con certezza che sia in corso una tendenza alla deglobalizzazione: a fronte di minori scambi con la Cina, dopo il COVID-19 gli Stati Uniti hanno visto aumentare esponenzialmente le esportazioni dall'India. Una multipolarizzazione del mondo anziché un significativo *reshoring* potrebbe limitare le pressioni inflazionistiche a lungo termine risultanti da scambi globali più contenuti.

In secondo luogo, come discusso nella sezione "[Greenflation ed opportunità](#)" (pagina 22), la transizione energetica potrebbe comportare un temporaneo rincaro dell'energia, man mano che il mondo abbandona i combustibili fossili a favore delle fonti rinnovabili. Tuttavia, questa *greenflation* potrebbe essere mitigata da un terzo ed importante fattore deflazionistico, l'innovazione. Le grandi innovazioni si sono sempre tradotte in una maggiore produttività e quindi in prezzi più bassi. Il 2023 è stato segnato dall'avvento dell'intelligenza artificiale (IA), con ChatGPT che ha dimostrato quanto potente potrebbe essere l'IA e come potrebbe migliorare la produttività a molti livelli. Da una prospettiva storica, tuttavia, l'innovazione impiega anni per produrre effetti, basti pensare alle automobili, ai telefoni ed ai computer nel XX secolo. L'impatto dell'IA sarà più rapido? Forse sì, poiché viene adottata più velocemente di qualsiasi altra nuova tecnologia del passato ed alcuni esperti prevedono che, entro il 2030, potrebbe accrescere il PIL globale di 15 mila miliardi di dollari.



L'IA  
potrebbe davvero  
**FRENARE**  
l'inflazione?

### QUALI SONO LE IMPLICAZIONI PER GLI INVESTITORI?

**NM:** Nonostante la mediocre performance del 2022, finora le azioni hanno resistito piuttosto bene all'inflazione. Questo perché, tra le varie ragioni, gli utili sono espressi in termini nominali e pertanto, all'aumentare dell'inflazione, le società possono adeguare al rialzo i rendimenti per gli azionisti (dividendi e riacquisti), almeno finché l'inflazione non sale vertiginosamente. I CEO e gli investitori preferiscono flussi di cassa prevedibili, ma la prevedibilità è inversamente proporzionale ad un'inflazione in forte ascesa e più volatile.

**YT:** Riguardo al mercato obbligazionario, la recente rivalutazione nel secondo semestre del 2023, soprattutto nel segmento lungo, ha permesso di ricostituire un premio di rischio nella classe di attivi finanziari, noto in genere come premio a termine. Questa volta l'inflazione non è stata il fattore trainante. Le continue emissioni di debito a lungo termine del Tesoro americano concorreranno verosimilmente a mantenere tale premio su livelli più alti rispetto all'ultimo decennio, esercitando pressioni costanti su altri premi di rischio.

Una crescita nominale più solida, disavanzi più ampi ed una positiva dinamica disinflazionistica hanno contribuito ai maggiori tassi reali negli Stati Uniti. I rendimenti reali sono quelli delle obbligazioni indicizzate all'inflazione. La loro performance è un *mix* di inflazione maturata, di pagamenti delle cedole e di variazione del rendimento reale se il titolo non viene detenuto fino alla scadenza. Queste obbligazioni hanno sofferto a causa della loro *duration* ma, a nostro parere, un rendimento reale superiore al 2%, un pregevole *carry* ed una protezione in caso di una crescita inferiore alle attese od un'inflazione più alta sono elementi di sicuro interesse per gli investitori a medio termine.



**RENDIMENTI  
OBBLIGAZIONARI  
PIÙ ALTI**  
implicano  
**MIGLIORI  
PERFORMANCE  
ATTESE**  
per i portafogli  
bilanciati

Un altro segmento del reddito fisso che offre valore è il mercato del credito. Anche se gli *spread* creditizi non sono ai massimi, nel mercato *investment grade* offrono una protezione contro i titoli di Stato, una minore correlazione azionaria ed una volatilità più contenuta.

**NM:** L'ascesa dell'inflazione potrebbe tuttavia indurre a ripensare l'*asset allocation* strategica. Per anni, molti investitori hanno optato per un sovrappeso negli attivi rischiosi, l'unica opzione per ottenere rendimenti positivi in un contesto segnato da tassi di interesse a zero. Ora che la liquidità e le obbligazioni sono tornate ad offrire un rendimento non solo positivo, ma potenzialmente superiore all'inflazione, l'allocazione a lungo termine degli investitori potrebbe variare in modo duraturo. Come mostra il Grafico 2, alla luce dei maggiori rendimenti obbligazionari la performance attesa di un portafoglio statunitense composto per il 60% da azioni ed il 40% da obbligazioni è aumentata di quasi il 2% all'anno. Pertanto, gli investitori istituzionali, come i fondi pensione e le compagnie assicurative, dovrebbero reinvestire nel reddito fisso.

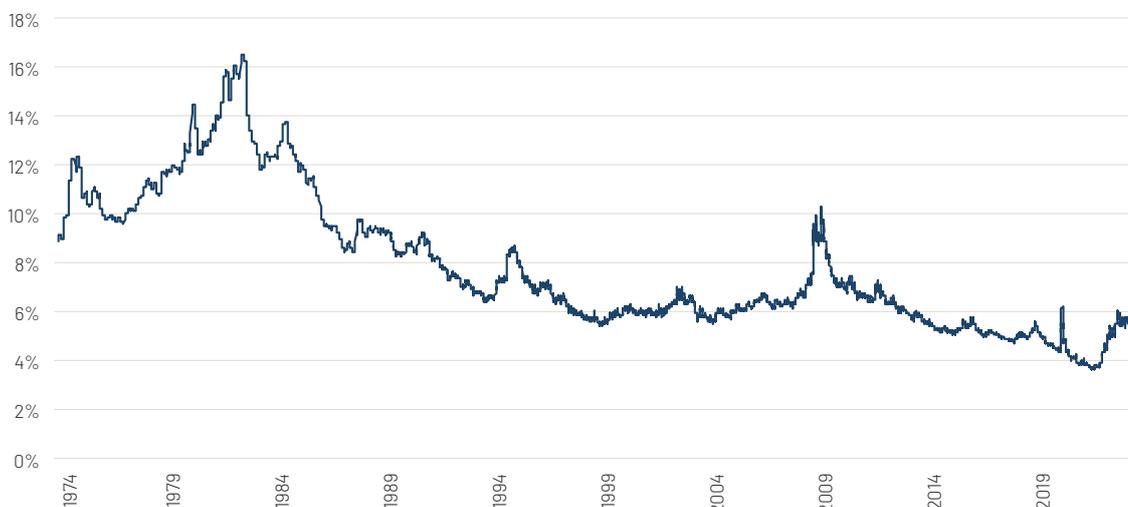
Le obbligazioni dovrebbero inoltre recuperare le qualità di copertura macro perse negli ultimi anni, un ulteriore vantaggio. In primo luogo, con l'inflazione in ascesa, le quotazioni azionarie ed obbligazionarie sono diminuite.

Agli attuali rendimenti, tuttavia, le obbligazioni potrebbero fungere da efficace copertura contro un rallentamento economico od una recessione, il che costringerebbe le banche centrali a tagliare i tassi di interesse.

### GLI INVESTIMENTI ALTERNATIVI AVRANNO ANCORA UN RUOLO NELL'ASSET ALLOCATION GLOBALE?

**NM:** In breve, "sì". Gli investimenti alternativi, dal Private Equity alle infrastrutture ed all'immobiliare, assicureranno ancora un'auspicabile diversificazione, ma con diversi impatti risultanti da un'inflazione e da tassi più elevati. Sebbene i più alti tassi di interesse pesino al momento sulla valutazione dell'immobiliare, le infrastrutture possono essere una valida alternativa per gli investitori alla ricerca di una copertura contro l'inflazione. Di solito, infatti, i loro flussi di cassa sono legati all'inflazione. Inoltre, anche il potenziale premio di liquidità di tali investimenti alternativi potrebbe aumentare poiché, alla luce soprattutto dei maggiori rendimenti obbligazionari, alcuni investitori tornano a privilegiare soluzioni più liquide. La pazienza è una virtù: nell'universo degli investimenti alternativi dovrebbero quindi emergere interessanti opportunità per chi è disposto ad aspettare.

**GRAFICO 2: RENDIMENTI ATTESI A LUNGO TERMINE DI UN PORTAFOGLIO 60-40 IN DOLLARI, %**



Note: rendimento atteso in dollari nei successivi 10 anni di un portafoglio composto per il 60% da azioni ed il 40% da obbligazioni. Rendimenti azionari rispetto al rendimento degli utili per l'indice S&P 500 + 2% (per tenere conto dell'inflazione a lungo termine) e rendimenti obbligazionari raffrontati alla performance dell'indice Bloomberg US Corporate Total Return Value Unhedged USD.

Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



## 2024: QUESTA VOLTA LE OBBLIGAZIONI FANNO DAVVERO SUL SERIO



**Thomas GIQUEL**  
Head of Fixed Income



**Yasser TALBI**  
Fixed Income  
Portfolio Manager



**Alexander BELL**  
Fixed Income  
Portfolio Manager

Il mercato del reddito fisso si è dimostrato volatile nel 2023, con rendimenti più elevati ed una contrazione degli *spread*. La crisi bancaria di marzo ha fatto riaffiorare i timori di un crollo simile a quello del 2008. Negli Stati Uniti sembrava inevitabile una recessione. In realtà, nulla di tutto ciò è accaduto. Guardando al 2024, i maggiori rendimenti mettono al riparo gli investitori nel reddito fisso. I tagli dei tassi e gli *spread* contenuti preannunciano discrete performance nel 2024.

### BANCHE CENTRALI

L'inasprimento quantitativo (*Quantitative Tightening*, QT) è destinato a perdurare negli Stati Uniti? La Banca Centrale Europea (BCE) può permettersi di ridurre il bilancio?

La Federal Reserve (Fed) gestisce sia il costo del denaro che una parte della liquidità nel sistema finanziario. Il ritmo della riduzione, o QT, del suo bilancio, tiene conto dell'importo dei *Reverse Repo* (operazioni di pronti contro termine). Secondo un articolo di ricerca<sup>4</sup> pubblicato dalla Fed di Richmond, l'istituto impiegherà due anni per normalizzare il proprio bilancio. Di conseguenza, il QT è destinato a proseguire, ma la Fed ha molte opzioni per allentare, se necessario, le condizioni finanziarie.

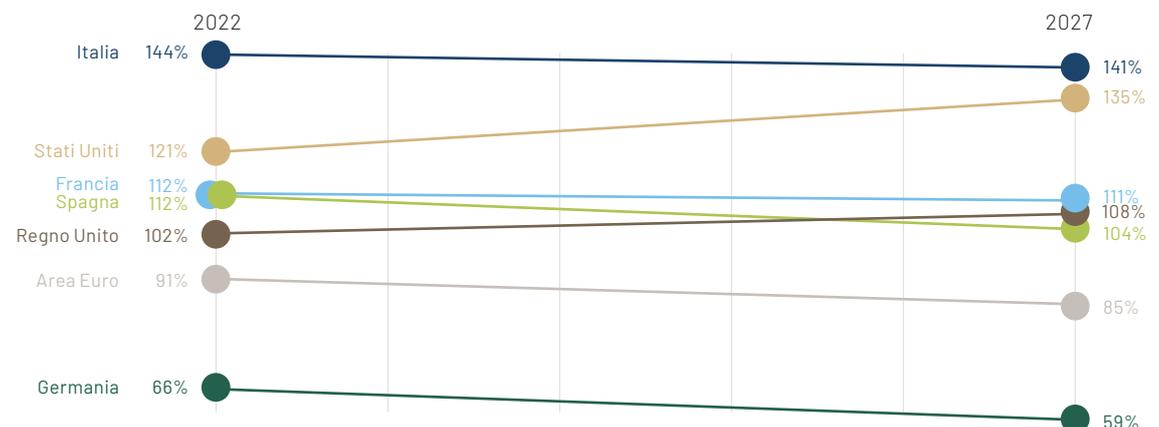
In merito ai *Fed Fund*, la banca centrale intende conservare tassi di riferimento reali positivi lungo la curva dei rendimenti. Pertanto, se l'inflazione core dovesse calare ulteriormente, diminuirebbero

anche i tassi a breve termine. È infatti improbabile che la Fed mantenga un tasso di riferimento reale sopra il 2% e questo implica 3 o 4 tagli nel 2024. Tuttavia, un ciclo duraturo di tagli dipenderà da un'eventuale recessione.

In Europa la BCE è di fronte ad un dilemma: da un lato, un'inflazione che rallenta ma sempre superiore all'obiettivo del 2% e, dall'altro, una crescita debole con alcuni Paesi sull'orlo della recessione. Anche il debito pubblico (Grafico 3) di diversi Paesi salirà alla ribalta. Il ricordo della crisi del debito sovrano nei primi anni 2010, quando il rapporto debito/PIL è rimasto sotto i livelli effettivi salvo in Grecia, è ancora impresso nella memoria.

Di certo, la BCE vuole evitare la retorica del "rischio di ridenominazione"<sup>5</sup>. Gli unici strumenti a sua disposizione sono il bilancio ed il TPI (Transmission Protection Instrument), sul quale ancora non sono stati forniti dettagli. La finestra per una rapida riduzione sta per concludersi.

GRAFICO 3: DEBITO PUBBLICO, % DEL PIL



Fonti: Amundi, Indosuez Wealth Management.

4 - Fed Balance Sheet Normalization and the Minimum Level of Ample Reserves: [https://www.richmondfed.org/publications/research/economic\\_brief/2023/eb\\_23-07](https://www.richmondfed.org/publications/research/economic_brief/2023/eb_23-07)

5 - La ridenominazione è la ricalibrazione della valuta di un Paese, in genere a causa dell'iperinflazione e della svalutazione monetaria, in cui la precedente valuta viene scambiata con una nuova ad un tasso fisso.



Il ciclo rialzista ha raggiunto il picco e ha pesato sull'attività economica, poiché in Europa gran parte dei finanziamenti avviene attraverso il canale bancario. La forte disinflazione conferisce alla BCE un certo margine per ridurre i tassi nel 2024, ma le divergenze inflazionistiche tra i Paesi e l'incertezza sulla capacità di reazione di Francoforte, ci inducono a prevedere un primo taglio nel 2024. Delineiamo inoltre uno scenario contrario ad un taglio anticipato, molto più in linea con quanto fatto in passato dalle banche centrali!

E per quanto riguarda la sostenibilità del debito? Sicuramente diventerà un tema caldo, ma l'aumento degli interessi passivi non inciderà in modo significativo sul bilancio, poiché 2/3 delle esigenze di rifinanziamento per il prossimo anno sono già sotto forma di Treasury, con il Tesoro che versa interessi del 5,4% circa.



Disavanzo federale statunitense:  
**1.800 MILIARDI DI DOLLARI**  
previsti nel 2024

### TASSI REALI: FINALMENTE PIÙ ALTI

Anche in questo caso, dobbiamo operare una distinzione tra Europa e Stati Uniti.

In Europa si prospetta una crescita inferiore al potenziale, in aggiunta ad un debito totale elevato (pubblico e privato) ed un quadro demografico in deterioramento. I tassi reali devono pertanto restare prossimi allo 0%.

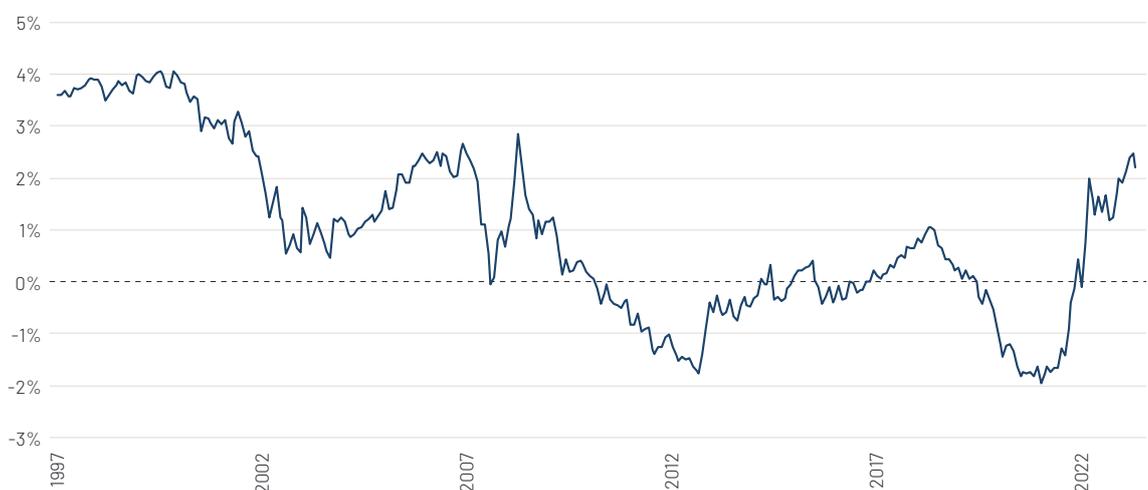
Negli Stati Uniti, al contrario, i tassi reali sono in linea con il potenziale di crescita a lungo termine (Grafico 4). Dopo la pandemia, molti hanno sostenuto che il tasso neutrale<sup>6</sup> sia più alto rispetto agli scorsi 15 anni a causa degli stimoli fiscali. La traiettoria fiscale è sostenibile? In breve, no. Tuttavia, pur non essendo esperti di politica, è difficile immaginare che un governo tagli la spesa effettiva, soprattutto in un anno elettorale.

### IMPLICAZIONI PER GLI INVESTIMENTI

La curva dei rendimenti statunitense è invertita dalla metà del 2022 a causa sia della stretta aggressiva operata dalla Fed che di un mercato alla disperata ricerca di *duration*, con il Tesoro che ha rifinanziato il disavanzo emettendo titoli di Stato. Una normalizzazione è uno scenario centrale per il 2024, poiché i tassi a breve termine saranno favoriti dal graduale allentamento della politica della Fed mentre, come detto sopra, gli omologhi a lungo termine si attestano già al loro valore di equilibrio di lungo periodo.

In questo contesto, l'inversione della curva senza una recessione è l'unico argomento per non essere totalmente investiti nel mercato del reddito fisso, soprattutto sulla parte lunga della curva. Sul fronte opposto, i tassi reali ampiamente positivi, con potenziali plusvalenze in caso di contrazione dell'economia, inducono a detenere o rafforzare gli investimenti in questa classe di attivi finanziari. Negli Stati Uniti anche le obbligazioni indicizzate all'inflazione rappresentano un'interessante opportunità per gli investitori a medio termine.

GRAFICO 4: RENDIMENTO REALE USA A 5 ANNI, %



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

6 - Il tasso neutrale è il tasso di interesse a breve termine prevalente in presenza di un'economia in piena occupazione e con un'inflazione stabile: il tasso al quale la politica monetaria non è né restrittiva né espansiva.



## CREDITO

Il 2023 si è rivelato un anno positivo per i mercati del credito, con rendimenti in eccesso ovunque positivi. Il segmento ha persino sovraperformato le azioni su base aggiustata per il rischio.

La nostra visione per il 2024 è simile a quella del 2023: costruttiva sugli emittenti di elevata qualità, poiché gli investitori allocano in maggiore misura nel reddito fisso alla luce dei tassi più elevati. Nonostante un lieve deterioramento di fondamentali e *rating*, anticipiamo ancora una certa compressione degli *spread* nel credito di elevata qualità. Diversa la situazione sul mercato *high yield* (HY), anche se le insolvenze resteranno contenute.

Il credito *investment grade* (IG) è in una posizione ottimale, poiché la graduale ondata di rifinanziamenti del debito peserà sui segmenti più deboli e ciclici del mercato *high yield*. Gli *spread* potrebbero ampliarsi sulla scia dei rischi di recessione, ma tale evoluzione sarà più che compensata da un robusto *carry*, dalla minore volatilità dei titoli di Stato e da rendimenti più bassi. L'offerta netta sarà molto contenuta (11 miliardi di euro secondo le previsioni di J.P. Morgan); gli emittenti hanno infatti ridotte esigenze di nuovi finanziamenti. Il mercato *high yield* è stato l'inatteso protagonista del 2023 ed i rendimenti dovrebbero confermarsi solidi nel 2024 grazie ad un *carry* elevato, mentre le insolvenze resteranno entro il loro *range* storico. Gli *spread* sconteranno un maggiore rischio di recessione, ma i prezzi contenuti limitano il rischio di ribasso per le società con bilanci sani in questo segmento più rischioso.

La classe di attivi finanziari offre ai portafogli diversificati un pregevole *carry*, elevati ritorni attesi ed investimenti decorrelati grazie ai più alti rendimenti. Si tratta quindi di una classe imprescindibile in un portafoglio globale adeguatamente bilanciato.

## MERCATI EMERGENTI: NON SOLO CINA

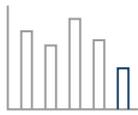
Dopo un decennio di rendimenti molto negativi, potrebbe sorprendere vedere il debito in valuta locale dei mercati emergenti (+8,6% dal 17.03.2022<sup>7</sup>) tra i primi della classe nel reddito fisso dall'inizio del ciclo rialzista della Fed. Le obbligazioni locali denominate in real brasiliani e in peso messicani meritano una menzione d'onore, con rendimenti rispettivamente del +28% e +27%.

Questa sovraperformance è ancora più impressionante se si considera che il rendimento dei Treasury USA a 10 anni è salito dal 2,2% al 4,6% ed il credito *investment grade* americano ha perso circa il 10% nello stesso periodo.

Cosa è cambiato? In sintesi, la credibilità ed il *carry* contano. Questa volta, gran parte delle banche centrali nei mercati emergenti ha cominciato ad innalzare i tassi di interesse ben prima delle controparti nei Paesi sviluppati per frenare l'inflazione. In Brasile, ad esempio, la banca centrale è passata dal 2% nel 2020 al 13,75% all'inizio del 2023 e l'omologa messicana dal 4% all'11,25%. Se si aggiungono la migliore bilancia dei pagamenti ed un *boom* degli investimenti in alcune aree dell'America Latina grazie al *near-shoring* delle *supply chain* statunitensi, ecco spiegato perché questa classe ha messo a segno un deciso rimbalzo.

La domanda chiave è se questo *momentum* può continuare. Al riguardo, preferiamo una maggiore cautela. Da un lato, in numerose economie dei mercati emergenti sono già iniziati i cicli di allentamento ed il differenziale dei tassi di interesse rispetto al dollaro si è compresso dai massimi. Le obbligazioni locali asiatiche, in particolare, offrono un premio ridotto rispetto ai mercati sviluppati e sono ovviamente più esposte ad un rallentamento dell'economia cinese. Dall'altro, in presenza di una crescita nominale americana più alta, è opportuno esaminare attentamente alcuni mercati in valuta locale dell'America Latina, soprattutto quelli con banche centrali rigide, che offrono ancora rendimenti reali<sup>8</sup> superiori al 5%, come Brasile, Messico e Colombia. Inoltre, valutazioni elevate del dollaro associate a disavanzi fiscali storicamente consistenti dopo una recessione potrebbero essere di buon auspicio per gli investitori nei mercati emergenti.

Vi sono inoltre specifiche opportunità nelle obbligazioni *corporate* in valuta forte di Paesi più grandi come Brasile, Messico, Colombia, Cile, Indonesia ed India. In particolare, ricerchiamo le cosiddette "gemme nascoste", società *leader* nei rispettivi mercati con strutture di capitale molto solide. Si tratta di società che avrebbero un *rating* molto più elevato se la loro sede fosse nei mercati sviluppati e che, a causa della loro ubicazione, pagano un cospicuo premio di rendimento.



Volumi inferiori di nuove emissioni attese nel 2024

7 - J.P. Morgan GBI-EM Diversified Unhedged - Indice JGENDVUL.  
8 - Rendimento reale = tasso della banca centrale meno inflazione prevista.



**Nicolas GAZIN**  
Global Head of Equity Solutions



**Laura Corrieras**  
Equity Portfolio Manager

Nel 2023 l'economia è evoluta in modo inaspettato ed insolito. Nonostante da marzo 2022 la Federal Reserve (Fed) abbia innalzato i tassi di ben 525 punti base (pb)<sup>9</sup> per arginare un'inflazione in ascesa, il Prodotto Interno Lordo (PIL) statunitense ha esibito una solida tenuta ed i mercati azionari hanno registrato una performance nel complesso positiva. Da una prospettiva storica, tuttavia, un'inflazione superiore al 3% e crescenti tassi di interesse non sono di buon auspicio per le azioni.

Perché ed in che modo i mercati azionari possono beneficiare di un nuovo regime di crescita ed inflazione più elevate?

### MERCATI AZIONARI

Possiamo ragionevolmente affermare che gli attuali alti livelli di inflazione e di crescita sono in parte ascrivibili alle passate misure di stimolo ed alla ripresa dalla pandemia. Tuttavia, riflettono anche dei cambiamenti strutturali nell'economia. Sono in azione due forze contrastanti: le pressioni inflazionistiche, sostenute dalla transizione energetica e dalle tendenze alla deglobalizzazione, e le spinte deflazionistiche di lungo periodo, risultanti dalla vertiginosa ascesa della spesa in conto capitale (CapEx) e dallo sviluppo dell'IA.

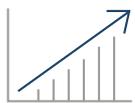
Questo scontro potrebbe sostenere ciclicamente la crescita economica e suggerisce anche una possibile svolta verso un contesto più reflazionistico rispetto a quello osservato dalla crisi finanziaria. Un simile quadro è positivo per l'universo azionario finché l'inflazione resta sotto controllo (tra il 2% ed il 3% nel migliore scenario).

Tuttavia, tale congiuntura implica anche che il tasso di interesse neutrale potrebbe essere più elevato che in passato. Di conseguenza, gli investitori saranno più attenti nella selezione dei titoli e dovrebbero favorire i futuri *leader* di queste tendenze secolari a lungo termine, che plasmeranno il prossimo decennio.

### QUALI SARANNO I FUTURI VINCITORI DI QUESTI MEGATREND?

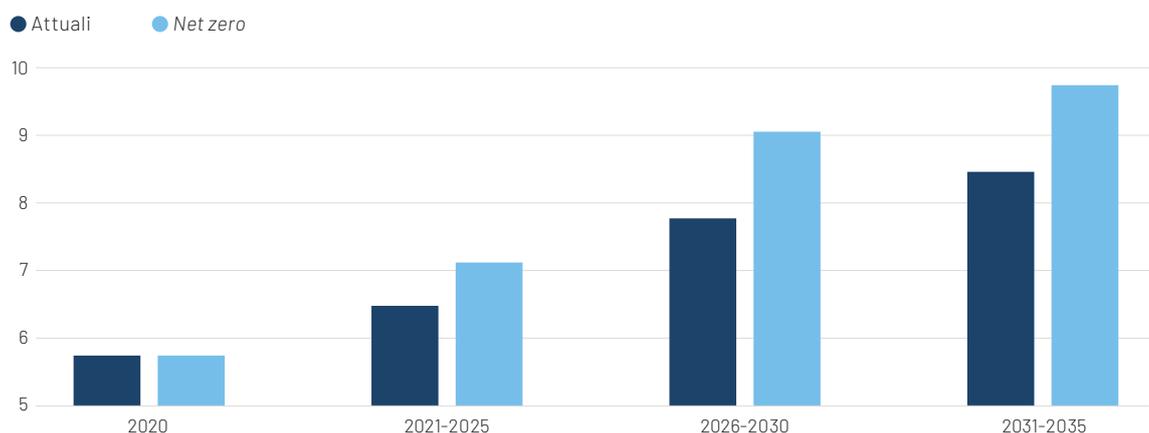
#### TRANSIZIONE ENERGETICA VERDE

La transizione energetica richiede ulteriori investimenti globali per 17 mila miliardi di dollari fino al 2035 (Grafico 5) per soddisfare gli impegni 2050 Net Zero assunti con l'Accordo di Parigi; una simile cifra potrebbe stimolare il PIL e trainare verosimilmente l'inflazione, prima di produrre benefici sulla produttività.



Ulteriori investimenti globali per **17 MILA MILIARDI DI DOLLARI** fino al 2035

**GRAFICO 5: STIMA DEGLI INVESTIMENTI GLOBALI NECESSARI PER RAGGIUNGERE GLI OBIETTIVI, MIGLIAIA DI MILIARDI DI DOLLARI**



Fonti: McKinsey, Indosuez Wealth Management.

9 - I tassi dei Fed Fund sono balzati dallo 0,25% di marzo 2022 al 5,5% di novembre 2023.



7

I "MAGNIFICI 7":  
immuni all'aumento  
dei tassi  
di interesse

Sebbene in questo settore la tendenza a lungo termine sia incontestabile, il livello dei tassi di interesse pone delle sfide sul breve termine. L'intero settore è afflitto da timori per le esigenze di finanziamento ed i rendimenti dei progetti sono meno interessanti, con conseguenti prese di profitto sugli operatori delle energie rinnovabili.

Tuttavia, siamo probabilmente vicini ad un minimo del mercato, con un eccesso di deflussi, valutazioni ora più ragionevoli e numerosi piani governativi, come l'*Inflation Reduction Act* (IRA) statunitense, che sostengono la crescita a lungo termine delle società rinnovabili. Nonostante i venti contrari nel breve periodo, restiamo ottimisti riguardo alla transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio. Un calo dei tassi di interesse nel 2024 rappresenterebbe un'opportunità per rafforzare l'esposizione a sotto-segmenti chiave come le energie rinnovabili ed alternative, l'efficienza delle risorse, i veicoli elettrici o le tecnologie pulite.

## SICUREZZA E DEGLOBALEZZAZIONE

Un mondo multipolare impone investimenti volti a rendere più sicuro l'accesso alle risorse critiche e a proteggere le *supply chain*.

Le conseguenze della crisi legata al COVID-19 e le incertezze geopolitiche hanno favorito iniziative di *reshoring*, *near-shoring* e deglobalizzazione. Alla luce di un contesto geopolitico sempre più teso (Ucraina-Russia, Stati Uniti-Cina, Medio Oriente), è probabile che gli Stati aumentino le spese militari.

Queste iniziative, unite ad investimenti e piani di riduzione delle imposte significativi, potrebbero produrre effetti inflazionistici sul breve termine. Negli Stati Uniti è stata ad esempio promulgata la legge CHIPS Act<sup>10</sup> per sostenere il settore dei semiconduttori, con uno stanziamento di 52,7 miliardi di dollari per le società che riportano in patria la produzione od ordinano presso le imprese americane.

Questa tendenza alla deglobalizzazione è visibile in tutti i settori, dalla sanità (rimpatrio della produzione di alcuni farmaci) all'aerospaziale ed alla difesa (è in gioco la sovranità industriale). Pertanto, numerosi settori beneficerebbero ampiamente di questi investimenti strategici, in particolare industriale e manifatturiero, in ambiti tra cui servizi di ricerca e consulenza, apparecchiature elettroniche o di sicurezza informatica.

## INTELLIGENZA ARTIFICIALE (IA)

La convergenza di fattori quali un'offerta limitata di manodopera ed un decennio di investimenti insufficienti impongono alle società di aumentare la spesa in conto capitale, soprattutto nel settore tecnologico.

Si è aperta la corsa all'IA!

Secondo alcuni studi, circa due terzi dei posti di lavoro esistenti sono esposti ad un certo grado di automazione dell'IA e quella generativa potrebbe sostituire fino ad un quarto degli impieghi attuali. I potenziali guadagni di produttività e le ripercussioni sul mercato del lavoro sono enormi.

PricewaterhouseCoopers stima che l'IA accrescerà il PIL del 26,1% in Cina e del 14,5% in Nord America entro il 2030, con le due regioni che rappresenteranno circa il 70% dell'impatto globale.

Conosciamo tutti i principali attori dell'intelligenza artificiale: i "Magnifici 7"<sup>11</sup>: Microsoft, Alphabet ed Amazon, leader nel *cloud computing*, nonché Nvidia nelle unità di elaborazione grafica (GPU) o Meta per il suo database.

La situazione è particolarmente vantaggiosa, più in generale, per le società *Growth*, dotate di abbondanti riserve di liquidità (Grafico 6, pagina 19) che generano maggiori interessi attivi grazie ai rendimenti più elevati. Non hanno quindi bisogno di finanziamenti per investire in ricerca e sviluppo (R&S) e restare, in tal modo, un passo avanti rispetto alla concorrenza.

Sono immuni all'aumento dei tassi di interesse e vincenti sotto tutti i punti di vista.

Ci sono anche molti altri operatori essenziali per la filiera dell'IA o che stravolgeranno le rispettive aree di *business*. A rigor di logica, l'IA generativa favorirà il settore IT ed in particolare le società di software e di semiconduttori, ma numerose sono anche le opportunità di trasformazione per FinTech, scienze della vita, robotizzazione e per la prossima generazione di comunicazioni e trasporti (nello specifico, le auto autonome con il *supercomputer Dojo* di Tesla).

10 - Il CHIPS Act è una legge federale statunitense che prevede finanziamenti e incentivi volti ad aumentare la produzione e la ricerca nazionali sui semiconduttori.  
11 - I "Magnifici 7": Apple, Alphabet, Microsoft, Amazon, Meta, Tesla e Nvidia.



## IMPLICAZIONI PER L'UNIVERSO AZIONARIO

Un nuovo ciclo è probabilmente alle porte. Alcuni *megatrend* strutturali ed il mutevole *mix* di politica richiedono ingenti investimenti, che risolveranno strutturalmente la crescita e sosterranno anche l'inflazione.

Le società statunitensi potrebbero verosimilmente beneficiare di questo scenario. In primo luogo, i principali attori dell'IA, che nei prossimi anni dovrebbero continuare a trainare la crescita degli utili (nel 2024 è attesa una crescita degli utili per azione (EPS) dei "Magnifici 7" pari al +21%, il doppio di quella dell'indice S&P 500), si trovano prevalentemente negli Stati Uniti. Inoltre, gran parte delle società *Growth* dispone di abbondanti liquidità; più a lungo i tassi di rifinanziamento si mantengono su livelli elevati e maggiore è la loro capacità di generare liquidità. Contrariamente a quanto si possa pensare, un contesto di tassi elevati favorisce le azioni *Growth*, che presentano *rating* di credito migliori ed un minore indebitamento rispetto alle omologhe cicliche.

Le azioni europee risultano molto interessanti in termini di valutazioni e sono ancora scambiate ad uno sconto record rispetto a quelle statunitensi. L'Area Euro è un *Value play* del ciclo globale con un profilo ciclico e, in presenza di un'inversione degli indicatori anticipatori della crescita come l'indice dei direttori agli acquisti (PMI), potrebbe sovraperformare nel 2024. Sul fronte *Value*, il segmento energetico funge da copertura sia in caso di deterioramento del contesto geopolitico che di ripresa dell'inflazione.

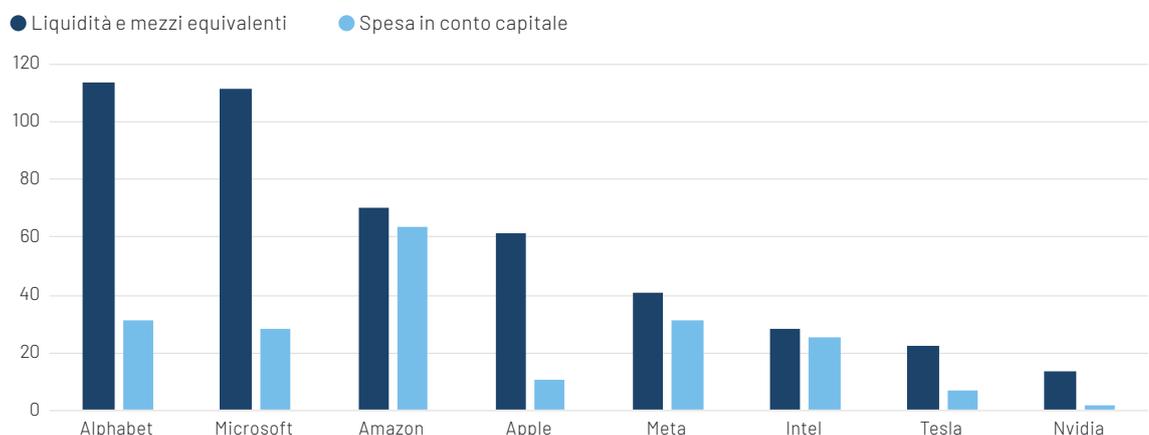
In merito alla Cina, le prospettive a medio termine sono più bilanciate. Permangono infatti importanti timori, come la mancanza di fiducia del settore privato, la domanda interna insufficiente e la crisi del settore immobiliare. Tuttavia, di recente le autorità cinesi hanno intensificato le misure di stimolo (allentamento monetario e sostegno al settore immobiliare), che potrebbero risolvere la fiducia dei consumatori e l'economia. Pertanto, in Cina restiamo costruttivi sui settori della *platform economy* e dei veicoli elettrici che appaiono interessanti in questo frangente.

Preferiamo adottare un approccio più ampio ai mercati emergenti, anziché concentrarci principalmente sulla Cina.

L'Asia, esclusa la Cina, sembra ben orientata nel 2024, dati i minori rischi negli Stati Uniti (calo dell'inflazione) ed un dollaro più debole che dovrebbe favorire i mercati asiatici. I *leader* tecnologici di Taiwan e Corea del Sud sono essenziali per la *supply chain* globale dell'IA. Appaiono interessanti anche i titoli indiani legati a domanda interna ed infrastrutture, così come i temi della crescente classe media e della giovane popolazione nell'ASEAN (Associazione delle nazioni del Sud-est asiatico). L'Asia rimane un'area ad alta crescita economica con valutazioni basse.

Infine, uno scenario di crescita sostenuta con un'inflazione limitata è positivo per le azioni. Nel prossimo decennio il *boom* degli investimenti e le tendenze secolari dovrebbero trainare la crescita degli utili ed i nostri esperti possono identificare i futuri vincitori di questo periodo di trasformazione.

## GRAFICO 6: LIQUIDITÀ E SPESE IN CONTO CAPITALE DELLE MEGA CAP STATUNITENSIS, MILIARDI DI DOLLARI



Nota: Alphabet vanta una liquidità netta superiore a 110 miliardi di dollari (più della capitalizzazione di mercato di SANOFI) che lo scorso anno ha prodotto interessi attivi per oltre 3,4 miliardi di dollari. La cifra potrebbe crescere ulteriormente nel 2023 ed in futuro.

Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Muriel ABOUD SCHIRMANN  
Head of Active Advisory



Maxime GARCIA  
Investment Strategist

Il 2023 è stato segnato dalla resilienza del dollaro e dalla sovraperformance del franco svizzero, la valuta rifugio “per eccellenza”, mentre l’euro ha proseguito la sua timida ripresa. Nel 2024, alla luce di un atterraggio morbido ed un’inflazione strutturalmente più alta, il mercato dei cambi potrebbe mutare volto.

## DOLLARO USA

### Il re dollaro potrebbe perdere colpi, ma non cederà lo scettro

La storia ci insegna che nelle fasi iniziali di un contesto reflazionistico, se accompagnate da una robusta ripresa economica, il dollaro si apprezza, come successo nel 2022. Nel 2023 l’economia statunitense ha continuato a sorprendere per la sua tenuta, inducendo gli investitori a posticipare la fine attesa della stretta della Federal Reserve (Fed) e sostenendo il biglietto verde. Sul lungo termine, inoltre, quando l’inflazione è ben gestita dalla Fed in periodi di reflazione (e a nostro parere lo è), l’impatto sul dollaro è pressoché nullo. Siamo quindi meno ribassisti sulla valuta di riserva mondiale e non prevediamo una forte svalutazione nel primo semestre; un atterraggio morbido spingerebbe infatti gli investitori a rinviare di nuovo le aspettative ottimistiche sui tagli dei tassi, favorendo ancora una volta il biglietto verde. Tuttavia, prevediamo che la Fed riduca i tassi nel secondo semestre del 2024 e, poiché l’economia globale è destinata ad un atterraggio morbido, nella seconda parte dell’anno l’interesse per il dollaro, valuta rifugio ad alto rendimento, potrebbe calare a favore delle controparti a beta più elevata e più rischiose. Di conseguenza, non saremmo sorpresi di assistere ad un lieve deprezzamento nel corso dell’anno.

## EURO

### Proseguirà lo slancio?

La sovraperformance dell’economia statunitense fino al 2023 e lo scenario di tassi “più alti più a lungo” hanno pesato sull’euro. Tuttavia, riteniamo che l’economia europea si riprenderà dallo *shock* energetico e ritroverà un migliore equilibrio con il resto del mondo (il nostro scenario di crescita è allineato al consenso), che dovrebbe lentamente contribuire alla ripresa della valuta. Inoltre, non condividiamo la visione del mercato di tagli di 100 pb nel 2024. Questo dovrebbe essere un fattore positivo per l’euro fino al 2024. Tuttavia, permangono alcuni rischi e, soprattutto se le dinamiche macroeconomiche dovessero rivelarsi inferiori alle attese del consenso, la moneta unica continuerebbe a riscuotere scarso interesse.

## ORO

### Acquistare in caso di ribassi

Un contesto segnato da un’inflazione più elevata può favorire l’oro, poiché gli investitori cercano di salvaguardare il patrimonio e di proteggere il loro potere d’acquisto. Tuttavia, il costo opportunità di detenere il metallo giallo, un attivo non redditizio, è influenzato dai crescenti tassi di interesse reali. Di conseguenza, il potenziale di rialzo dell’oro è limitato, almeno fino a quando le principali banche centrali non inizieranno a normalizzare la politica monetaria ed i tassi di interesse reali cominceranno a scendere. Con il conflitto in Medio Oriente, lo status di bene rifugio dell’oro è tornato alla ribalta.



Inoltre, la domanda delle banche centrali per diversificare le riserve valutarie dovrebbe continuare a sostenere l'oro: nei primi 9 mesi del 2023, queste ultime hanno acquistato 800 tonnellate d'oro (Grafico 7), +14% su base annua (fonte: rapporto del World Gold Council).

## FRANCO SVIZZERO

### In bilico tra due estremi

Il franco svizzero resta un'interessante copertura, in quanto potrebbe sovraperformare se i rischi macroeconomici e geopolitici dovessero materializzarsi. Inoltre, è favorito dalla volontà della Banca Nazionale Svizzera (BNS) di intervenire sul mercato dei cambi, con le riduzioni delle riserve valutarie in dollari ed euro che pongono un tetto al prezzo della coppia EUR/CHF. Tuttavia, la sua valutazione è prossima ai massimi storici nei confronti sia dell'euro sia del dollaro, il che limita in una certa misura il potenziale di rialzo. Inoltre, la valuta presenta attualmente un *carry* negativo, che agisce come *floor* rispetto ai rapporti EUR/CHF e USD/CHF, almeno fino a quando la Banca Centrale Europea (BCE) e la Fed non taglieranno i tassi. Infine, l'interesse per il franco svizzero come valuta rifugio potrebbe diminuire se l'Area Euro riuscisse ad evitare una recessione, in linea con il nostro scenario. Tale ipotesi è inoltre avvalorata dal nostro esame delle passate reflazioni, in cui lo yen ed il franco svizzero tendono a sottoperformare nella misura in cui i flussi di investimento confluiscono verso regioni con migliori prospettive di crescita e tassi di interesse più elevati.

## YEN GIAPPONESE

### Nessun cambiamento significativo in vista

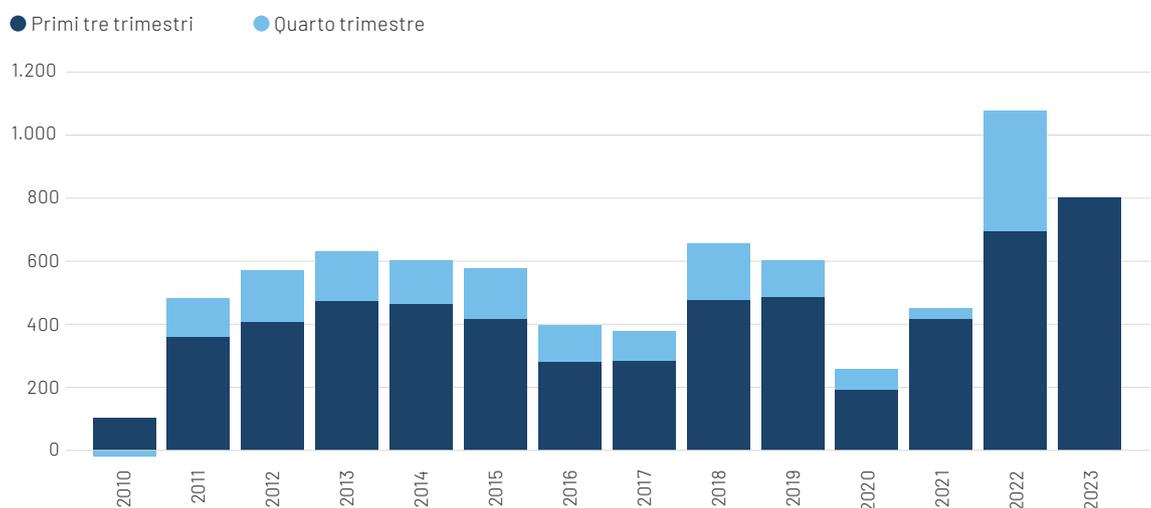
Lo yen è sempre penalizzato dal suo differenziale dei tassi con le altre principali economie. Da un lato, la Banca del Giappone potrebbe intervenire, poiché la valuta continua a chiudere su minimi storici. Dall'altro, con il taglio delle imposte varato dal governo per far uscire del tutto il Giappone dalla deflazione e che entrerà in vigore nel giugno 2024, la banca centrale non modificherà verosimilmente la politica qualora l'economia dovesse emergere in anticipo dalla deflazione. Ci aspettiamo pertanto modifiche minori ed incrementalmente alla politica monetaria della Banca del Giappone. Sebbene gli episodi reflazionistici siano generalmente sfavorevoli per lo yen, un livello prossimo ai minimi storici ed un differenziale dei tassi di interesse che si ridurrà gradualmente, di pari passo con la normalizzazione della Fed, potrebbero sostenere la valuta, in particolare nel secondo semestre del 2024.

## DOLLARO AUSTRALIANO

### Il ciclo economico cinese conta di meno

Infine, il contesto reflazionistico tende a favorire i principali esportatori di materie prime, e quindi anche il dollaro australiano. Il rincaro delle materie prime accresce infatti le bilance commerciali e la performance economica. L'Australia ricoprirà inoltre un ruolo chiave nella transizione energetica globale, grazie alle sue ampie riserve di metalli. Di conseguenza, la *greenflation* dovrebbe sospingere il dollaro australiano.

GRAFICO 7: UN ALTRO ANNO DI MASSICCI ACQUISTI DI ORO DA PARTE DELLE BANCHE CENTRALI, TONNELLATE



Fonti: Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council, Indosuez Wealth Management.



Fabrice DE SOUSA  
Portfolio Manager

Negli ultimi anni l'inflazione è stata un'importante fonte di inquietudini per gli investitori, gli economisti ed i consumatori. Sappiamo tutti che è influenzata dalle politiche monetarie o dagli *shock* di domanda ed offerta. La transizione climatica ed energetica, risposta cruciale al riscaldamento globale, ridefinisce l'economia globale, creando al contempo un nuovo fenomeno: la *greenflation*.

La transizione dai combustibili fossili ad un'energia più sostenibile sostiene l'inflazione? E quale sarebbe il costo dell'inazione? L'impatto dei crescenti tassi di interesse mette in dubbio le opportunità di investimento associate a questa transizione energetica?



Le **NUOVE**  
**NORME**  
ambientali  
richiedono  
**INGENTI**  
**INVESTIMENTI**

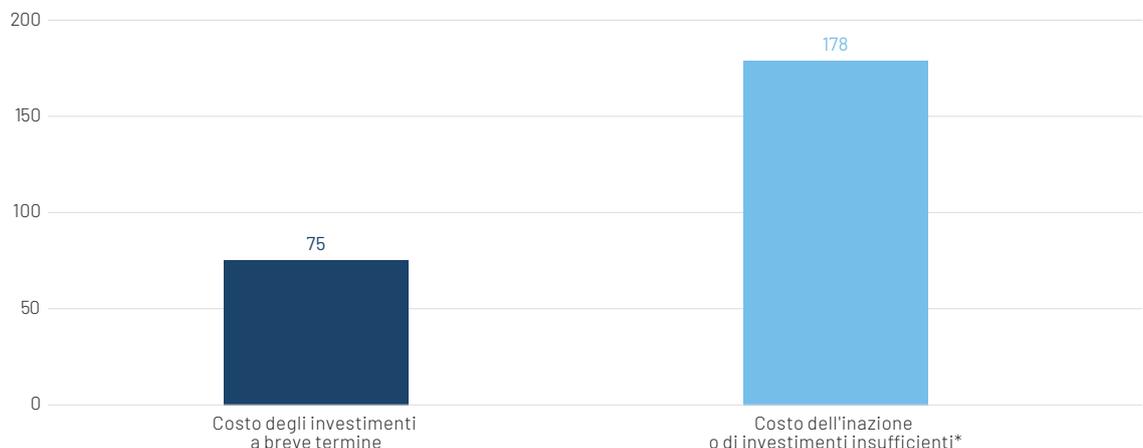
#### INFLAZIONE E TRANSIZIONE ENERGETICA

La transizione energetica implica il passaggio dai combustibili fossili a fonti energetiche rinnovabili e più pulite, nonché prassi di produzione più sostenibili. Affinché questo cambiamento si realizzi, sono necessari ingenti investimenti in nuove tecnologie ed infrastrutture per modernizzarsi e conformarsi alle nuove norme ambientali. La transizione energetica, attraverso ad esempio lo sviluppo di parchi eolici, centrali solari o reti intelligenti, richiede investimenti significativi, i quali faranno lievitare i costi di produzione in questi settori. Sul breve termine, questo comporterà automaticamente un incremento dei costi delle energie rinnovabili.

I capitali necessari per sviluppare le energie rinnovabili le rendono più sensibili alla volatilità dei tassi di interesse (un fattore chiave nel calcolo della redditività dei progetti), ritardando l'adozione di tecnologie pulite e rallentando gli investimenti nella decarbonizzazione. Inoltre, le centrali elettriche esistenti a combustibili fossili possono funzionare ancora a lungo. La loro chiusura anticipata ai fini della transizione energetica potrebbe tradursi in una perdita globale stimata a 1.400 miliardi di dollari, con un impatto diretto sulle bollette dei consumatori.

La crescente domanda di tecnologie verdi mette altresì sotto pressione le materie prime, come i metalli rari utilizzati nelle batterie o nei pannelli solari, causando un'intensa volatilità dei prezzi.

GRAFICO 8: COSTI STIMATI DI UNA MANCATA MITIGAZIONE DEI CAMBIAMENTI CLIMATICI TRA IL 2023 ED IL 2070, MIGLIAIA DI MILIARDI DI DOLLARI



\* Valore stimato dei costi globali in seguito agli effetti dei cambiamenti climatici come caldo estremo, catastrofi naturali ed innalzamento dei livelli del mare in tutti i settori.

Fonti: BofA Global Research, Deloitte: Wood Mackenzie, Indosuez Wealth Management.



Progetti  
fotovoltaici  
ed eolici  
**IN AUMENTO  
DEL 47%**  
nel 2023

## L'INAZIONE È UNA POSSIBILITÀ?

Alla luce di queste enormi esigenze di finanziamento per garantire la transizione energetica ed i loro impatti sui prezzi e quindi sull'inflazione, è lecito chiedersi: "e se non facessimo nulla di tutto questo?". Secondo alcuni studi, entro il 2070 il costo dell'inazione climatica, sotto forma in particolare di calamità naturali più frequenti, sarà due volte superiore agli investimenti necessari per realizzare la transizione verso la neutralità carbonica entro il 2050 (Grafico 8, pagina 22).

## LA TRANSIZIONE ENERGETICA È UNA FONTE DI OPPORTUNITÀ

Nonostante l'annuncio di piani di investimento molto ambiziosi, come il Green Deal europeo<sup>12</sup> e l'Inflation Reduction Act (IRA) statunitense, nel secondo semestre del 2023 i rendimenti azionari delle società legate alle energie rinnovabili hanno deluso, penalizzati soprattutto dai maggiori tassi di interesse. Il tema di investimento non offre più opportunità?

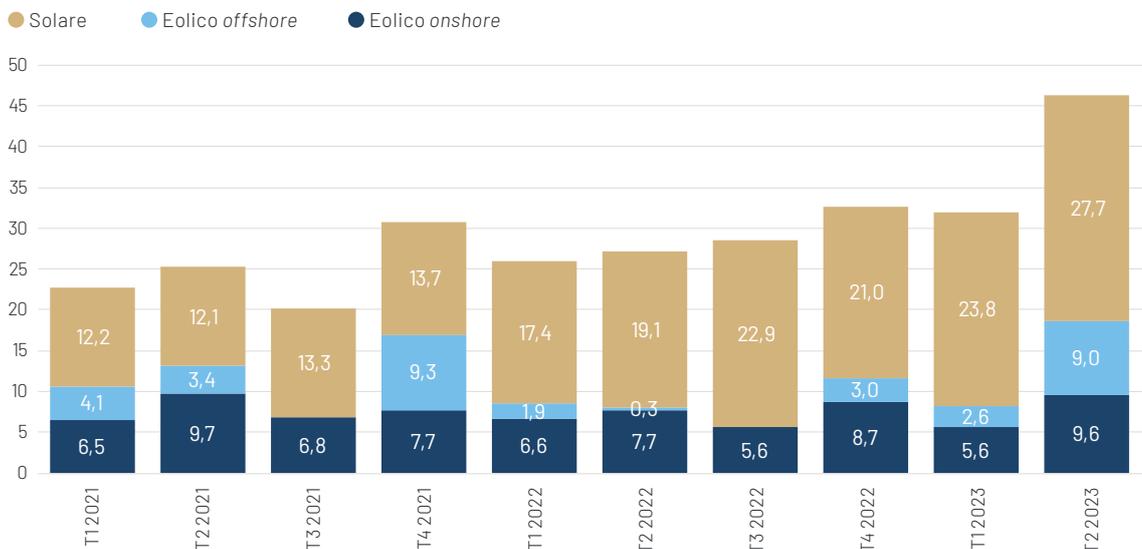
La risposta è ovviamente no.

Malgrado queste sfide, la transizione climatica ed energetica non è in discussione. È fondamentale ridurre le emissioni di gas serra e promuovere la sostenibilità. Inoltre, in un mondo afflitto da tensioni geopolitiche, l'indipendenza energetica diventa una questione di sicurezza nazionale.

Gli investimenti in nuovi progetti solari ed eolici in Europa, Medio Oriente ed Africa (Grafico 9) hanno raggiunto 78 miliardi di dollari nel primo semestre del 2023, in aumento del 47% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Il continuo sviluppo di progetti solari nella regione, soprattutto in Spagna, e dei parchi eolici onshore è il principale motore di questa crescita impressionante.

Se i tassi di crescita delle energie rinnovabili sono impressionanti in Europa, lo sono ancora di più in Cina. Se confrontiamo i primi sei mesi del 2023 con la prima metà del 2022, il ritmo delle installazioni in Cina è più che raddoppiato. Secondo le stime di BloombergNEF, nel 2023 dovrebbero essere installati in tutto il mondo 413 GW di nuova capacità di energia solare, in gran parte grazie alla Cina, che da sola rappresenta più del resto del mondo (58% della nuova capacità).

**GRAFICO 9: INVESTIMENTI STIMATI IN NUOVI PROGETTI SOLARI ED EOLICI NELLA REGIONE EMEA, MILIARDI DI DOLLARI**



Nota: il grafico include sia valori dichiarati che non dichiarati. Vengono utilizzati moltiplicatori per stimare il valore di un'operazione inclusa nel nostro database di asset finance, ma per la quale non è stato comunicato il valore monetario. Ai fini della stima, si utilizzano le medie recenti od i dati CapEx nello strumento Levelised Cost of Electricity. La sigla EMEA indica Europa, Medio Oriente ed Africa.

Fonti: BloombergNEF, Indosuez Wealth Management.

<sup>12</sup> - Il principale obiettivo del Green Deal europeo è raggiungere la neutralità climatica entro il 2050 (decarbonizzare il sistema energetico con «zero emissioni nette di gas serra entro il 2050»).



Come detto in precedenza, i maggiori costi, le interruzioni delle *supply chain*, la stretta monetaria ed i rialzi dei tassi di interesse hanno avuto un impatto significativo sul settore delle rinnovabili. Ad esempio, a fine ottobre l'indice S&P Global Clean Energy aveva perso il 34% dall'inizio del 2023 (rendimento totale in dollari). Le valutazioni delle società legate a questo tema sono tornate oggi a livelli interessanti, alla luce soprattutto degli ingenti piani di investimento introdotti per finanziare la transizione.

Inoltre, il principale ostacolo per questo tema sta svanendo. Gli investitori hanno ampiamente scontato l'impatto dei crescenti tassi sulle valutazioni delle società nel settore. Nel 2024 prevediamo una svolta della politica monetaria statunitense.

Le valutazioni, tornate su livelli appetibili, gli imminenti tagli dei tassi ed i massicci investimenti per finanziare la transizione energetica sosterranno il tema e faranno ovviamente emergere opportunità di investimento. Riportiamo di seguito alcune aree da monitorare (elenco non esaustivo):

#### **Energie rinnovabili**

Solare, eolico ed idroelettrico crescono rapidamente e sono al centro della transizione energetica.

#### **Stoccaggio dell'energia**

I sistemi di stoccaggio, come le batterie, sono un elemento essenziale per ottimizzare i benefici delle energie rinnovabili, per loro natura intermittenti.

#### **Trasporto pulito**

I veicoli elettrici e le soluzioni di mobilità sostenibile sono in rapida progressione. Le case automobilistiche che si concentrano sui veicoli elettrici e le infrastrutture di ricarica traggono vantaggio dall'elettrificazione.

#### **Efficienza energetica**

La riduzione dei consumi energetici è una priorità. Per farlo, è necessario che le società offrano soluzioni volte a migliorare l'efficienza energetica di edifici ed industrie.

#### **Tecnologie ambientali**

Anche le società che sviluppano tecnologie per la decarbonizzazione, il riciclaggio e la gestione idrica sono potenziali candidati all'investimento.

### **CONCLUSIONE**

A causa degli elevati costi iniziali, la transizione climatica ed energetica potrebbe generare *greenflation* sul breve termine. Tuttavia, nel lungo periodo i costi dell'inazione sarebbero molto più elevati degli investimenti necessari sul breve termine per conseguire gli obiettivi *Net Zero*. Inoltre, la transizione energetica rappresenta una grande opportunità per gli investitori consapevoli delle sfide e dei vantaggi a lungo termine. Investendo in società e settori legati alla transizione climatica, gli investitori possono non solo contribuire agli sforzi globali per contrastare i cambiamenti climatici, ma beneficiare anche di potenziali rendimenti finanziari man mano che si procede verso un futuro più pulito e sostenibile.

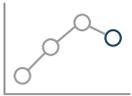


Remy POMATHIOS  
Head of Private Markets Investments



Matthieu ROUMAGNAC  
Head of Real Assets Investments

I Private Markets sono diventati una classe di attivi finanziari a sé stante, che riunisce investimenti in Private Equity, credito privato, immobiliare privato ed infrastrutture private. La loro democratizzazione e l'aumento dei tassi di interesse stanno rimodellando il settore, confermando al contempo che non tutti i gestori sono uguali.



**RACCOLTA FONDI NEL 2023**  
in calo di  
**CIRCA IL 20% RISPETTO AL 2022**

### UNA FUGA VERSO LA QUALITÀ SULLA SCIA DI VOLUMI INFERIORI

Dopo diversi anni su livelli record, nel 2023 la raccolta fondi sui Private Markets è bruscamente diminuita (Grafico 10), penalizzata dalle minori distribuzioni in un segmento delle fusioni ed acquisizioni (F&A) depresso e da un approccio piuttosto prudente degli investitori alla classe di attivi finanziari.

Le distribuzioni versate dai fondi dei Private Markets agli investitori hanno registrato un forte calo dal terzo trimestre del 2022, poiché il volume di transazioni di F&A è crollato. Acquirenti e venditori hanno infatti faticato a raggiungere accordi sui prezzi, in ragione di un costo del capitale in costante aumento e di una scarsa visibilità sul contesto macroeconomico. In modo analogo al 2020, l'anno del COVID-19, abbiamo assistito ad una significativa fuga verso la qualità e solo i migliori attivi hanno cambiato proprietario.

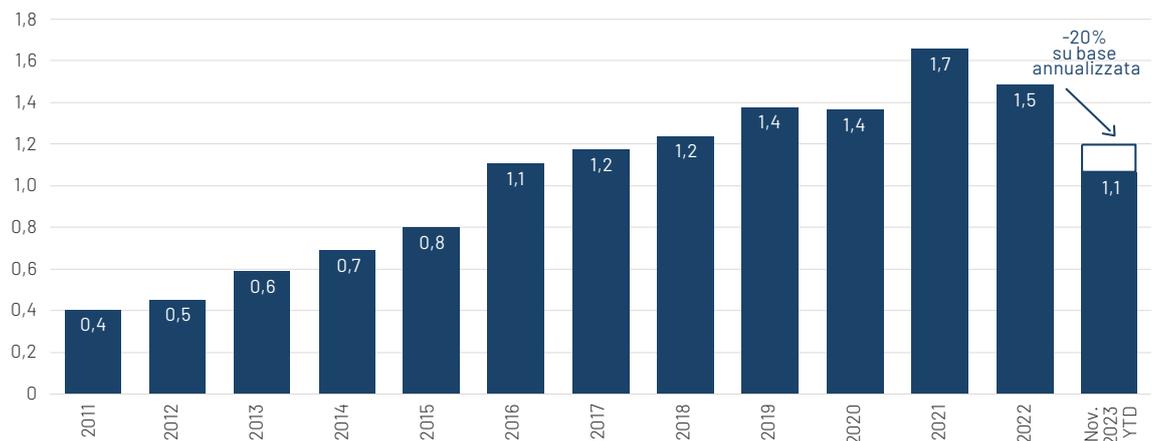
### LA TRASFORMAZIONE OPERATIVA È DI NUOVO CRUCIALE

Il 2023 è stato anche un anno di svolta per il private market, poiché l'inflazione ostinata ed i tassi di interesse più alti più a lungo hanno posto le basi di quella che appare come la "nuova normalità" macroeconomica.

Sul più lungo termine, riteniamo che questo nuovo contesto potrebbe giovare agli investitori nei Private Markets, poiché permetterà di riconoscere i gestori in grado di generare valore attraverso miglioramenti operativi anziché l'ingegneria finanziaria.

Di conseguenza, la selettività è più importante che mai. Con gli attivi privati oggetto di un numero crescente di trasformazioni, soprattutto in ambito digitale ed ambientale, siamo fermamente convinti che solo i gestori con un profondo coinvolgimento operativo continueranno a generare rendimenti superiori.

GRAFICO 10: RACCOLTA DI CAPITALI SUI PRIVATE MARKETS GLOBALI, MIGLIAIA DI MILIARDI DI DOLLARI



Fonti: Database Preqin Novembre 2023, Indosuez Wealth Management.



## PRIVATE MARKET: UN SETTORE PROSSIMO ALLA MATURITÀ

Riteniamo che i gestori più esperti e sofisticati del private market, con comprovate competenze operative, trarranno enormi vantaggi dal nuovo paradigma, dominando le raccolte fondi ed ottenendo un accesso privilegiato alle transazioni. A nostro giudizio, un solido *team d'investimento* non è più sufficiente e deve essere integrato da risorse dedicate a supportare le società in portafoglio, affinché attuino le iniziative operative richieste per stimolare la creazione di valore.

Pertanto, in quello che potrebbe tramutarsi in uno scenario "chi vince prende tutto", a nostro parere il consolidamento dei gestori mostrerà una costante accelerazione. L'acquisizione di gestori da parte di omologhi più grandi è già iniziata, con diverse transazioni importanti concluse nel 2023. La tendenza al consolidamento è nella sua fase iniziale poiché la classe di attivi finanziari crescerà ulteriormente, con l'ingresso di nuovi investitori tra cui i cosiddetti "*high net worth individual*".

## 2024: UNA NUOVA GAMMA DI OPPORTUNITÀ?

In merito al Private Equity, osserviamo segnali incoraggianti sul mercato delle fusioni ed acquisizioni, con l'attività che ha ripreso slancio nel terzo trimestre del 2023. Prevediamo che le transazioni torneranno gradualmente nel 2024, sostenendo una ripresa delle distribuzioni agli investitori.

Riteniamo che la revisione al ribasso delle valutazioni di ingresso possa accelerare per tutto il 2024; assisteremo infatti ad uscite posticipate per troppo tempo, con i gestori dei fondi chiamati a restituire capitali ai loro soci accomandanti<sup>13</sup>.

Di conseguenza, siamo convinti che nel 2024 i fondi di Private Equity mostreranno interessanti prezzi di ingresso, in quello che a nostro avviso sarà un mercato orientato agli acquisti.

Riteniamo che l'ampio bacino di piccole e medie imprese resterà un segmento molto appetibile, poiché tali società sono spesso più agili ed offrono un'ampia gamma di leve per creare valore, risultando al contempo meno dipendenti dai mercati finanziari per generare un'uscita.

Sul fronte del credito privato, abbiamo osservato una forte progressione dei capitali raccolti negli ultimi 18 mesi, sulla scia di tassi di interesse in ascesa.

<sup>13</sup> - Una società in accomandita semplice è una forma di società in cui alcuni soci contribuiscono solo finanziariamente e sono responsabili unicamente nella misura degli importi investiti.



Tuttavia, gli investitori dovranno restare cauti e selettivi; nei prossimi due anni, infatti, i tassi di insolvenza potrebbero aumentare notevolmente, a seguito della maggiore pressione per soddisfare gli indici di copertura degli interessi.

Come complemento alle strategie di finanziamento diretto, le strategie incentrate su crediti in sofferenza e su capitale strutturato saranno a nostro parere utili per investire nel mercato del credito privato, suscettibile di trarre vantaggio dall'attuale contesto.

Infine, riguardo agli attivi infrastrutturali, gli investimenti dovrebbero beneficiare ulteriormente della carenza globale di finanziamenti per sostenere la transizione energetica e la digitalizzazione della società. Riteniamo che l'inflazione elevata sia un chiaro propulsore della performance negli anni a venire, soprattutto nell'universo degli attivi reali.

Dopo oltre quindici anni di tassi ridotti ed inflazione trascurabile, per i Private Markets si apre un nuovo capitolo. Di pari passo con la trasformazione dell'economia generale, con sfide future che non si limitano all'impatto del maggiore costo del debito od all'inflazione a lungo termine, anche il private market dovrà cambiare volto. Forte della sua visione a lungo termine, lontana dalla volatilità dei mercati pubblici, siamo fermamente convinti che la classe di attivi finanziari sia attrezzata per continuare a sovraperformare.

## IN EVIDENZA IMMOBILIARE

Riduzioni delle valutazioni in media comprese tra il 10% e il 20% sono in gioco ormai da oltre 12 mesi, avendo avuto un impatto sui volumi di investimento di quasi il 40% nel 2023. Si prevede che la crescita degli affitti legata all'inflazione nel 2023 si stabilizzerà nel 2024. Le condizioni di credito più restrittive e l'aumento del costo del debito sta accelerando la tendenza al ribasso che potrebbe continuare fino alla metà del 2024, aprendo opportunità interessanti per gli acquirenti opportunisti contrarian.

Tuttavia, alcuni settori sono rimasti stabili e in particolare:

- Gli hotel e gli "asset operativi" si sono completamente ripresi rispetto agli anni pre-pandemici e sono guidati da un forte equilibrio tra domanda e offerta in Europa.
- Il commercio al dettaglio ha mostrato una relativa tenuta e ha continuato a fornire rendimenti solidi.
- Il settore immobiliare di lusso ha avuto un impatto limitato dal movimento dei tassi di interesse.

Poiché i tassi di interesse sembrano avvicinarsi al loro picco, prevediamo che i seguenti sottomercati si riprenderanno progressivamente e in particolare la logistica e gli uffici verdi di prima qualità nelle aree CBD (Central Business District) con bassi tassi di posti vacanti. Gli asset residenziali rimangono un investimento a lungo termine con fondamentali solidi.



# 04 | Macroeconomia



Lucas MERIC  
Investment Strategist

Nonostante i timori di recessione che lo hanno segnato per un certo tempo, il 2023 è stato in definitiva un anno di tenuta per le economie sviluppate, a fronte della drastica stretta orchestrata dalle banche centrali dal 2022. Questa solidità è stata accompagnata da una forte disinflazione, che ha posto le basi per un probabile atterraggio morbido dell'economia nel 2024.

#### L'ECONOMIA GLOBALE SI AVVIA VERSO UN ATTERragGIO MORBIDO NEL 2024

Questo atterraggio morbido è ascrivibile alla normalizzazione dei principali squilibri post-pandemia, che hanno alimentato la dinamica disinflazionistica. In particolare, il ribilanciamento ha interessato principalmente il mercato delle merci, con un netto miglioramento dei tempi di consegna dei fornitori, un adeguamento del mercato del lavoro senza massicce perdite di impieghi ed una normalizzazione della componente residenziale negli Stati Uniti. Sebbene gran parte del movimento disinflazionistico abbia già avuto luogo, ci aspettiamo che prosegua nel 2024. Le economie sviluppate sono un esempio calzante del nostro scenario: crescita attesa al di sotto del potenziale, ma senza scivolare in recessione, ed inflazione negli Stati Uniti e nell'Area Euro che chiuderà l'anno appena sopra gli obiettivi delle banche centrali.

Negli Stati Uniti prevediamo un rallentamento della crescita all'inizio dell'anno, che risalirà moderatamente verso il suo potenziale nel 2025. Sarà evitata una recessione, grazie in particolare ai solidi consumi, trainati dai continui incrementi del potere d'acquisto e dai bilanci più sani delle società finanziarie rispetto a prima della pandemia. Inoltre, famiglie ed imprese hanno potuto contrarre prestiti a tassi molto favorevoli prima dei rialzi nel 2022 e questo spiega i tassi effettivi piuttosto contenuti di oggi (tasso di interesse medio sui mutui pari al 3,7% a fronte di un nuovo tasso del 7,9%). Ci aspettiamo anche tagli dei tassi da parte della Federal Reserve (Fed) a partire da metà del 2024, che dovrebbero contribuire a mitigare i rischi di rifinanziamento.



#### L'INFLAZIONE CHIUDERÀ IL 2024

appena sopra  
gli obiettivi delle  
banche centrali





Nell'Area Euro  
**I PRINCIPALI  
VENTI  
CONTRARI**  
dovrebbero  
recedere nel 2024

Dopo un 2023 segnato da un'espansione debole ma resiliente, nel 2024 l'Area Euro non dovrebbe accumulare ritardi in termini di crescita rispetto agli Stati Uniti tanto significativi quanto nello scorso anno (Tabella 1). Le famiglie potranno contare su maggiori aumenti del reddito reale e, a differenza delle omologhe americane, beneficeranno ancora di sostanziali risparmi precauzionali, a loro volta suscettibili di sostenere i consumi (Grafico 11). Al contempo, due importanti avversità dovrebbero svanire nel 2024: la morsa della stretta monetaria è destinata ad allentarsi dal primo semestre, con la Banca Centrale Europea (BCE) che ha iniziato il ciclo rialzista diversi mesi dopo la Fed, e l'attività industriale dovrebbe riprendersi, sulla scia di un effetto meno negativo dei prezzi energetici ed una ripresa del ciclo manifatturiero globale.

## ASIA: LA TERRA DELLA CRESCITA E DELLE DIVERGENZE

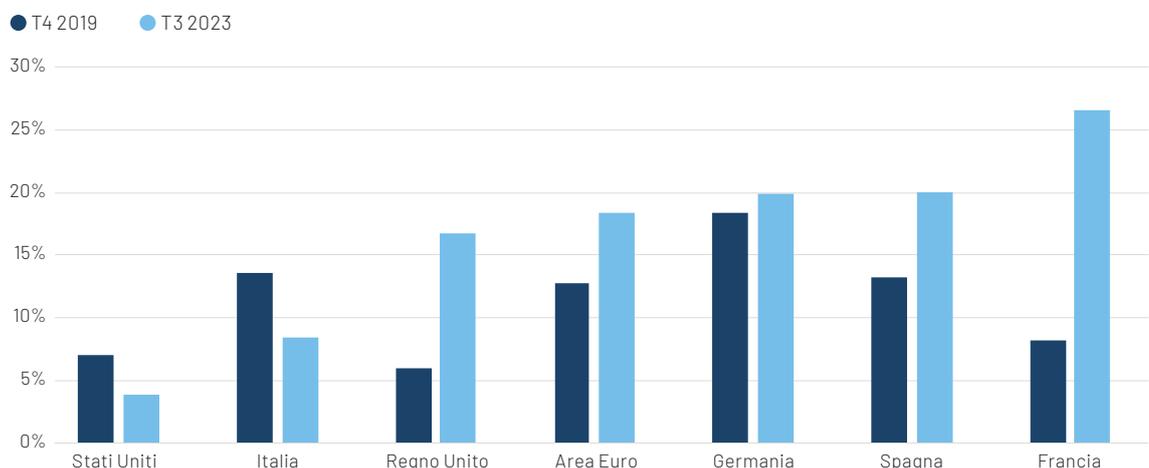
In merito alla Cina, il 2023 si è rivelato un anno deludente, nonostante le promesse di una riapertura alla fine del 2022, con l'economia fortemente penalizzata dal rallentamento del mercato immobiliare. A nostro avviso, i principali rischi del 2023 per il settore immobiliare ed i veicoli di finanziamento dei governi locali restano molto reali e dovrebbero giustificare un prolungamento delle politiche economiche accomodanti volte a rilanciare la crescita. Le autorità dispongono di margini di manovra sufficienti, data la bassa inflazione ed un indebitamento del governo centrale di molto inferiore a quello dei Paesi sviluppati. In ogni caso, l'economia cinese è ancora destinata a crescere ben al di sotto dei livelli storici, segno di un'espansione alle prese con un calo demografico che non sarà più trainata dall'immobiliare e dall'edilizia.

TABELLA 1: PREVISIONI MACROECONOMICHE 2023-2024, %

	PIL		INFLAZIONE	
	2023	2024	2023	2024
Stati Uniti	2,3%	1,2%	4,2%	2,7%
Area Euro	0,5%	0,7%	5,6%	2,9%
Cina	5,1%	4,5%	0,5%	1,8%
Giappone	1,9%	1,1%	3,2%	2,0%
India	6,5%	6,0%	6,2%	5,9%
Brasile	2,6%	1,3%	4,8%	4,0%
<b>Mondo</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,7%</b>	-	-

Fonte: Indosuez Wealth Management.

GRAFICO 11: I RISPARMI ACCUMULATI DAL 2019 POTREBBERO PROTEGGERE I CONSUMATORI DELL'AREA EURO, TASSO DI RISPARMIO, %



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Per contro, le positive tendenze demografiche dovrebbero spingere le prospettive di crescita a lungo termine in India, insieme allo slancio riformista, alla ridotta sensibilità agli *shock* esogeni ed ai potenziali afflussi di investimenti diretti, con il Paese che dispone inoltre di abbondanti riserve valutarie. Tuttavia nel 2024 potrebbero emergere sfide legate ai vincoli sul fronte dell'offerta ed all'incertezza politica, con le elezioni generali che si terranno nel primo semestre. Il 2024 promette inoltre bene per altre economie asiatiche minori come la Corea del Sud, Taiwan o Vietnam, suscettibili di essere sostenute dalla ripresa del ciclo manifatturiero globale, dalla continua normalizzazione del turismo internazionale e dalla diversificazione degli investimenti al di fuori della Cina.

Anche il Giappone potrebbe mettersi in luce prorogando l'adeguamento incrementale della politica monetaria in seguito all'avvento di un contesto reflazionistico. In particolare, nel 2024 la crescita dell'economia giapponese potrebbe iniziare ad essere maggiormente trainata dai consumi, grazie in particolare a migliori dinamiche salariali ed una politica fiscale accomodante. Tuttavia, la strada verso la reflazione nel

Paese del Sol Levante è lunga ed è improbabile che si concluda già nel 2024.

I principali rischi per il nostro scenario di atterraggio morbido nel 2024 includono:

- Un mondo sempre più polarizzato ed un aumento dei rischi geopolitici, come il conflitto tra Russia ed Ucraina o quello tra Israele e Hamas, che potrebbero avere importanti ricadute negative sui prezzi energetici e sollevare gravi minacce in particolare per l'Europa. Anche le tensioni tra Cina, da un lato, e Stati Uniti/Taiwan, dall'altro, saranno probabilmente al centro dell'attenzione. Tutti questi rischi geopolitici dovrebbero essere aggravati dalle elezioni presidenziali negli Stati Uniti e dal potenziale ritorno di Donald Trump.
- Anche il debito pubblico sarà verosimilmente sotto i riflettori, soprattutto in Europa, dove potrebbe permanere un rischio latente. Da monitorare la sostenibilità del debito italiano, in un contesto di tassi di interesse elevati e di crescita nominale inferiore. Allo stesso tempo, il drastico aumento del debito USA potrebbe creare più di un problema dopo il 2024, un anno elettorale e quindi con scarse probabilità che il bilancio sia notevolmente ridotto.



# 05 | Asset allocation



Grégory STEINER, CFA  
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE  
Portfolio Manager

Il 2023, che il consenso prevedeva fosse caratterizzato da un mercato rallentamento nelle economie avanzate, con un conseguente posizionamento prudente degli investitori all'inizio dell'anno, e da un ritorno alla ribalta dell'economia cinese (in fase di riapertura), alla fine ha riservato diverse sorprese.

Da un punto di vista macroeconomico, l'economia globale ha dato prova di un'inattesa tenuta, soprattutto negli Stati Uniti, costringendo le banche centrali a mantenere un approccio restrittivo. Sui mercati finanziari, si sono osservate performance degli indici azionari molto concentrate su specifici titoli (azioni dei beni di lusso in Europa nella prima metà dell'anno ed i "Magnifici 7" negli Stati Uniti). Infine, nel 2023 si sono verificati ulteriori *shock* esogeni mai così intensi. In particolare, il continuo aumento dei tassi di interesse a lungo termine è servito a ricordare che "tutto ha un prezzo", come hanno dimostrato le vulnerabilità delle banche regionali statunitensi e l'impatto sia sulla redditività di alcune società ambientali sia sull'attrattiva dell'immobiliare fisico in un contesto più complesso per i rifinanziamenti e i cambiamenti sociali più profondi.

A nostro parere, gli ultimi trimestri rappresentano più un periodo di transizione economica in cui il ruolo della politica fiscale è aumentato, ed è destinato verosimilmente ad aumentare, sullo sfondo di una normalizzazione dei tassi da parte delle banche centrali e di un ritiro della liquidità globale. Questo nuovo paradigma si inserisce in una transizione più ampia iniziata alla fine degli anni 2010, che comprende una transizione climatica, con la necessità per le nazioni di essere autosufficienti dal punto di vista energetico, una transizione tecnologica, con la progressiva generalizzazione e diffusione dell'intelligenza artificiale, come pure guadagni di produttività sul lungo termine per le società, ed una transizione geopolitica, con un mutato equilibrio dei poteri e tentazioni di autarchia (un tema già discusso nel nostro Global Outlook 2023, si veda "[Il ritorno delle frontiere](#)").

Gli investitori dovranno adattarsi a questa "nuova normalità", ripensando la composizione di portafogli diversificati. Questo richiede un migliore equilibrio rispetto al passato nell'utilizzo delle classi di attivi finanziari disponibili. Infatti, dopo gli aumenti dei tassi di interesse globali, i mercati obbligazionari stanno tornando ad essere molto interessanti (sia i titoli di Stato che le obbligazioni *corporate*). Questi completano la gamma degli attivi di un gestore di portafoglio insieme ai mercati azionari, ai prodotti strutturati ed agli attivi reali, per offrire rischi di perdita del capitale inferiori al passato.

#### MERCATI AZIONARI

- Strategicamente, continuiamo ad essere costruttivi sulle azioni per il 2024. Nonostante la fine dell'abbondante liquidità, diversi motori di crescita dovrebbero continuare a sostenere gli attivi rischiosi: un profilo di crescita/inflazione strutturalmente più elevato rispetto all'ultimo decennio, in genere favorevole agli utili aziendali, il ritorno dei progressi tecnologici che consente alle imprese di migliorare la produttività attraverso una riduzione dei costi e la stabilità dei margini livelli elevati, nonché la graduale fine delle politiche di inasprimento monetario.
- In quest'ottica, riteniamo che le azioni statunitensi siano ben posizionate, soprattutto quelle con solidi fondamentali economici e consistenti flussi di cassa. Sul breve termine, i titoli *Growth* a larga capitalizzazione continueranno ad essere apprezzati dagli investitori. In secondo luogo, in presenza di una ripresa del ciclo economico e di condizioni monetarie molto più accomodanti, gli investitori dovranno iniziare a riposizionarsi sulle società a piccola e media capitalizzazione, che sono state a lungo ignorate.



VISIONE  
COSTRUTTIVA  
sulle azioni nel 2024



---

Il **RENDIMENTO**  
sarà un'importante  
fonte di  
**PERFORMANCE  
POSITIVA**

---

- Le transizioni sopra descritte si riveleranno più impegnative in Europa. La crescita dovrebbe migliorare leggermente nel 2024, celando però divergenze tra i vari Paesi sul piano inflazionistico e dell'espansione, come pure differenti sensibilità al ciclo commerciale globale. Pertanto, nonostante valutazioni apparentemente interessanti, preferiamo iniziare l'anno con una posizione più cauta sulle azioni dell'Area Euro. Al di fuori dell'Area Euro, riteniamo che il Regno Unito possa trarre vantaggio dalla propria natura difensiva e della capacità di copertura contro le crescenti pressioni sui prezzi energetici.
- Infine, confermiamo l'opinione costruttiva sugli attivi dei mercati emergenti. Nel 2024 queste economie dovrebbero infatti offrire un positivo differenziale di crescita rispetto alle omologhe economie sviluppate. È opportuno adottare un approccio diversificato a livello di Paesi e di classi di attivi finanziari (azioni e debito) poiché, in questa fase di transizione, è sempre più difficile valutare il premio di rischio specifico dei Paesi.
- Abbiamo ridotto strategicamente la nostra convinzione sulla Cina alla fine del 2023 a causa di fattori strutturali (calo demografico, persistente *deleveraging* nel settore immobiliare) che pesano sulle sue prospettive a lungo termine. Tuttavia, riteniamo che nel 2024 la seconda maggiore economia al mondo offrirà occasioni di investimento più specifiche, limitate probabilmente a determinati settori o società sostenuti dalle autorità locali.

#### MERCATI DEL REDDITO FISSO

- Il rialzo dei tassi a lungo termine degli ultimi due anni ha fatto emergere interessanti punti di ingresso per gli investitori che intendono esporsi ai mercati obbligazionari. Tuttavia, nonostante l'atteso allentamento delle condizioni finanziarie nel 2024 (di pari passo con il processo di disin-

flazione) ed in assenza di incidenti economici, questa transizione verso un regime di maggiore crescita nominale implica la stabilizzazione dei tassi di interesse su livelli più elevati rispetto al passato.

- La scomparsa delle banche centrali come acquirenti marginali sul lato della domanda e la crescente necessità di finanziamenti governativi sul lato dell'offerta, in un contesto segnato dalla ricerca di autonomia strategica delle nazioni e dallo sviluppo delle infrastrutture necessarie per la transizione energetica, ha alterato l'equilibrio del mercato prevalente dopo la Grande crisi finanziaria del 2008. In questo contesto di elevati tassi di interesse, è necessario prestare maggiore attenzione alla qualità degli emittenti ed alla gestione della loro politica fiscale.
- Sebbene il potenziale di ritorno in conto capitale dalle obbligazioni possa sembrare parzialmente limitato, riteniamo che il rendimento sarà un'importante fonte di performance positiva. Al contrario, il mercato monetario, che può sembrare interessante sul breve periodo, non è a nostro avviso una valida alternativa nel lungo periodo. Preferiamo essere esposti al debito sovrano a breve termine, da integrare con obbligazioni *corporate* di buona qualità (che offrono rendimenti generosi a fronte di un rischio limitato). Tuttavia, siamo più prudenti sulle obbligazioni *high yield*, poiché molte società dovranno rifinanziare il proprio debito e potrebbero rivelarsi volatili.
- Inoltre, per il 2024, manteniamo una visione positiva sul debito dei mercati emergenti in valuta locale, il cui rendimento, intorno al 7%, permane interessante ed un potenziale deprezzamento del dollaro nel 2024 sosterrrebbe tale classe di attivi finanziari. Infine, le banche centrali dei Paesi emergenti sembrano aver appreso la lezione dalle crisi passate e hanno gestito meglio il ciclo rialzista, limitando il rischio di errori di politica monetaria.



#### MERCATI VALUTARI E DEI METALLI PREZIOSI

- Il contesto macroeconomico, che continua a sorprendere al rialzo negli Stati Uniti rispetto all'Area Euro, potrebbe favorire il dollaro sul breve termine, mentre il suo status di valuta rifugio a fronte del crescente rischio geopolitico potrebbe fungere da ulteriore fattore di sostegno. Tuttavia, da una prospettiva strategica, diversi fattori ci inducono a mantenere una visione prudente sul biglietto verde: l'attesa fine della stretta monetaria oltreoceano, i timori per la sostenibilità del debito pubblico nonché, in un'ottica più strutturale, la diversificazione delle riserve valutarie e la creazione di canali bilaterali tra i Paesi emergenti tramite l'utilizzo di altre valute di regolamento.
- In un mondo in transizione, dove le incertezze finanziarie geopolitiche e climatiche sono elevate e gli *shock* di volatilità sono diventati più frequenti, riteniamo che sia sempre più importante includere nelle allocazioni una gamma di attivi di copertura. Ad esempio, riteniamo che alcune valute come il franco svizzero o lo yen giapponese aggiungono valore ad un portafoglio diversificato. Anche l'oro merita di essere considerato; oltre a detenerlo per finalità di gestione patrimoniale, il metallo giallo potrebbe trarre vantaggio da un calo dei rendimenti reali e dai continui acquisti delle banche centrali, offrendo contemporaneamente una interessante copertura contro uno scenario di stagflazione e/o di rinnovate tensioni geopolitiche.



06

Presenza  
internazionale



## LA NOSTRA STORIA

Forti di oltre 145 anni di esperienza nell'advisory a famiglie e imprenditori in tutto il mondo, mettiamo a loro disposizione consulenza finanziaria qualificata e un servizio personale di eccellenza.

Proponiamo un approccio su misura che consente a ogni cliente di costruire, proteggere e trasmettere il proprio patrimonio.

Offriamo un servizio realmente personale in sintonia con le esigenze dei clienti che, unito alla solidità finanziaria e alle competenze complementari del Gruppo Crédit Agricole, uno dei 10 principali attori bancari nel mondo, genera un approccio unico alla creazione di valore per imprenditori e famiglie in tutto il mondo.

## INDOSUEZ WEALTH MANAGEMENT

In Indosuez Wealth Management uniamo una tradizione straordinariamente ricca, basata su relazioni di lungo termine, a competenze di punta e alla nostra rete finanziaria internazionale.

### ASIA PACIFICO

#### HONG KONG RAS

Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway  
Hong Kong  
T. +852 37 63 68 68

#### NUMEA

Le Commodore - Promenade Roger Laroque,  
Anse Vata  
98800 Numea - Nuova Caledonia  
T. +687 27 88 38

#### SINGAPORE

168 Robinson Road #23-03 Capital Tower  
068912 Singapore  
T. +65 64 23 03 25

## EUROPA

### BRUXELLES

Chaussée de la Hulpe 120 Terhulpesteenweg  
1000 Bruxelles - Belgio  
T. +32 2 566 92 00

### GINEVRA

Quai Général-Guisan 4  
1204 Ginevra - Svizzera  
T. +41 58 321 90 00

### LUSSEMBURGO

39, Allée Scheffer  
L-2520 Lussemburgo  
T. +352 24 67 1

### MADRID

Paseo de la Castellana 1  
28046 Madrid - Spagna  
T. +34 91 310 99 10

### MILANO

Piazza Cavour 2  
20121 Milano - Italia  
T. +39 02 722 061

### MONACO

11, Boulevard Albert 1<sup>er</sup>  
98000 Monaco  
T. +377 93 10 20 00

### PARIGI

17, Rue du Docteur Lancereaux  
75008 Parigi - Francia  
T. +33 1 40 75 62 62

## MEDIO ORIENTE

### ABU DHABI

Zayed - The 1<sup>st</sup> Street - Nayel & Bin Harmal Tower,  
5<sup>th</sup> Floor office 504  
PO Box 44836 Abu Dhabi  
T. +971 2 631 24 00

### DIFC

Al Fattan Currency House, Tower 2  
Level 23 Unit 4 DIFC  
PO Box 507232 Dubai  
T. +971 4 350 60 00



# 07 | Glossario



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

**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.

**CBO, Congressional Budget Office:** Ufficio congressuale del bilancio degli Stati Uniti.

**CHIPS Act:** Il CHIPS Act è una legge federale statunitense che prevede finanziamenti e incentivi volti ad aumentare la produzione e la ricerca nazionali sui semiconduttori.

**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.

**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 risultato 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.

**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.

**Friendshoring:** Termine utilizzato dal Segretario del Tesoro statunitense Janet Yellen, che denota l'impegno a collaborare con (o delocalizzare in) paesi che "aderiscono fermamente ad un insieme di norme e valori su come operare nell'economia globale e gestire il sistema economico mondiale".

**Green Deal europeo:** Il principale obiettivo del Green Deal europeo è raggiungere la neutralità climatica entro il 2050 (decarbonizzare il sistema energetico con "zero emissioni nette di gas serra entro il 2050").

**Greenflation:** Si riferisce all'aumento dei prezzi energetici e delle materie prime in seguito alla transizione verde.

**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.

**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.

**Nearshoring:** L'OCSE definisce la regionalizzazione o nearshoring come la decisione di trasferire attività in passato delocalizzate, non necessariamente nel paese di origine dell'impresa ma piuttosto in uno Stato vicino.

**OCSE:** Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico.

**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%.

**Soft power:** Traducibile in italiano come "potere dolce" o "potere di persuasione" è un concetto utilizzato nelle relazioni internazionali.

**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.

**Quantitative tightening (QT):** Termine inglese che indica l'insprimento quantitativo è uno strumento di politica monetaria restrittivo applicato dalle banche centrali per ridurre la quantità di liquidità o offerta di moneta nell'economia.

**Rischio di ridenominazione:** La ridenominazione è la ricalibrazione della valuta di un Paese, in genere a causa dell'iperinflazione e della svalutazione monetaria, in cui la precedente valuta viene scambiata con una nuova ad un tasso fisso.

**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.

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

**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.



## DICHIARAZIONE DI ESCLUSIONE DI RESPONSABILITÀ

Il documento dal titolo "Global Outlook" ("Opuscolo") è rilasciato unicamente a fini di comunicazione commerciale.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Le Entità o i loro azionisti, così come i loro azionisti e filiali e, più in generale, le società del gruppo Crédit Agricole (il "Gruppo") nonché i loro rispettivi responsabili, dirigenti o dipendenti potranno, su base personale ovvero a nome e per conto di terzi, effettuare transazioni relative agli strumenti finanziari descritti nell'opuscolo, detenere strumenti finanziari differenti, in termini di emittenti o garanti, oppure ancora offrire o tentare di offrire servizi di investimento, finanziari o di altro tipo a favore di tali entità o per loro conto. Laddove un'Entità e/o Entità del Gruppo Crédit Agricole agiscano in veste di consulente d'investimento e/o gestore, amministratore, distributore o agente di collocamento per determinati prodotti o servizi menzionati nell'Opuscolo ovvero laddove 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 España, operante sotto la supervisione del Banco de España (www.bde.es) e della Commissione Nazionale del Mercato Azionario (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), come filiale di CA Indosuez Wealth (Europe), istituto di credito debitamente registrato in Lussemburgo e operante sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF). Indirizzo: Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Spagna), registrata presso il Banco de España con il numero 1545. Immatricolata presso il Registro del Commercio e delle Società di Madrid con il numero T 30.176.F 1.S 8, H M-543170, CIF (Codice di identificazione fiscale): W-0182904-C.

- **in Belgio:** l'Opuscolo è distribuito dalla filiale per il Belgio di CA Indosuez Wealth (Europe), con sede al 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgio, immatricolata presso il Registro delle Società di Bruxelles con il numero 0534 752 288, registrata nel Banque-Carrefour des Entreprises (database delle aziende belghe) con partita IVA n. 0534.752.288 (RPM Brussels), filiale di CA Indosuez Wealth (Europe), società con sede sociale in 39 allée Scheffer L-2520 Lussemburgo, immatricolata presso il Registro delle Società del Lussemburgo con il numero B91.986 e operante come istituto di credito autorizzato con sede in Lussemburgo sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF).
- **in Italia:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe), Italy Branch con sede in Piazza Cavour 2, Milano, Italia, iscritta all'Albo delle Banche n. 8097, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano, Monza Brianza e Lodi n. 97902220157;
- **nell'Unione europea:** l'Opuscolo può essere distribuito da Entità di Indosuez Wealth Management autorizzate a tale scopo nell'ambito della Libera prestazione di servizi;
- **nel Principato di Monaco:** l'Opuscolo è distribuito da CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1<sup>er</sup> - 98000 Monaco, iscritta nel Registro di commercio e dell'industria del Principato di Monaco con il numero 56S00341, certificazione: EC/2012-08;
- **in Svizzera:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Ginevra 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.

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

Crediti fotografici: Getty Images.

Finito di redigere il 04.12.2023.



