



VOTE

MONTHLY HOUSE VIEW

Gennaio 2024

Presidenziali USA: il punto nevralgico del 2024?

• **Sommario**

01• Editoriale	P3
E SE L'IA FOSSE LA SOLUZIONE ALLE SFIDE GLOBALI?	
02• Focus	P4
PRESIDENZIALI USA: IL PUNTO NEVRALGICO DEL 2024?	
03• Macroeconomia	P6
AREA EURO: LA LUCE IN FONDO AL TUNNEL?	
04• Reddito fisso	P8
UN NUOVO ANNO SOTTO I BUONI AUSPICI DELLE BANCHE CENTRALI	
05• Azioni	P10
UN ATTERRAGGIO MORBIDO NEL 2024?	
06• Cambi	P12
EURO: ATTENZIONE AL RIBASSO	
07• Asset allocation	P14
SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE	
08• Monitor dei mercati	P16
PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI	
09• Glossario	P17
Dichiarazione di esclusione di responsabilità	P18



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

Cari Lettori,

Il 2023 è stato segnato da importanti eventi. Innanzitutto, quando si sperava in una tregua o persino nella fine della guerra in Ucraina, quest'ultima è proseguita, diventando la triste normalità. Dopo oltre 650 giorni di combattimenti, Vladimir Putin ha sedato la rivolta del gruppo Wagner, uscendone rafforzato. Si sono poi aggiunti un nuovo conflitto tra Israele e Hamas ed uno dei terremoti più devastanti degli ultimi 100 anni in Turchia e Siria, che ha causato oltre 50.000 vittime.

Il cambiamento climatico accelera; a novembre si sono registrate in Brasile temperature estreme prossime ai 60 gradi. Al contempo, le inondazioni nel mondo sono sempre più frequenti e le piene senza precedenti legate ad El Niño in Etiopia, Kenya e Somalia hanno provocato, secondo il bilancio provvisorio di questi tre Paesi, centinaia di morti ed un milione di sfollati. Ricordiamo infine gli incendi boschivi di proporzioni inaudite, con oltre 18 milioni di ettari bruciati in Canada, un'area vasta quasi quanto Austria, Svizzera, Belgio e Paesi Bassi messi insieme.

I mesi da giugno ad ottobre sono stati i più caldi in assoluto a livello mondiale¹ ed il 2023 prenderà verosimilmente il posto del 2016 come l'anno più caldo della storia. Ne è la prova la temperatura media globale che, a novembre, ha superato di oltre due gradi la media stagionale dell'era preindustriale. Dovevamo quindi aspettarci un miracolo alla COP28 nel Paese dell'oro nero? L'accordo di Dubai non traccia alcun cambio di rotta significativo poiché, in questo frangente, non è stato previsto alcun abbandono coordinato dei combustibili fossili.

In questo contesto piuttosto debole, è facile capire come certi populisti, i quali veicolano messaggi rassicuranti e positivi che mettono in discussione tali realtà, possano raggiungere i più alti livelli di potere. È stato di recente il caso di Javier Milei in Argentina e potenzialmente di Donald Trump, in corsa per tornare alla Casa Bianca alla fine dell'anno.

Tuttavia, ci sono motivi per restare ottimisti:

- L'ascesa delle temperature rallenta. Siamo infatti passati da una traiettoria di aumento di 4,3 gradi² a 2,9 gradi³ entro il 2100 rispetto all'era preindustriale.
- Il 2023 segnerà un punto di svolta sul fronte dell'Intelligenza Artificiale (IA); pur sollevando questioni etiche, la rivoluzione di "chatGPT" è dirompente, innovativa e probabilmente fonte di futura produttività.
- Infine, l'inflazione su base annua si normalizza, attestandosi a novembre al 3,1% negli Stati Uniti ed al 2,4% nell'Area Euro. I mercati azionari, salvo quelli emergenti, hanno chiuso l'anno in bellezza. L'indice S&P 500 ha recuperato tutte le perdite del 2022, il peggiore anno dell'ultimo decennio. A distinguersi sono soprattutto i titoli tecnologici e nello specifico i "Magnifici 7"⁴ che, dopo aver ceduto metà del valore nel 2022, hanno visto raddoppiare il loro valore nel 2023.

Il 2024 si preannuncia ricco di sfide, ma anche di promesse. Sfide per le banche centrali, chiamate a coordinare i loro sforzi per gestire in modo ottimale il taglio dei tassi, in un complesso scenario di sostenibilità del debito globale, pari al 238% del PIL⁵ ed ancora superiore ai livelli pre-COVID. Sfide politiche e geopolitiche, in particolare tra Cina e Stati Uniti, soprattutto se Donald Trump dovesse essere rieletto. Sfide, infine, sul piano della politica climatica, dove l'Europa è stata a lungo l'unica protagonista.

Ma il 2024 sarà anche l'anno delle promesse legate alle nuove tecnologie ed all'accelerazione dell'IA in tutti gli ambiti della società al servizio del genere umano e del pianeta, con interessanti opportunità di investimento all'orizzonte.

Colgo l'occasione per augurarvi una buona lettura e un 2024 ricco di soddisfazioni. Anche nel nuovo anno saremo al vostro fianco per accompagnarvi nei vostri investimenti.

1 - Fonte: Copernicus.

2 - Fonte: Gruppo intergovernativo sui cambiamenti climatici (IPCC), 2015.

3 - Fonte: Organizzazione delle Nazioni Unite (ONU), novembre 2023.

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

5 - Debito mondiale: dati del Fondo monetario internazionale (FMI) sul debito pubblico e privato alla fine del 2022.



PRESIDENZIALI USA: IL PUNTO NEVRALGICO DEL 2024?



Nicolas MOUGEOT
Head of Investment Strategy
& Sustainability

Nel 2024 si svolgeranno le elezioni presidenziali americane. Il colore del vincitore, blu democratico o rosso repubblicano, avrà un impatto sulla performance del mercato azionario nel corso dell'anno e per l'intero mandato della prossima amministrazione?

DALLA GEOPOLITICA ALLA POLITICA

Le tensioni tra Cina e Stati Uniti, l'invasione dell'Ucraina, l'attacco ad Israele... Gli ultimi due anni sono stati dominati da una serie di grandi eventi geopolitici. Il 2024 potrebbe rompere con il passato, con la politica e non più la geopolitica alla ribalta. I cittadini di ben 40 Paesi saranno infatti chiamati alle urne nel 2024 per eleggere i rappresentanti che li governeranno. Tra tutte queste tornate elettorali, quelle americane dovrebbero riservare diversi colpi di scena nei prossimi 12 mesi, dalla nomina dei candidati democratici e repubblicani all'elezione del presidente ad inizio novembre ed al suo insediamento tra un anno. A prescindere dall'esito, è lecito temere che l'incertezza risultante dalle elezioni statunitensi pesi sui mercati nei mesi a venire?

La tabella 1 mostra la performance dell'indice S&P 500 nei 19 anni dal 1946 in cui si sono tenute le presidenziali. A prima vista, gli investitori potrebbero diffidare dei prossimi 12 mesi poiché, da una prospettiva storica, l'indice S&P 500 tende a sottoperformare di oltre il 2% negli anni delle elezioni dalla fine della Seconda guerra mondiale (6,84% rispetto a 9,16%).

Tuttavia, se escludiamo il 2008, caratterizzato non solo dalle urne ma anche dalla crisi finanziaria, non vi sono differenze significative tra un anno elettorale e qualsiasi altro anno (9,36% rispetto a 9,16%). La storia ci insegna quindi che, presidenziali o meno ed in assenza di una crisi esogena al processo elettorale, la performance delle azioni americane non varia.

IL CICLO POLITICO: UN FATTORE CRUCIALE

Il ciclo politico è quindi irrilevante? Esaminiamo ora la performance delle azioni americane dal 1946, dividendo il campione tra presidenze democratiche e repubblicane. Il divario è significativo: mentre sotto le presidenze democratiche il rendimento medio del S&P 500 si è attestato al 10,17%, quando al potere vi sono i repubblicani tale cifra scende ad "appena" il 7,12%. Anche escludendo il 2008, quando era presidente il repubblicano George W. Bush, lo scarto resta vicino al 2%.



LE ELEZIONI
presidenziali
non pesano sulle
AZIONI

TABELLA 1: PERFORMANCE DELL'INDICE S&P 500 DAL 1946

1946-2023			
Anno elettorale	6,84%	Democratici	10,17%
Anno non elettorale	9,16%	Repubblicani	7,12%
1946-2023, ESCLUSO IL 2008			
Anno elettorale	9,36%	Democratici	10,17%
Anno non elettorale	9,16%	Repubblicani	8,29%

Nota: "Democratici" e "Repubblicani" indicano la performance dell'indice S&P 500 in base al partito del presidente in carica.
Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Pastor e Veronesi, due professori dell'Università di Chicago, hanno fornito una spiegazione a questo "presidential puzzle"⁶: in presenza di un'elevata avversione al rischio, come durante le crisi economiche, gli elettori sono più propensi ad eleggere un presidente democratico poiché esigono una maggiore protezione sociale. Quando invece l'avversione al rischio è bassa, gli elettori desiderano correre più rischi e tendono a votare un repubblicano. Roosevelt è stato infatti eletto dopo la crisi del 1929, Carter dopo il primo shock petrolifero, Clinton dopo la recessione nei primi anni Novanta, Obama dopo la crisi finanziaria del 2008 e Biden dopo l'emergenza della COVID-19, tutti presidenti democratici.

INVESTIMENTI VERDI A RISCHIO?

Un altro fattore da non trascurare è l'impatto della scelta del futuro presidente sulle politiche economiche e fiscali nei prossimi anni. Da un lato, alcuni programmi di stimolo dell'amministrazione Biden, come il CHIPS Act⁷ a sostegno del settore dei semiconduttori, hanno ricevuto un supporto *bipartisan* e non dovrebbero essere messi in discussione. Dall'altro, l'arrivo di un presidente repubblicano potrebbe porre fine ad alcuni finanziamenti verdi. In particolare, nell'aprile 2023 il repubblicano McCarthy aveva proposto il "Limit, Save, Grow Act" per limitare alcune spese, facendo presagire potenziali tagli da parte di un'amministrazione repubblicana. Prevedeva nello specifico diminuzioni significative degli aiuti fiscali nell'ambito dell'*Inflation Reduction Act* (legge sulla riduzione dell'inflazione) e dei crediti d'imposta verdi. Un presidente repubblicano non implicherebbe necessariamente un'austerità di bilancio, soprattutto con un senato democratico, ma è molto probabile che gli incentivi fiscali per le energie rinnovabili vengano fortemente ridimensionati. Un anno elettorale porta sempre con sé qualche sorpresa ed il 2024 non dovrebbe fare eccezione. Come Neo in Matrix, i mercati finanziari potrebbero quindi seguire un destino diverso, a seconda che gli elettori americani scelgano la pillola rossa o quella blu.



3%:
LA SOVRA-
PERFORMANCE
delle azioni quando
il presidente
è democratico

Un'alta avversione al rischio implica un elevato premio di rischio azionario o, in altre parole, valutazioni azionarie più contenute al momento T e quindi una migliore performance potenziale. Questo spiega la sovraperformance delle azioni durante le presidenze democratiche, indipendentemente dalle misure economiche adottate. Se la storia si ripete e la teoria di Pastor e Veronesi fosse confermata, alle future elezioni l'assenza di una grave crisi economica e la debole volatilità dei mercati azionari tenderebbero a favorire un candidato repubblicano, il che implica rendimenti leggermente inferiori alla media durante il prossimo mandato.

GRAFICO 1: PREMIO DI RISCHIO AZIONARIO ED ELEZIONI AMERICANE, %



Nota: il premio di rischio azionario è stimato come segue: rapporto inverso prezzo/utigli di Shiller + 6% di crescita degli utili - tasso statunitense a 10 anni. R e D indicano gli anni in cui è stato eletto un presidente repubblicano (R) o democratico (D).

Fonti: dati Shiller, Indosuez Wealth Management.

6 - Si veda Lubos Pastor e Pietro Veronesi, 2020, "Political Cycles and Stock Returns", *Journal of Political Economy*.

7 - Il CHIPS Act è una legge federale americana che prevede finanziamenti ed incentivi volti ad accrescere la produzione nazionale di semiconduttori e la ricerca in tale ambito.



Lucas MERIC
Investment Strategist

Nonostante una dinamica al momento debole per l'economia dell'Area Euro, i recenti dati macroeconomici hanno mostrato segnali incoraggianti, in linea con il nostro scenario di ripresa dell'attività nel 2024. I significativi progressi compiuti negli ultimi mesi sul fronte dell'aumento dei prezzi avvalorano questa visione, per quanto riteniamo che sia ancora prematuro cantare vittoria sull'inflazione.

INFLAZIONE: GAME, SET E MATCH?

Al momento della redazione, i mercati prevedono un'inflazione nell'Area Euro di poco superiore all'1,5% a fine dicembre 2024, a fronte di attese che a fine ottobre segnalavano ancora un 2,5%. Nello specifico, questa euforia disinflazionistica segue tre mesi di sorprese positive sul versante dell'inflazione⁸ nel vecchio continente, con quella complessiva al 4% su base annua e la componente di fondo al 3,6%. Sebbene questa dinamica sia in linea con le nostre aspettative di un proseguimento della disinflazione nell'Area Euro, le aspettative del mercato ci sembrano molto ottimistiche mentre, a nostro parere, l'inflazione media annua scenderà dal 5,5% nel 2023 al 2,7% nel 2024.

Inizialmente, ci aspettiamo che l'inflazione complessiva acceleri di nuovo a circa il 3%, a causa degli effetti di base legati ai sussidi per il gas naturale introdotti in Germania a dicembre 2022. Tuttavia, questo rimbalzo sarà solo temporaneo e dovrebbe essere seguito da un rallentamento dell'inflazione, che oscillerà tra il 2,5% ed il 3% nel 2024, sopra l'obiettivo del 2% fissato dalla Banca Centrale Europea (BCE).

Una combinazione di fattori dovrebbe infatti limitare l'inflazione europea: la revoca di numerosi aiuti di Stato istituiti in risposta alla crisi energetica del 2022 (tetto ai prezzi in Germania, scudi tariffari in Francia, tagli dell'IVA in Italia e Spagna), un'inflazione alimentare che dovrebbe confermarsi sostenuta (tra il 3% ed il 4%) sulla scia di prezzi alla produzione elevati ed eventi climatici (come il fenomeno El Niño, atteso di nuovo per questo

inverno) ed infine un mercato del lavoro che permane storicamente in contrazione (con un tasso di disoccupazione al 6,5%) e dovrebbe esercitare ulteriori pressioni sugli stipendi: nel 2024 la Banca Centrale Europea prevede un aumento della retribuzione per dipendente del 4,6% (rispetto ad un livello medio pre-pandemia di circa il 2%).

A più lungo termine, i temi della transizione energetica (*Greenflation*⁹) e della deglobalizzazione in particolare dovrebbero anche favorire un'inflazione strutturalmente più alta, come discusso nel nostro [Global Outlook 2024: Alla ricerca di un nuovo regime inflazionistico](#).

UNA DINAMICA DEBOLE MA PROSPETTIVE INCORAGGIANTI

In questo contesto di sorprese incoraggianti sul piano dell'inflazione, lo stato di salute dell'economia europea rimane sottotono; ne è un esempio la contrazione dello 0,1% del PIL nel terzo trimestre del 2023. Tuttavia, al di là della crescita negativa, il dettaglio appare più incoraggiante dato il contributo positivo della domanda interna, con il PIL frenato principalmente dalle variazioni delle scorte. In particolare, per la prima volta quest'anno i consumi delle famiglie hanno contribuito in misura significativa alla crescita del PIL nel terzo trimestre del 2023, uno sviluppo favorevole se si considera il nostro scenario di ripresa dei consumi trainata da un miglioramento del reddito reale delle famiglie, sullo sfondo di un aumento degli stipendi ed una costante disinflazione.



I mercati prevedono
**UN'INFLAZIONE
DELL'1,5%
A FINE 2024
nell'Area Euro**

8 - Le percentuali indicate sono su base annua.

9 - Per *greenflation* od inflazione verde si intende un aumento dei prezzi energetici e delle materie prime causato dalla transizione verde.



Infatti, anche se negli ultimi tempi la dinamica disinflazionistica si è rivelata molto positiva, occorre ricordare che quest'estate un Paese come la Germania registrava ancora un'inflazione superiore al 6% e che i prezzi dei generi alimentari nell'Area Euro, una componente della vita quotidiana delle famiglie, sono aumentati del 7% su base annua a novembre. Tale livello dovrebbe scendere tra il 3% ed il 4% nel 2024, ma resta per ora molto elevato.

Il miglioramento del potere d'acquisto dovrebbe fungere da importante motore di crescita, con le famiglie europee che, a differenza delle omologhe americane, possono ancora contare su cospicui risparmi, simbolo di un approccio al consumo molto più cauto negli scorsi anni. La ripresa dei consumi dovrebbe inoltre essere accompagnata da un allentamento della stretta monetaria mentre, stando alle ultime indagini pubblicate, il settore manifatturiero sembra aver toccato un minimo e dovrebbe risalire il prossimo anno, sostenuto da un impatto favorevole dei prezzi energetici e dalla ripresa del ciclo produttivo globale.

Tuttavia, in un'ottica di politica fiscale, prevediamo che lo stimolo fiscale di bilancio peserà maggiormente sulla crescita nel 2024, in un quadro segnato dal proseguimento del riequilibrio fiscale e dalla revoca delle misure fiscali correlate all'energia.

Anche il debito pubblico sarà un argomento focale, con l'emergere di un potenziale rischio latente; la sostenibilità del debito italiano desta infatti preoccupazioni, sullo sfondo di tassi di interesse elevati ed una crescita nominale più debole.

CRESCITA INFERIORE AL POTENZIALE

Pertanto, pur anticipando un miglioramento del *momentum* di crescita, il nostro scenario per l'Area Euro resta in definitiva quello di un'espansione graduale e modesta dello 0,6% nel 2024. Abbiamo in particolare deciso di rivedere leggermente al ribasso le nostre aspettative di crescita (-10 punti base) data l'attuale dinamica incerta dell'economia europea e la crisi di bilancio tedesca, in seguito alla sentenza della Corte di giustizia di Karlsruhe sul mancato rispetto del "freno all'indebitamento", una regola costituzionale, da parte del governo nazionale, che dovrebbe comportare tagli di bilancio nel 2024 e pesare quindi (lievemente) sulla crescita dell'Area Euro.

TABELLA 2: PREVISIONI MACROECONOMICHE 2023 - 2024, %

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

	PIL		INFLAZIONE	
	2023	2024	2023	2024
USA	2,4%	1,3%	4,1%	2,6%
Area Euro	0,5%	0,6%	5,5%	2,7%
Cina	5,2%	4,5%	0,5%	1,3%
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%
Mondo	3,0%	2,7%	-	-

Fonte: Indosuez Wealth Management.

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

Alla fine del 2023 i mercati del reddito fisso accolgono con ottimismo la revisione sul fronte delle politiche monetarie attese. All'inizio del 2024 il carry sarà meno elevato rispetto ad ottobre 2023, ma si farà preferire agli altri attivi. Le condizioni finanziarie si allentano rapidamente.



EUROPA:
la crescita dovrebbe
MIGLIORARE
NEL 2024

BANCHE CENTRALI

La fine del 2023 ha evidenziato la divergenza tra i messaggi delle banche centrali e le anticipazioni dei mercati. Molti operatori, dagli esperti di strategie ai gestori, considerano eccessive le attese sui tagli dei tassi nel 2024. Ma allora, chi avrà ragione?

Sul breve termine l'inflazione rallenta (si veda l'articolo: [Area Euro: la luce in fondo al tunnel?](#), pagina 6) e la crescita, attualmente debole, dovrebbe migliorare in Europa nel 2024. In questo contesto, perché tagliare i tassi in modo aggressivo?

Nel recente passato, la Federal Reserve (Fed) statunitense ci aveva abituato a tassi contenuti. Se torniamo indietro di qualche decennio, vi sono periodi in cui i tassi sono stati mantenuti in un intervallo relativamente limitato (grafico 2).

In Europa, stando alle prime anticipazioni economiche per il 2026 pubblicate dalla Banca Centrale Europea (BCE), l'inflazione core dovrebbe confermarsi superiore all'obiettivo del 2%. Alla fine del 2024 si concluderanno i reinvestimenti nell'ambito dei programmi di acquisto di attivi messi in atto durante la pandemia.

Si prospetta una BCE meno accomodante rispetto alla Federal Reserve statunitense.

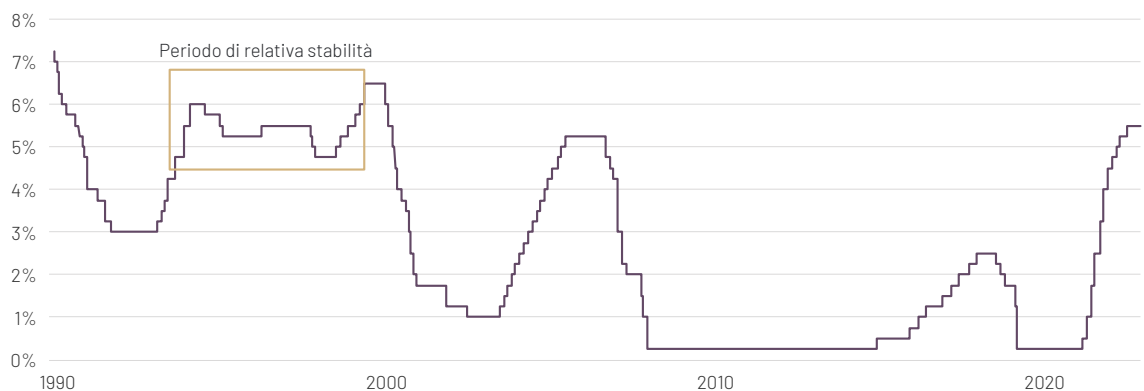
INFLAZIONE E RENDIMENTI REALI

Nel nostro [Global Outlook 2024](#), abbiamo ricondotto l'andamento dei tassi a lungo termine alla volontà delle banche centrali di mantenere tassi reali positivi. A titolo di promemoria, i tassi reali rappresentano i tassi a scadenza meno l'inflazione attesa sulla stessa scadenza. Il calo dell'inflazione, unito ad un atterraggio morbido della crescita, permette di anticipare tassi reali in linea con un'inflazione a lungo termine del 2% (grafico 3, pagina 9).

ATTIVITÀ DI MERCATO

Dal 2022 l'aumento dei rendimenti nei vari segmenti obbligazionari ha favorito un ritorno di questa classe di attivi finanziari in tutti i portafogli diversificati. I fondi a scadenza si sono aumentati in Europa, mentre negli Stati Uniti i clienti al dettaglio acquistano direttamente obbligazioni emesse dal governo o da società.

GRAFICO 2: TASSI DI RIFERIMENTO DELLA FEDERAL RESERVE, %



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Il ritorno della clientela al dettaglio ha aiutato ad assorbire le esigenze di finanziamento per il 2023. La fine di ogni anno offre una panoramica su quello successivo. Solo poche settimane fa, i tassi elevati sollevano preoccupazioni sui finanziamenti nel 2024 per i Paesi europei più indebitati (Francia, Italia) e le società ad alto rendimento. Gli investitori diffidavano anche del settore immobiliare, sia in Europa che negli Stati Uniti, per due motivi: le esigenze di finanziamento delle società (o la loro solvibilità messa in discussione) e degli acquirenti. Dalla fine di ottobre, i sotto-settori immobiliari degli indici S&P ed Euro Stoxx hanno registrato rimbalzi rispettivamente di circa il 19% e di oltre il 20%. Perché menzionare questi settori azionari nel capitolo sulle obbligazioni? Semplicemente per introdurre il modello di Merton. In parole povere, le azioni rappresentano un'opzione di acquisto (*call*) sul debito. Un rialzo azionario fornisce una protezione ai detentori del debito e si prefigura inoltre come un segnale positivo inviato dagli investitori sull'attività futura di un'impresa.

ASPETTATIVE PER IL 2024

Il rapido calo dei rendimenti a dicembre 2023 peggiora le prospettive per il 2024. Le esigenze di finanziamento degli Stati (disavanzo federale americano di 1.800 miliardi di dollari nel 2024) apriranno opportunità di investimento nel corso dell'anno. I tassi a lungo termine saranno probabilmente inferiori a quelli attuali alla fine dell'anno.

Riguardo al debito *corporate*, al contrario, il prossimo anno sono previste minori esigenze di finanziamento. Salvo *shock* esogeni, all'inizio dell'anno i premi per il rischio dovrebbero essere stabili, prima di attraversare verosimilmente una fase di volatilità all'avvicinarsi delle elezioni presidenziali americane.

QUALI SONO I RISCHI PER IL 2024?

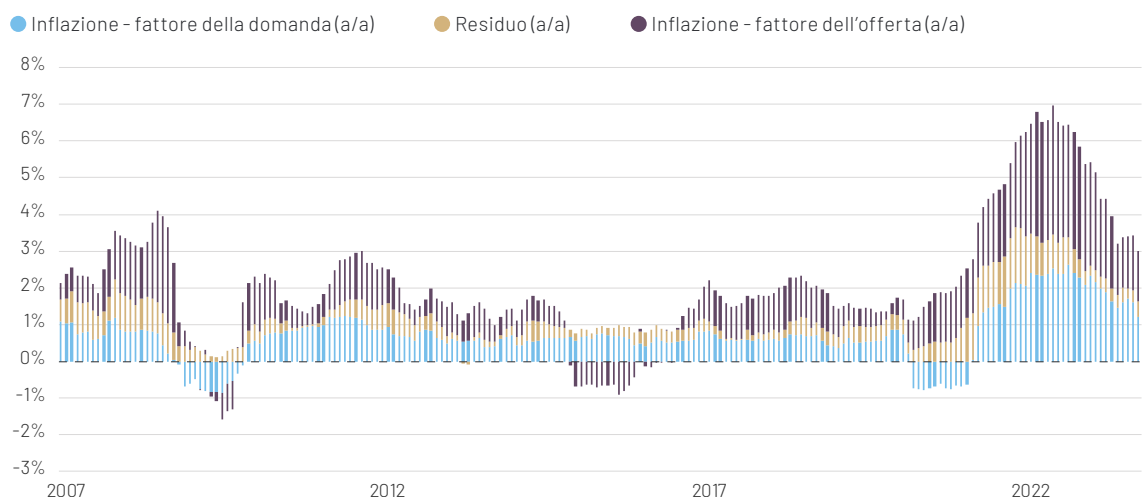
I rischi finanziari per il prossimo anno sono identificati piuttosto chiaramente e quindi già inclusi nelle valutazioni. Il 2024 segnerà la fine della politica monetaria ultra-accomodante in Giappone? Il governatore Ueda non sembra avere fretta di modificare le condizioni finanziarie vigenti nell'arcipelago.

I rischi geopolitici, per loro natura difficili da prevedere, non hanno impedito buone performance nel 2023. Nel 2024 si terranno numerose elezioni, che potrebbero generare tensioni e volatilità:

- Le elezioni europee di giugno porteranno in Parlamento partiti euroscettici?
- Le già citate presidenziali americane.
- Le elezioni nel Regno Unito.

Le presidenziali di Taiwan a gennaio, da monitorare attentamente visti i persistenti attriti con la Cina, inaugureranno questo periodo elettorale.

GRAFICO 3: LA DOMANDA FINALE MANTIENE ALTA L'INFLAZIONE, %



Fonti: Fed di San Francisco, Indosuez Wealth Management.

Laura CORRIERAS
Equity Portfolio ManagerCon la collaborazione
del team del Azioni

Mentre i mercati azionari chiudono il 2023 all'insegna dell'ottimismo, con un robusto *rally* di fine anno, gli investitori volgono ora lo sguardo al 2024. Sebbene restino molti interrogativi, il consenso non sembra più temere uno scenario di recessione e punta su un taglio dei tassi nel secondo trimestre del 2024.



**CALO DEI
RENDIMENTI A
LUNGO TERMINE:**
gli investitori
cercano di anticipare
la svolta delle
banche centrali

In questo contesto, i rendimenti a lungo termine sono notevolmente diminuiti. Dal massimo di ottobre, il decennale americano è sceso di 100 punti base, dal 5% al 4%, alleggerendo in parte la pressione sugli attivi rischiosi. Mentre il 2023 è stato caratterizzato dall'adagio "*higher for longer*" (più alti più a lungo), nel 2024 potrebbe subentrare quello "*lower comes sooner*" (più bassi in anticipo), lasciando intravedere uno scenario *Goldilocks* (Riccioli d'oro).

EUROPA

Il mercato europeo ha messo a segno un deciso rimbalzo, raggiungendo livelli *record* su base annua. Questo forte rialzo giunge in concomitanza con una significativa tendenza ribassista dei rendimenti delle obbligazioni sovrane nell'intera Area Euro. Sullo sfondo di una disoccupazione stabile, la disinflazione procede più rapidamente del previsto ed un numero crescente di investitori si aspettano che la Banca Centrale Europea (BCE) tagli i tassi nel 2024. In questo contesto, gli investitori hanno voltato le spalle al settore energetico e preferiscono i titoli industriali e tecnologici, invertendo il *trend* osservato negli scorsi due mesi.

Le azioni europee presentano sempre valutazioni molto interessanti e vengono attualmente scambiate a sconto rispetto alla mediana storica.

STATI UNITI

L'indice S&P 500 prosegue la sua ascesa, con un massimo annuale di 4.650 punti raggiunto il 12 dicembre. A differenza del resto dell'anno, la performance non è stata trainata dai giganti della tecnologia (i "Magnifici 7"), ma piuttosto da titoli precedentemente in difficoltà, come quelli immobiliari, finanziari ed industriali, sostenuti dalla flessione dei rendimenti a lungo termine. Questa traiettoria discendente ha favorito anche le società non redditizie con bilanci meno solidi. Dopo il recente *rally*, l'indice S&P 500 è ora scambiato su valutazioni superiori alla mediana storica, pari a 19 volte gli utili. Tuttavia, il *re-rating* è in larga misura ascrivibile all'avvento del tema dell'Intelligenza Artificiale (IA) che, aumentando le anticipazioni di crescita, giustifica questo premio senza precedenti. Esclusi i "Magnifici 7", il rapporto prezzo/utili (P/E) dell'indice S&P 500 si attesta a 16 volte, in linea con i valori storici. Nel 2024 si svolgeranno inoltre le elezioni presidenziali americane. Guardando ai dati pregressi, gli anni elettorali si traducono di norma in solide performance dei mercati azionari, soprattutto nel secondo semestre (grafico 4, pagina 11).



ASIA

La permanenza di un'intensa volatilità nel 2023 sui mercati azionari asiatici ha esercitato pressioni sulle performance del recente passato. Il pessimismo ed il *sentiment* negativo nei confronti della Cina restano elevati. La recente accelerazione sul fronte delle misure di stimolo dovrebbe favorire l'economia cinese e, gradualmente, il *sentiment* verso il Paese asiatico. Nella regione, riteniamo che vi sia un'interessante prospettiva di valore nei sotto-settori tecnologici di Taiwan (IA/cloud/data-center) e Corea del Sud (memoria HBM), nonché nel comparto automobilistico asiatico (in particolare veicoli elettrici e *supply chain* verticale).

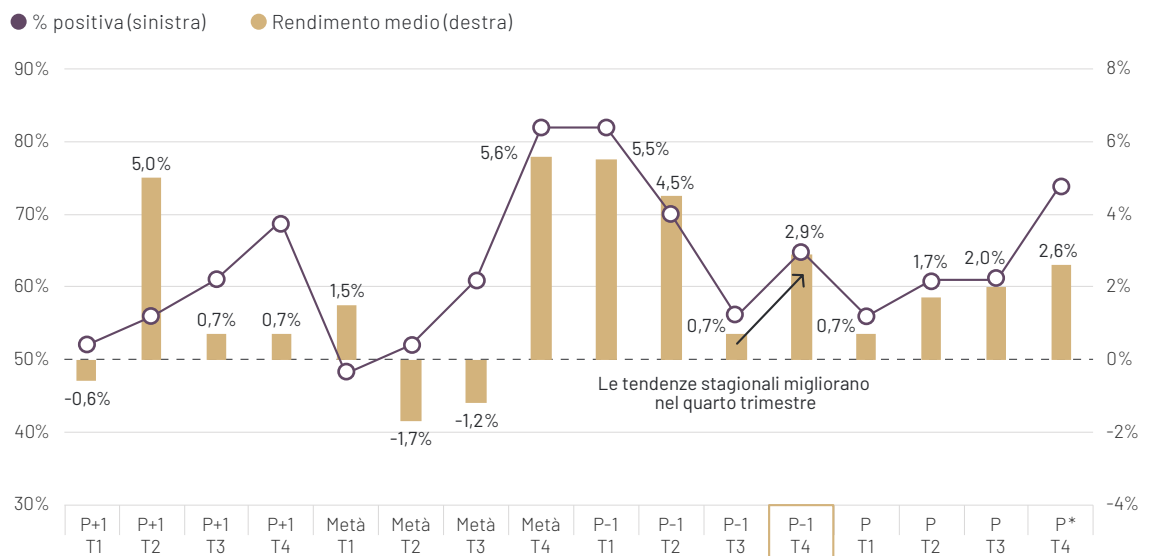
In un'ottica settoriale, ci concentriamo su una strategia di tipo Barbell: beni di consumo discrezionali/tecnologie dell'informazione ed energia/alti dividendi. Anche in Cina privilegiamo i settori dei beni di consumo discrezionali, della *new economy* e della *supply chain* dei veicoli elettrici (ponendo l'accento sul forte sostegno governativo) e siamo selettivi sulle imprese statali che generano importanti flussi di cassa.

Manteniamo un sovrappeso sulla Corea del Sud e Taiwan (principalmente sulle *supply chain* tecnologiche legate all'IA). Nel 2024 la selezione dei titoli sarà più che mai cruciale in Asia. Emergeranno aziende valide in tutti i mercati asiatici, compresa la Cina.

STILE D'INVESTIMENTO

Il calo dei rendimenti a lungo termine ha ampiamente favorito lo stile *Growth*, composto da società con modelli di *business* a lungo periodo e quindi fortemente influenzate dal livello dei tassi di interesse. Ne ha parimenti beneficiato lo stile *Quality*, sebbene in misura minore rispetto all'omologo *Growth*, poiché anch'esso annovera al suo interno società più difensive. È particolarmente interessante notare come la discesa dei rendimenti abbia sostenuto anche altri stili, in particolare il segmento *Value*, dove le valutazioni rimangono molto contenute. Infine, le società a piccola capitalizzazione hanno sofferto il livello dei tassi ma, con il potenziale ribasso di questi ultimi, sono tornate ad esibire performance di buona fattura.

GRAFICO 4: RENDIMENTO TRIMESTRALE MEDIO DELL'INDICE S&P 500 PER ANNO DEL CICLO PRESIDENZIALE AMERICANO, 1929-2020, %



* P: Previsioni.

Fonti: Oppenheimer, Indosuez Wealth Management.

Maxime GARCIA
Investment Strategist

Il dollaro potrebbe proseguire la sua ripresa sul breve termine, mentre il potenziale di rialzo dell'euro sembra in una certa misura limitato. In merito al franco svizzero, ci aspettiamo ora un minore sostegno da parte della banca centrale. Lo yen è sempre dipendente dalle future mosse della Federal Reserve (Fed) e l'oro presenta buoni fondamentali, ma preferiamo attendere una correzione prima di rafforzarlo.

DOLLARO USA

Verso un proseguimento della ripresa?

La valuta americana ha perso terreno a novembre (-3% per il *dollar index* nel mese), penalizzata da rendimenti in flessione e dalle aspettative di un atterraggio morbido, che hanno indotto gli investitori a preferire le valute più rischiose. Dall'inizio di dicembre, tuttavia, il dollaro ha recuperato. Il motivo principale è da ricercare nella visione più accomodante degli investitori riguardo al comportamento atteso delle banche centrali diverse dalla Fed. Pertanto, di recente l'*appeal* del rendimento offerto dal dollaro è aumentato rispetto alle valute del G10. A nostro avviso, questa dinamica potrebbe continuare nel breve periodo. Sul più lungo termine, ci aspettiamo che la Fed proceda al primo taglio dei tassi in anticipo rispetto alle altre principali banche centrali, il che potrebbe gravare sulla valuta americana, soprattutto se il processo di de-dollarizzazione dovesse proseguire.

EURO

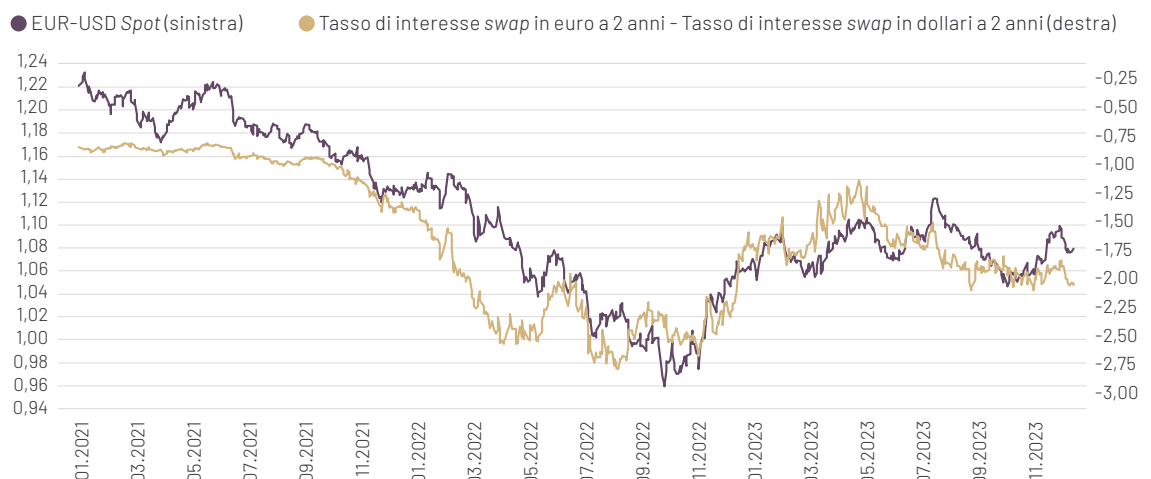
Visione leggermente ribassista

A novembre l'euro si è rafforzato rispetto al dollaro (+3,2% nel mese), grazie all'andamento favorevole del differenziale dei tassi a 2 anni rispetto agli Stati Uniti (grafico 5) ed ai minori rischi che gravano sull'Area Euro. Tuttavia, il mercato sembra aver subito una battuta d'arresto, invertendo parte di tale dinamica all'inizio di dicembre, date le maggiori anticipazioni di tagli dei tassi nell'Area Euro. Notiamo che il posizionamento sulla valuta è aumentato, con la moneta unica che è la più ipercomprata del G10. Per il momento, il potenziale di rialzo è quindi limitato; questo ci induce ad adottare una visione neutrale o persino leggermente ribassista sull'euro nel breve periodo, con un *target* di 1,07-1,10. Sul più lungo termine, ci aspettiamo che la Fed tagli i tassi prima della BCE, un fattore positivo per la coppia EUR/USD. Infine, la riduzione del rischio di una recessione nell'Area Euro dovrebbe sostenere la valuta.



CAUTELE
sul dollaro
a breve termine

GRAFICO 5: DIFFERENZIALE DEI TASSI A 2 ANNI GERMANIA/USA ED EUR/USD



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



FRANCO SVIZZERO

Minore sostegno da parte della Banca Nazionale Svizzera

Il franco svizzero ha mostrato una delle migliori performance da inizio anno tra le valute del G10. È stato infatti sostenuto da una banca centrale che ha assunto un ruolo guida nella lotta all'inflazione, non esitando ad attingere alle riserve valutarie per sostenere la moneta nazionale e contrastare in tal modo l'inflazione importata. Questa politica ha dato i suoi frutti, con un'inflazione che ora si attesta all'1,7% su base annua, inferiore all'obiettivo della Banca Nazionale Svizzera (sotto il 2%). Pertanto, la banca centrale è ora più libera di adottare una politica accomodante il prossimo anno e meno interessata a pressioni rialziste sulla propria valuta. Inoltre, l'attuale livello del franco svizzero rispetto ad euro e dollaro lascia poco spazio per un ulteriore apprezzamento. Prevediamo quindi che la coppia USD/CHF oscilli tra 0,86-0,92 e quella EUR/CHF tra 0,95-1,00, anche se una recrudescenza delle tensioni geopolitiche può rafforzare il franco svizzero.

YEN GIAPPONESE

Nessun cambiamento significativo in vista

Di recente, lo yen si è ripreso rispetto al dollaro; il mercato anticipa una possibile uscita dai tassi negativi nel 2024, il che ha innescato una contrazione del differenziale dei tassi transpacifico.

Tuttavia, non anticipiamo sostanziali modifiche alla politica monetaria giapponese, poiché l'economia non è al momento alle prese né con un'inflazione elevata né con una pressione rialzista sulla crescita dei salari. Riteniamo quindi che le mosse della Fed e della Banca Centrale Europea (BCE) saranno le principali variabili che influenzeranno i futuri movimenti dello yen. Nel frattempo, a nostro parere lo yen resterà debole, almeno fino al primo taglio dei tassi della Fed.

ORO

Una domanda strutturalmente robusta

Il corso dell'oro ha proseguito l'ascesa iniziata con lo scoppio del conflitto nel Vicino Oriente, raggiungendo il 1° dicembre 2023 un nuovo *record* di 2.070 dollari l'oncia. Oltre alle rinnovate tensioni geopolitiche, un fattore di sostegno, il metallo giallo è stato anche sospinto dal recente calo dei rendimenti, che riduce il costo opportunità dell'investimento in oro. Inoltre, nonostante i significativi deflussi dagli ETF in termini fisici, le banche centrali continuano ad acquistare oro in grandi quantità, trainando in misura importante il prezzo per oncia. Restiamo quindi positivi sul metallo giallo ma, all'attuale livello, preferiamo attendere una correzione prima di incrementare il nostro posizionamento.



IN ATTESA
di una correzione
prima di
**INCREMENTARE
IL POSIZIONAMENTO
SULL'ORO**



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** sebbene l'attività economica statunitense dovrebbe rallentare nei prossimi trimestri, manteniamo la previsione di una crescita leggermente superiore al consenso per il 2024, giustificata dalla nostra fiducia nella salute dei consumi americani. In Europa continuiamo a prevedere una crescita contenuta, con divergenze tra i Paesi della regione, anche se il miglioramento del potere d'acquisto delle famiglie nel 2024 rappresenta un fattore di sostegno sul medio termine. I Paesi emergenti esibiranno una dinamica di crescita più elevata rispetto alle economie avanzate.
- **Inflazione:** nel prossimo anno proseguirà il processo di disinflazione, ma con una certa volatilità attesa sulle cifre inflazionistiche nei mesi a venire, a causa di significativi effetti tecnici. I cambiamenti strutturali dell'economia globale comporteranno una stabilizzazione verso un regime di inflazione *core* più sostenuta rispetto al passato.
- **Banche centrali:** la stabilizzazione dei tassi di riferimento per la Federal Reserve (Fed) e la Banca Centrale Europea (BCE) è ormai confermata. Gli istituti dovrebbero in seguito procedere ai primi tagli dei tassi di interesse, nell'ordine di 75-100 punti base (pb) per la Fed a partire dal secondo trimestre, seguita poco dopo dalla BCE con una riduzione di 25-50 pb.
- **Utili aziendali:** restiamo più fiduciosi riguardo alla capacità delle imprese statunitensi di generare nel 2024 una crescita degli utili in linea con le previsioni rispetto alle loro controparti europee, per le quali il mercato si aspetta un andamento meno favorevole.
- **Contesto di rischio:** la riduzione della volatilità sui mercati rispecchia in parte minori incertezze macroeconomiche. Tuttavia, nel 2024 occorre considerare determinati rischi, sia sul piano (geo) politico (con molte elezioni a venire) sia in ambito finanziario (sostenibilità dei debiti nell'Area Euro e negli Stati Uniti).



Rimanere
DIVERSIFICATO

CONVINZIONI DI ASSET ALLOCATION

Azioni

- Come menzionato nei precedenti numeri e più di recente nel nostro [Global Outlook 2024](#), continuiamo ad assumere una visione costruttiva sui mercati azionari nei prossimi mesi, alla luce di un contesto macroeconomico solido e con le società che conservano un buon livello di salute finanziaria. Tuttavia, da una prospettiva tattica e considerando la rapidità del *rally* di fine anno e gli indicatori tecnici, riteniamo opportuno alleggerirsi e tornare più vicini alla neutralità.
- Nell'ambito della nostra allocazione azionaria, preferiamo ancora le azioni delle grandi società americane, che generano abbondanti flussi di liquidità ed i cui fondamentali economici permangono solidi. Queste ultime sono anche quelle meglio posizionate per beneficiare del ritorno dei progressi tecnologici legati all'intelligenza artificiale.
- Su base relativa, nonostante valutazioni storicamente contenute, le azioni europee ci sembrano meno interessanti, poiché le prospettive di crescita economica nella regione per il 2024 restano incerte. Riteniamo inoltre che le azioni europee siano meno in grado di sfruttare i cambiamenti strutturali in atto legati alle transizioni tecnologiche, climatiche e demografiche.
- Infine, pur avendo di recente ridotto la nostra convinzione strategica sulla Cina, manteniamo un giudizio positivo sugli attivi dei mercati emergenti nel loro complesso. Nel 2024, infatti, queste economie dovrebbero offrire un positivo differenziale di crescita rispetto alle omologhe sviluppate, beneficiando al contempo di un allentamento delle condizioni finanziarie negli Stati Uniti ed una possibile inversione del ciclo manifatturiero (come dimostrano già alcuni dati sulle esportazioni asiatiche). È opportuno adottare una visione diversificata sia a livello geografico che di classe di attivi finanziari (azioni, debiti), poiché è più difficile per gli investitori valutare il premio per il rischio specifico di alcuni Paesi.



Obbligazioni

- Gli elevati livelli dei tassi di interesse (rispetto agli ultimi due anni) offrono interessanti punti d'ingresso per gli investitori che intendono esporsi ai mercati del reddito fisso come complemento dell'esposizione agli attivi rischiosi. Per contro, riteniamo che la recente riduzione dei rendimenti sia stata troppo rapida e non condividiamo lo scenario di mercato che anticipa fino a sei tagli dei tassi di interesse nel 2024, né negli Stati Uniti né in Europa.
- Allo stesso modo, e da una prospettiva più strutturale, ci troviamo a nostro parere in una fase di transizione verso un regime di maggiore crescita nominale con equilibri di mercato alterati, che presuppongono una stabilizzazione dei tassi di interesse a livelli più alti di quelli osservati in passato. Per questi motivi, rimaniamo tatticamente cauti sui titoli di Stato e continuiamo a privilegiare le parti più corte delle curve dei tassi, che offrono un miglior profilo di rischio/rendimento rispetto alle scadenze più lunghe.
- Sul fronte del credito, manteniamo la nostra preferenza per i debiti societari di alta qualità a breve scadenza, evitando il segmento *high yield*. Al contrario, in termini relativi, riteniamo che il segmento dei debiti subordinati offra valide opportunità di investimento con un interessante rendimento, tenuto conto del rischio integrato in questa classe di attivi finanziari.
- In un'ottica di diversificazione, restiamo ottimisti sui debiti emergenti in valute locali nel 2024.

Cambi

- Il contesto macroeconomico più robusto negli Stati Uniti, unito ad una revisione delle attese sui tagli dei tassi della BCE a partire dal secondo trimestre del 2024, hanno sostenuto il dollaro sul breve termine (in particolare rispetto all'euro). Sebbene questa tendenza possa proseguire nelle prossime settimane, da un punto di vista strategico diversi fattori ci inducono a mantenere una visione cauta sul biglietto verde: l'attesa fine della stretta monetaria negli Stati Uniti, la gestione della politica fiscale e, più strutturalmente, la diversificazione delle riserve valutarie e la creazione di canali bilaterali tra i Paesi emergenti con l'utilizzo di altre valute di regolamento.

- Nel breve periodo, l'oro potrebbe rivelarsi sensibile ad un parziale aumento dei rendimenti a lungo termine, dopo la forte distensione nelle scorse settimane. A medio termine, al contrario, il previsto calo dei tassi reali, il costante interesse delle banche centrali per questa *commodities* ed un quadro geopolitico più complesso rispetto al passato sono tutti elementi che dovrebbero condurre ad un apprezzamento del metallo giallo nel 2024.

CONVINZIONI CHIAVE

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.



DATI AGGIORNATI AL 14 DICEMBRE 2023



TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	3,92%	-51,47	4,60
Francia 10A	2,64%	-51,00	-46,60
Germania 10A	2,11%	-47,70	-45,30
Spagna 10A	3,08%	-51,00	-57,20
Svizzera 10A	0,66%	-35,90	-96,00
Giappone 10A	0,67%	-11,60	25,60

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	36,50	1,50%	5,16%
Titoli di Stato in EUR	202,75	2,28%	5,24%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	214,64	3,00%	10,91%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	332,16	4,57%	11,95%
Titoli di Stato USA	306,70	2,29%	3,83%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	43,73	3,02%	2,27%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9537	-1,12%	-3,63%
GBP/USD	1,2767	2,84%	5,66%
USD/CHF	0,8676	-2,37%	-6,15%
EUR/USD	1,0993	1,30%	2,69%
USD/JPY	141,89	-5,86%	8,21%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	12,48	-1,84	-9,19

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	4.719,55	4,69%	22,92%
FTSE 100 (Regno Unito)	7.648,98	3,21%	2,65%
STOXX Europe 600	476,57	5,61%	12,16%
Topix	2.321,35	-2,00%	22,71%
MSCI World	3.128,89	5,24%	20,22%
Shanghai SE Composite	3.351,96	-6,17%	-13,42%
MSCI Emerging Markets	992,51	1,04%	3,78%
MSCI Latam (America Latina)	2.586,75	5,10%	21,54%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	196,63	2,71%	2,42%
MSCI Asia Ex Japan	619,89	0,01%	0,11%
CAC 40 (Francia)	7.575,85	5,68%	17,02%
DAX (Germania)	16.752,23	6,12%	20,32%
MIB (Italia)	30.359,06	3,76%	28,06%
IBEX (Spagna)	1.0171,70	5,22%	23,61%
SMI (Svizzera)	11.209,95	5,33%	4,48%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.850,00	-1,74%	-5,98%
Oro (USD/Oncia)	2.036,36	2,80%	11,64%
Greggio WTI (USD/Barile)	71,58	-1,81%	-10,81%
Argento (USD/Oncia)	24,10	0,68%	0,23%
Rame (USD/Tm)	8.551,50	4,03%	2,14%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	2,40	-21,88%	-46,55%

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

RENDIMENTI MENSILI DEGLI INVESTIMENTI, ESCLUSI I DIVIDENDI

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

	SETTEMBRE 2023	OTTOBRE 2023	NOVEMBRE 2023	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (14 DICEMBRE 2023)
MIGLIORI	2,27%	-2,20%	12,99%	5,61%	22,92%
	-0,37%	-2,97%	9,21%	5,24%	22,71%
	-1,74%	-2,98%	8,92%	5,10%	21,54%
	-2,01%	-3,00%	7,86%	4,69%	20,22%
	-2,47%	-3,17%	6,86%	3,21%	12,16%
	-2,81%	-3,68%	6,45%	2,71%	3,78%
	-2,86%	-3,76%	6,32%	1,04%	2,65%
	-3,35%	-3,91%	5,38%	0,01%	2,42%
	-4,45%	-3,94%	1,80%	-2,00%	0,11%
PEGGIORI	-4,87%	-4,96%	-2,14%	-6,17%	-13,42%

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



AIE: Agenzia internazionale dell'energia.

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

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

BLS: Bureau of Labor Statistics.

BNEF: Bloomberg New Energy Finance.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FMI: Fondo monetario internazionale.

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

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

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

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

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

IPCC: Gruppo intergovernativo sul cambiamento climatico.

IRENA: Agenzia internazionale per le energie rinnovabili.

ISM: Institute for Supply Management.

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

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

OCSE: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico.

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

OMC: Organizzazione Mondiale del Commercio.

OPEC: Organizzazione dei paesi produttori di petrolio.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SRI: Investimenti sostenibili e responsabili.

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

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

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

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

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

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

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

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



DICHIARAZIONE DI ESCLUSIONE DI RESPONSABILITÀ

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- **in Francia:** la presente pubblicazione è distribuita da CA Indosuez, società anonima con capitale di 584.325.015 euro, istituto di credito e broker assicurativo, iscritta nel Registro degli intermediari assicurativi con il numero 07 004 759 e nel Registro di commercio e delle società di Parigi con il numero 572 171 635, con sede legale in 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 Parigi e supervisionata dall'Autorità francese di controllo prudenziale e di risoluzione e dall'Autorità francese dei mercati finanziari;
- **in Lussemburgo:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe), società per azioni (società anonima) di diritto lussemburghese con capitale di 415.000.000 euro e sede sociale in 39 allée Scheffer L-2520 Lussemburgo, immatricolata presso il Registro delle Società del Lussemburgo con il numero B91.986, operante come istituto di credito con sede in Lussemburgo sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF);
- **in Spagna:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, operante sotto la supervisione del Banco de 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^{er} - 98000 Monaco, iscritta nel Registro di commercio e dell'industria del Principato di Monaco con il numero 56S00341, certificazione: EC/2012-08;
- **in Svizzera:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Geneva e da CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano e dalle loro filiali e/o agenzie svizzere. L'Opuscolo costituisce materiale di marketing e non costituisce il prodotto di un'analisi finanziaria nell'accezione delle direttive dell'Associazione Svizzera dei Banchieri (ASB) in relazione all'indipendenza delle analisi finanziarie ai sensi del diritto svizzero. Di conseguenza, tali direttive non sono applicabili all'Opuscolo;
- **a Hong Kong Regione amministrativa speciale:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. Nessuna delle informazioni contenute nell'Opuscolo costituisce una raccomandazione d'investimento. L'Opuscolo non è stato sottoposto alla Securities and Futures Commission (SFC) né a qualsivoglia altra autorità di regolamentazione di Hong Kong. L'Opuscolo ed i prodotti menzionati al suo interno non sono stati autorizzati dalla SFC nell'accezione di cui alle sezioni 103, 104, 104A o 105 della Securities and Futures Ordinance (Cap. 571)(SFO);
- **a Singapore:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapore 068912. A Singapore, l'Opuscolo è destinato ovvero a investitori accreditati, investitori istituzionali o investitori esperti, secondo la definizione del Securities and Futures Act 2001 di Singapore. Per qualsiasi domanda relativa all'Opuscolo, i destinatari a Singapore possono contattare CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch;
- **nel DIFC:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, filiale per il DIFC (Dubai International Financial Centre), Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai, società degli EAU regolamentata dall'Autorità di vigilanza sui servizi finanziari di Dubai ("DFSA"). Il presente Opuscolo è rivolto unicamente a clienti professionali e/o controparti di mercato e nessun altro soggetto dovrebbe agire in base ai medesimi. I prodotti o servizi finanziari cui la presente pubblicazione fa riferimento saranno resi disponibili esclusivamente a clienti che soddisfano i requisiti di cliente professionale e/o controparte di mercato previsti dalla DFSA. L'Opuscolo è fornito unicamente con finalità informative. Non deve essere interpretata come un'offerta di acquisto o vendita né come sollecitazione di un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari o di partecipazione ad alcuna particolare strategia di trading in qualunque giurisdizione;
- **negli EAU:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Ufficio di rappresentanza, Zayed - The 1st Street - Nayel & Bin Harmal Tower, 5th Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Emirati Arabi Uniti. CA Indosuez (Switzerland) SA opera negli Emirati Arabi Uniti (EAU) tramite il suo ufficio di rappresentanza, sottoposto all'autorità di vigilanza della banca centrale degli EAU. Ai sensi delle norme e dei regolamenti applicabili negli EAU, l'ufficio di rappresentanza di CA Indosuez (Switzerland) SA non può espletare alcuna attività bancaria. L'ufficio di rappresentanza può unicamente commercializzare e promuovere le attività ed i prodotti di CA Indosuez (Switzerland) SA. L'Opuscolo non costituisce un'offerta rivolta a un particolare soggetto o al pubblico generale, né un invito a presentare un'offerta. Esso è distribuito su base privata e non è stato rivisto o approvato dalla banca centrale degli EAU né da altre autorità di regolamentazione degli Emirati Arabi Uniti;
- **altri paesi:** la distribuzione della presente pubblicazione potrebbe inoltre essere limitata da leggi e regolamenti in vigore in altri paesi. I soggetti in possesso della presente pubblicazione devono informarsi sulle eventuali restrizioni legali e rispettarle.

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

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

Crediti fotografici: Getty Images.

Finito di redigere il 15.12.2023.



