

MONTHLY HOUSE VIEW

Febbraio 2024

L'anno del Drago di legno

• **Sommario**

01• Editoriale	P3
L'ANNO DEL DRAGO DI LEGNO	
02• Focus	P4
I VEICOLI ELETTRICI AD UN BIVIO	
03• Macroeconomia	P6
UNO SCENARIO (QUASI) PERFETTO?	
04• Reddito fisso	P8
I MERCATI HANNO ROTTO IL GHIACCIO	
05• Azioni	P10
L'ECONOMIA "DEI RICCIOLI D'ORO"	
TIENE A DISTANZA GLI "ORSI"	
06• Cambi	P12
IL DOLLARO È PRONTO A RISALIRE LA CHINA	
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	P18
di responsabilità	



Alexandre
DRABOWICZ
Chief Investment Officer

Cari Lettori,

Con l'arrivo del 2024, tutte le analisi globali per il settore finanziario sono state pubblicate, adeguatamente commentate e discusse. Nel nuovo anno si celebrerà anche il Capodanno lunare, che darà inizio al periodo del Drago di legno. Essendo il drago associato ai cinque elementi, un Drago di legno ricorre ogni 60 anni. Si aprirà inoltre un nuovo ciclo del Feng Shui, il nono, che durerà fino al 2044. In occasione di un recente evento per i clienti a Hong Kong, un maestro di Feng Shui ha condiviso la sua visione. Il 2024 sarà un anno ricco di energia e mutamenti, con le seguenti raccomandazioni: I) mantenere una mente aperta e lucida per fronteggiare cambiamenti inattesi; II) restare calmi e concentrati, senza perdere di vista gli aspetti della massima importanza; III) rimanere vigili per liberarsi degli "oggetti" indesiderati.

Vi invito a riflettere su queste sagge parole, poiché rispecchiano bene quello che ci attende sui mercati finanziari. Un anno ricco di energia, in cui la crescita si stabilizza e gli Stati Uniti evitano una recessione, data per certa lo scorso anno. Un anno caratterizzato da mutamenti sulla scia della normalizzazione della politica monetaria ad opera delle banche centrali nei paesi sviluppati, in netto contrasto con l'ultimo anno.

OTTO MILA MILIARDI DI DOLLARI INVESTITI IN FONDI MONETARI

Il 2023 è stato l'anno migliore per la raccolta dei fondi monetari negli Stati Uniti, con 1.300 miliardi di dollari investiti in soluzioni monetarie a breve termine, una cifra senza precedenti. In Europa è stato un anno record per i fondi obbligazionari; gli investitori hanno infatti beneficiato di rendimenti elevati che non si vedevano da un decennio. Tuttavia, la domanda cruciale per il prossimo anno sarà dove finirà questa liquidità appena ritrovata.

Un rendimento del 5% in dollari sembrava interessante nel 2023, ma dopo il rimbalzo del +25% fatto segnare dall'indice MSCI World lo scorso anno, non posso fare a meno di chiedermi quanti investitori avrebbero voluto far fruttare maggiormente la propria liquidità. Ed è qui che dobbiamo mantenere una mente aperta. Dopo che le banche centrali avranno posto fine alle loro politiche restrittive, la questione centrale sarà capire come tale liquidità (8.000 miliardi di dollari!) potrà riconfluire negli attivi più rischiosi.

Con afflussi di capitali per soli 170 miliardi di dollari nei mercati azionari lo scorso anno, la riallocazione dai mercati monetari potrebbe garantire una protezione significativa ad un eventuale calo delle azioni.

LA FED E LA BCE DEVONO ESSERE SINCRO- NIZZATE NELL'ALLENAMENTO DEI TASSI

Siamo consapevoli che il *sentiment* sia nettamente migliorato, come dimostrano diversi indicatori quali il rapporto *Bull/Bear*, che indica che il posizionamento degli investitori (soprattutto per le posizioni speculative) sembra essere particolarmente tirato. Gli investitori istituzionali sono ancora attendisti, ma con le prospettive economiche più rosee e l'allentamento delle banche centrali, potrebbero gradualmente tornare sul mercato. Riguardo alle aspettative delle banche centrali, abbiamo rivisto le nostre previsioni e ci aspettiamo ora un taglio sincronizzato dei tassi di 100 punti base (pb) da parte della Federal Reserve (Fed) statunitense e della Banca Centrale Europea (BCE) a partire dal secondo trimestre. Questi interventi sono principalmente ascrivibili al calo dell'inflazione su entrambe le sponde dell'Atlantico, ma anche all'indebolimento dell'economia europea. Le aspettative del mercato di sei tagli per un totale di 150 pb nel 2024, con le due banche centrali che inizierebbero il ciclo di *easing* già nel primo trimestre, ci sembrano per ora troppo aggressive.

Come menzionato in precedenza, lo scorso anno gli afflussi di capitali sono stati piuttosto modesti. In Europa i principali acquirenti di azioni sono le società che riacquistano i propri titoli. Gli investitori internazionali hanno lasciato il vecchio continente dopo la buona performance del primo semestre. Negli Stati Uniti sia le imprese che i privati acquistano azioni. Questa tendenza dovrebbe proseguire e, se la liquidità si sposta, anche solo in parte, dai fondi monetari e gli investitori istituzionali riallocano progressivamente nelle azioni, la concorrenza si rivelerà agguerrita in caso di ribassi del mercato. Occorre quindi mantenere la calma e la concentrazione, senza distogliere lo sguardo dai mercati.

In questo numero del Monthly House View, Nicolas Mougeot approfondisce il tema dei veicoli elettrici. La sua analisi non si limita alla sfera ambientale ma esamina le profonde implicazioni da una prospettiva geopolitica, tecnologica, economica e sociale.

Buona lettura.



Nicolas MOUGEOT
Head of Investment Strategy
& Sustainability

L'adozione dei veicoli elettrici comporta profondi cambiamenti nel settore automobilistico e non solo, in un'ottica geopolitica, tecnologica, economica, ambientale e sociale.



50%:
la quota
di veicoli elettrici
in Cina nel 2026

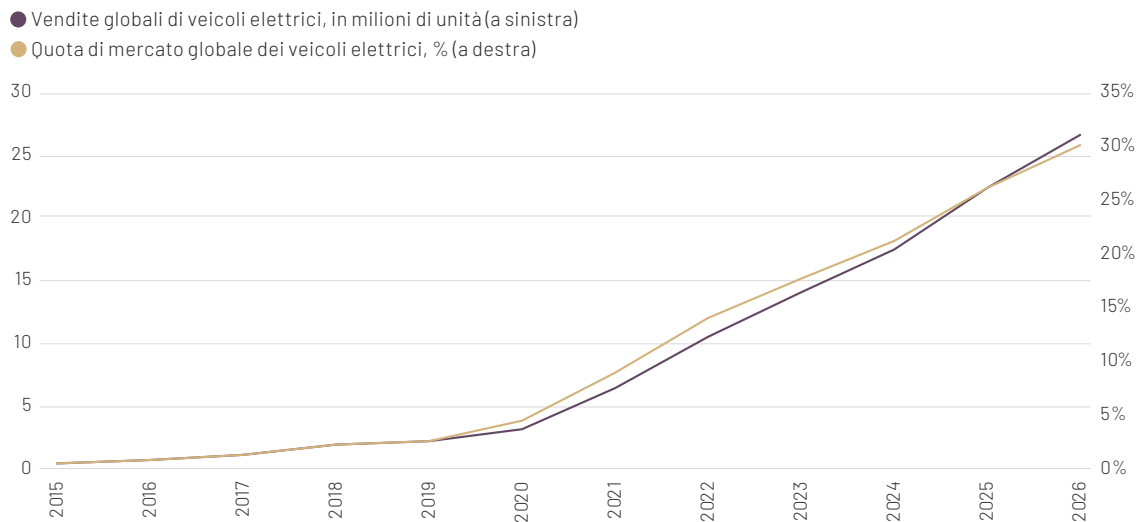
Un'autentica rivoluzione è in atto nel settore automobilistico. Se nel 2015 il numero di veicoli elettrici venduti ogni anno non superava le 500.000 unità in tutto il mondo, si prevede che nel 2024 le vendite supereranno i 17 milioni, con una crescita annua del 50%. Anche il prossimo decennio sembra promettente; le vendite annuali potrebbero superare i 57 milioni nel 2034, un dato superiore all'attuale flotta di veicoli elettrici, che dovrebbero passare dall'attuale 20% circa delle vendite, per tutti i tipi di motorizzazione, al 30% in due anni (Grafico 1). Questa trasformazione del parco veicoli ha enormi ripercussioni geopolitiche, tecnologiche, economiche, ambientali e sociali.

GEOPOLITICA

A lungo dominato dai produttori americani, europei e poi giapponesi, il settore dei veicoli elettrici vede emergere nuovi campioni.

Le due principali società del mercato sono attualmente Tesla, ben nota al grande pubblico, e la cinese BYD, le cui vendite hanno superato nel quarto trimestre del 2023 quelle del gigante americano. Cinque produttori cinesi figurano tra i primi dieci al mondo in termini di veicoli elettrici venduti nel 2023. Grandi gruppi come Ford, General Motors, Toyota e Nissan non rientrano in questa classifica. Inoltre, oltre la metà dei veicoli venduti in Cina nel 2026 dovrebbe essere elettrica, rispetto al 40% in Europa e poco più di un quarto negli Stati Uniti, un dato che conferma ulteriormente l'avanzata della Cina su questo fronte. Assistiamo ad uno sconvolgimento geopolitico ed il settore automobilistico rischia di causare nuove tensioni tra Stati Uniti ed Europa da un lato e Cina dall'altro. Come resistere all'afflusso di veicoli elettrici cinesi che, senza misure protezionistiche, spesso costano il 20% in meno?

GRAFICO 1: ANDAMENTO DEL MERCATO GLOBALE DEI VEICOLI ELETTRICI



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



TECNOLOGIA

Il ritardo degli Stati Uniti è imputabile ad un *mix* di fattori: le pressioni delle compagnie petrolifere, il ridotto numero di camion elettrici, considerando che i consumatori americani prediligono i *pick-up*, e le dimensioni del Paese, che impongono veicoli con una lunga autonomia. Tuttavia, alcuni produttori, come Toyota, hanno annunciato di essere al lavoro su "superbatterie" in grado di garantire un'autonomia di oltre 1.200 km. Pertanto, l'autonomia delle batterie non dovrebbe più essere un ostacolo nei prossimi anni ed i produttori dovrebbero effettuare ancora ingenti investimenti per restare rilevanti e competitivi. La graduale transizione dai motori a benzina a quelli elettrici dovrebbe inoltre aumentare il ricorso all'intelligenza artificiale (IA) per la guida autonoma, l'ottimizzazione del motore e la sicurezza. Ciò comporterà anche una maggiore domanda di semiconduttori, in quanto un veicolo elettrico necessita di più semiconduttori (e più sofisticati) rispetto ad un veicolo tradizionale.

ECONOMIA

Oltre a quello automobilistico, l'avvento dell'auto elettrica trasformerà radicalmente anche altri settori. Secondo l'Agenzia internazionale dell'energia (AIE), la domanda di petrolio per il trasporto su strada dovrebbe diminuire a partire dal 2027 ed il relativo picco potrebbe essere raggiunto nel 2028. Il settore minerario trae notevoli benefici dall'adozione dei veicoli elettrici. La domanda di litio, l'elemento chiave delle batterie elettriche, potrebbe crescere di 20 volte entro il 2050. Tuttavia, la costruzione delle reti e dei terminali elettrici necessari per i veicoli elettrici si tradurrà anche in un aumento della domanda di altri minerali, ad esempio il rame. La domanda di elettricità per la flotta di veicoli elettrici dovrebbe passare da 20 milioni di GWH nel 2020 a 132 milioni quest'anno ed a circa 600 milioni nel 2030. Scommettere sul futuro dei veicoli elettrici significa anche scommettere sull'esigenza di nuove infrastrutture per produrre e fornire l'elettricità richiesta.

AMBIENTE

La buona notizia sul piano ambientale è che, grazie alla diffusione dei veicoli elettrici, la domanda di petrolio potrebbe essere vicina all'apice. Tuttavia, l'impatto globale di un veicolo elettrico è ancora oggetto di dibattito. La domanda di metalli rari e meno rari ha ricadute ambientali negative ed occorre assicurarci che il graduale abbandono dei veicoli a motore non sposti semplicemente più a monte nella filiera il problema delle emissioni di CO₂. Di conseguenza, l'impatto ambientale complessivo dei veicoli elettrici dipenderà non solo dalle iniziative di sostenibilità nel settore minerario e dallo sviluppo del riciclo delle batterie, ma anche dall'uso consistente di elettricità a basse emissioni di carbonio (nucleare e rinnovabili), nonostante le difficoltà osservate in questo ambito negli ultimi due anni.

SOCIALE

Fissando al 2035 la data di fine produzione dei veicoli a benzina, l'Unione Europea (UE) ha forzato la mano al settore automobilistico. Che rilevanza avrà uno specialista di motori a benzina tra 5-10 anni? Il settore automobilistico impiega oggi oltre 12 milioni di europei, che dovranno adattarsi ai cambiamenti tecnologici. I governi non dovranno quindi trascurare l'impatto sociale dei veicoli elettrici e saranno chiamati a sostenere questa trasformazione del mercato del lavoro, erogando nuove formazioni e riqualificando gli attuali dipendenti del settore.

Tra opportunità e rischi, l'avvento dei veicoli elettrici rivoluzionerà il settore automobilistico e non solo.



2028:
il picco
della domanda
di petrolio?



Lucas MERIC
Investment Strategist

I mercati inaugurano il 2024 prevedendo uno scenario quasi perfetto, che combina una crescita stabile, una disinflazione senza ostacoli ed imminenti tagli dei tassi da parte della Federal Reserve (Fed) e della Banca Centrale Europea (BCE). Pur condividendo la tesi di un atterraggio morbido, soprattutto per l'economia americana, riteniamo ottimistiche le aspettative su disinflazione e tagli dei tassi, alle quali si aggiungono rischi significativi, in particolare sul fronte dell'inflazione.

I MERCATI DICONO DI SÌ...

Ampiamente attesa un anno fa ed a lungo rinviata trimestre dopo trimestre, la recessione ha infine lasciato il posto alla tesi di un atterraggio morbido per l'economia americana. Nonostante queste attese di una crescita stabile (1,3% nel 2024 e 1,7% nel 2025), gli economisti prevedono anche un proseguimento della disinflazione (2,6% nel 2024 e 2,3% nel 2025), che consentirà alla Fed (ed alla BCE) di iniziare a tagliare i tassi nel 2024.

Dal punto di vista dei mercati, la storia è la stessa: le aspettative di inflazione sono scese bruscamente (gli *swap* d'inflazione ad un anno negli Stati Uniti si attestano al 2,1% rispetto al 2,6% dell'ottobre 2023), con i mercati che ora anticipano circa 160 punti base (pb) di tagli dei tassi nel 2024 (rispetto agli 80 pb di fine ottobre), mentre il rendimento del decennale statunitense è tornato sotto il 4%, ben distante dal 5% raggiunto a metà ottobre. Al contempo, negli ultimi tre mesi del 2023 i titoli ciclici hanno sovraperformato gli omologhi difensivi di oltre il 7%, gli *spread* del credito *high yield* si sono contratti di 70 pb e l'indice S&P 500 ha guadagnato circa l'11%.

Il mercato sembra scontare questo scenario pressoché ideale, che comprende una solida dinamica di crescita, un ritorno dell'inflazione verso gli obiettivi delle banche centrali e l'avvio di un rapido ciclo di normalizzazione monetaria all'inizio del 2024.

...MA CI SEMBRANO UN PO' OTTIMISTI

Queste dinamiche di mercato riflettono in parte il nostro scenario macroeconomico. Pur prevedendo un rallentamento dell'economia americana nel quarto trimestre del 2023 e nel primo trimestre del 2024, il nostro scenario delinea sempre una fase di tenuta, con l'economia che dovrebbe espandersi gradualmente verso i suoi livelli di crescita potenziale alla fine del 2025. In definitiva, questo quadro si traduce in una crescita dell'1,4% nel 2024 e 2025. Un atterraggio morbido che si basa in gran parte sul vigore dei consumi statunitensi, sostenuti da bilanci finanziari sani (che beneficiano di significativi effetti di ricchezza), un maggiore potere d'acquisto (con l'inflazione che rallenta più rapidamente degli stipendi), un mercato del lavoro robusto con il tasso di disoccupazione al 3,7%, perdite di posti di lavoro ad un livello storicamente basso e creazioni di impieghi ancora in salute nonostante la progressiva decelerazione in atto da diversi mesi. Allo stesso tempo, le famiglie e le imprese si sono assicurate tassi interessanti prima che fossero innalzati, il che giustifica ancora oggi tassi effettivi relativamente contenuti ed un impatto ritardato della stretta monetaria.

Quest'ultimo aspetto potrebbe rappresentare un freno alla crescita sul medio termine, poiché con il passare del tempo e man mano che famiglie ed imprese contraggono prestiti a tassi più alti, l'effetto posticipato dei rialzi potrebbe pesare sull'economia.



Prevediamo una
**CRESCITA
NEGLI STATI
UNITI DELL'1,4%
nel 2024 e 2025**



Tuttavia, nei prossimi trimestri anticipiamo un proseguimento della disinflazione (con un'inflazione totale in calo da una media annua del 4,1% nel 2023 al 2,5% nel 2024 ed al 2,4% nel 2025), che consentirebbe alla Fed di iniziare ad allentare la sua politica monetaria restrittiva, procedendo ai primi tagli dei tassi dal secondo trimestre del 2024 (100 pb nel 2024).

Riteniamo però che l'inflazione potrebbe rivelarsi più ostinata di quanto i mercati si aspettino, principalmente a causa della tenuta dell'inflazione dei servizi, mentre gli stipendi restano al momento elevati (il relativo indice della Fed di Atlanta si attesta ancora al 5,2% su base annua) ed il mercato del lavoro permane solido, sostenuto da uno squilibrio tra domanda ed offerta sempre sopra ai livelli storici (1,4 posti di lavoro vacanti per ogni disoccupato). Date queste premesse, i tagli dei tassi saranno a nostro avviso più modesti di quelli attualmente scontati nelle valutazioni di mercato.

SOPRATTUTTO PERCHÉ PERMANGONO RISCHI SUL FRONTE DELL'INFLAZIONE

Questo atterraggio morbido è accompagnato da una serie di rischi; il passo finale verso l'obiettivo d'inflazione del 2% potrebbe quindi rivelarsi più difficile del previsto, soprattutto perché i recenti sviluppi delle dinamiche salariali e nella sfera geopolitica mostrano la persistenza di minacce rialziste.

Nello specifico, l'inflazione americana di dicembre ha sorpreso al rialzo, mettendo altresì in luce la rigidità dell'inflazione nei servizi escluse le abitazioni, invariata al 4,1% (su base annua) e suscettibile di compromettere in misura significativa il proseguimento della disinflazione, in un frangente in cui circa un terzo delle piccole imprese americane prevede ancora di aumentare le retribuzioni (National Federation of Independent Business, NFIB). Nell'Area Euro gli stipendi sono saliti del 5,3% (su base annua) nel terzo trimestre del 2023 e continuano ad essere oggetto di grande attenzione da parte della BCE, con molte trattative salariali in programma nel primo trimestre del 2024 e dati sugli stipendi per il quarto trimestre del 2023 che saranno disponibili solo a marzo 2024.

Infine, le attuali turbolenze che affliggono il commercio internazionale nel Mar Rosso (a metà gennaio 2024 i prezzi dei noli dall'Asia all'Europa sono triplicati) potrebbero rappresentare una minaccia per l'inflazione dei beni, in particolare nell'Area Euro (anche se la maggiore capacità delle navi, la fluidità delle operazioni portuali e la minore domanda di merci dovrebbero limitare l'aumento dei prezzi dei noli rispetto al periodo 2020-2022), mentre il conflitto in Medio Oriente è più in generale rilevante per i prezzi energetici.

TABELLA 1: PREVISIONI MACROECONOMICHE 2023 - 2025, %

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

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.

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

Questo inizio d'anno è segnato da tassi in graduale aumento. Il loro calo a fine 2023 aveva sorpreso per la sua ampiezza e rapidità. Si attende ora un vantaggioso riassetamento.

IL QUADRO MACRO SI SCONTRA CON LE ATTESE DEL MERCATO

Nel numero di gennaio avevamo posto l'accento sulla divergenza tra le aspettative dei mercati riguardo ai tagli dei tassi di Fed e BCE e quelle formulate da esperti di strategie e gestori. Con le loro attese divenute sempre più ottimistiche (e forse irrazionali), all'inizio di quest'anno i mercati si stanno rapidamente adeguando al quadro macroeconomico descritto nella prima parte: un rallentamento senza recessione negli Stati Uniti, affiancato da un'inflazione che converge verso gli obiettivi delle banche centrali, seguendo un percorso irregolare.

Nell'Area Euro le prospettive di crescita si sono deteriorate rispetto agli Stati Uniti, con un'inflazione dei beni tornata potenzialmente a salire sulla scia dei maggiori costi per il trasporto via mare. Nel primo semestre le Olimpiadi sosterranno la crescita e l'occupazione in Francia (soprattutto nei settori dell'edilizia, delle infrastrutture e del turismo) e nelle altre mete turistiche europee. In assenza di un impulso della domanda interna od esterna, nella seconda metà dell'anno la crescita si rivelerà debole.

BANCHE CENTRALI

È improbabile che i tassi di riferimento scendano così bruscamente come previsto dai mercati ed il nostro scenario centrale delinea ancora una loro stabilizzazione nel medio periodo. Questa potrebbe materializzarsi a 100 pb sotto gli attuali livelli negli Stati Uniti, comportando però il rischio di una correzione al rialzo sull'intera curva dei tassi ed un segnale di irripidimento sui segmenti più lunghi: 10 anni ed oltre.

Nel Regno Unito l'inatteso rimbalzo dell'inflazione di dicembre, pubblicata a gennaio, ha allontanato la prospettiva di un allentamento monetario. L'effetto domino è stato immediato nell'Area Euro, dove nel 2024 si prevede un aumento dei salari (nominali e reali).

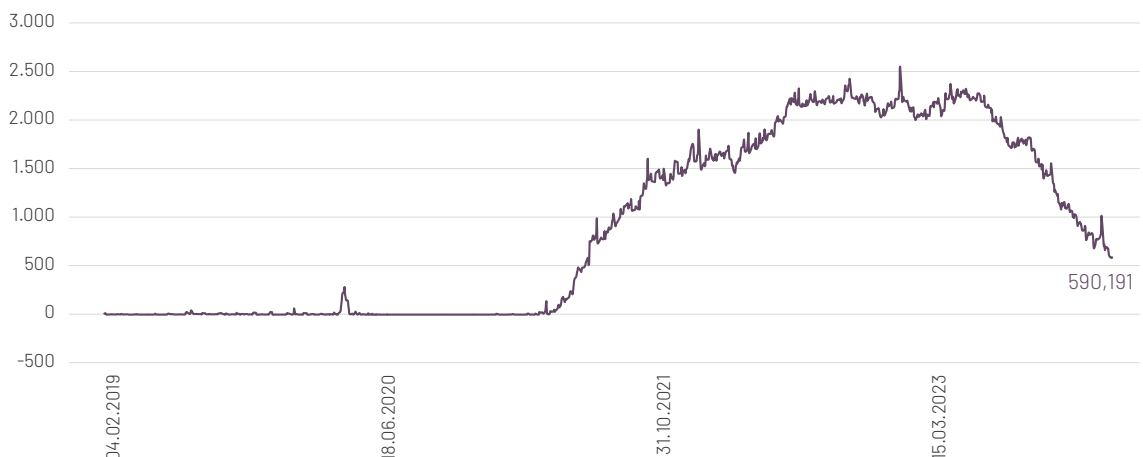
L'INASPIMENTO QUANTITATIVO È UNA QUESTIONE ANCORA APERTA

In America la Federal Reserve continua a ridurre il proprio bilancio, in stretta collaborazione con il Tesoro. La liquidità nel sistema americano diminuisce rapidamente, con il *Reverse Repo* che rappresenta solo una parte delle esigenze degli ultimi anni (grafico 2).



AREA EURO:
prospettive
di crescita
deteriorate

GRAFICO 2: REVERSE REPO DELLA FEDERAL RESERVE DI NEW YORK, MILIARDI DI DOLLARI



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Per evitare che sul mercato interbancario si ripetano le tensioni del settembre 2019, nelle prossime settimane dovranno essere annunciate misure preventive.

Infine, i tassi reali positivi restano interessanti alla luce del carry offerto, in particolare sulla parte breve della curva americana.

MERCATI DEL CREDITO SOSTENUTI DA UNA MINORE VOLATILITÀ

In un inizio d'anno caratterizzato da nuove emissioni particolarmente abbondanti, sui mercati del credito l'offerta e la domanda sono in equilibrio. Tutti i settori si rivolgono al mercato per finanziarsi o rifinanziare il debito esistente. Le prime settimane del 2024 si sono rivelate eccellenti, con oltre 50 miliardi di euro proposti agli investitori. Anche negli Stati Uniti, proiettando le tendenze iniziali sull'intero anno, il 2024 supererà la media degli ultimi 10 anni (grafico 3).

Al momento della redazione, le banche americane iniziano a pubblicare i loro risultati. Data la remunerazione più elevata delle riserve, senza alcun effetto compensativo sui depositi, i loro utili si attestano a livelli record. Quanto alle carte di credito, i tempi di rimborso si allungano ed i tassi di insolvenza aumentano. L'impatto sui prestiti *sub-prime* non è ancora chiaro.

Nell'Area Euro, sempre in un contesto di bassa volatilità sia sui tassi che sui mercati azionari, privilegiamo il segmento del debito subordinato: selettività nella scelta degli emittenti ed opzioni di richiamo nel breve termine.

Nell'universo *high yield*, il calo dei tassi, unito alla compressione dei premi di rischio nei mesi di novembre e dicembre, consente alle società più indebitate un po' di respiro, dando loro maggiori margini di manovra per rifinanziare il debito esistente.

Infine, le convinzioni del *team* di gestione sui mercati emergenti restano intatte. L'America Latina (Brasile, Messico) presenta un interessante profilo di rischio/rendimento e si prefigura come una fonte di diversificazione geografica, al riparo dalle aree di tensioni geopolitiche in Europa e Medio Oriente.

GRAFICO 3: MERCATI DEL CREDITO STATUNITENSIS, EMISSIONI A GENNAIO 2014-2024, MILIARDI DI DOLLARI



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



L'ECONOMIA "DEI RICCIOLI D'ORO" TIENE A DISTANZA GLI "ORSI"



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

Con la collaborazione
del team del Azioni

Il 2024 si apre all'insegna della cautela. Gli investitori sono in attesa di un qualsiasi segnale che confermi una svolta sul fronte delle politiche monetarie. Occorre ricordare che, da una prospettiva storica, dopo il primo taglio dei tassi della Fed ed in assenza di una recessione, il mercato azionario statunitense ha guadagnato il +10% nei successivi 12 mesi.

Nel breve termine, l'attenzione si concentrerà sugli utili per il quarto trimestre. Il rapporto dei pre-annunci lascia intravedere una stagione piuttosto favorevole, con le società nel complesso fiduciose di poter raggiungere risultati in linea con le loro aspettative.

EUROPA

Dopo il forte rimbalzo degli ultimi due mesi del 2023, i mercati europei hanno ripreso fiato all'inizio del 2024, con una sovraperformance dei settori difensivi (in primo luogo sanità e telecomunicazioni).

I commenti di Christine Lagarde su un potenziale atterraggio morbido dell'economia sono stati piuttosto incoraggianti.

Le valutazioni rimangono molto interessanti (soprattutto rispetto alle azioni statunitensi). Le revisioni degli utili languono e le aspettative sulla crescita degli utili per azione (EPS) nel 2024 oscillano attualmente intorno al 5%, un valore piuttosto basso rispetto a quelli attesi in altre regioni.

Inoltre, permangono alcune incertezze, soprattutto in ambito economico e geopolitico (impatto delle elezioni statunitensi, conflitto in Ucraina). Data la natura più ciclica del mercato azionario europeo, se gli indicatori macroeconomici si riveleranno più deboli del previsto o se lo scenario *Goldilocks* (Riccioli d'oro) fosse messo in discussione, la regione potrebbe sottoperformare gli altri mercati. Ma è ancora troppo presto per trarre conclusioni.

A questo proposito, l'imminente stagione degli utili sarà decisiva, con particolare riguardo alle prospettive fornite dalle società.

STATI UNITI

Contro ogni pronostico visto il contesto, il 2023 è stato un anno eccezionale per i mercati azionari americani. L'indice S&P 500 ha chiuso con una performance annuale del +26,3% ed abbiamo assistito al tradizionale *rally* di fine anno, in particolare per le piccole e medie imprese, balzate del +22% negli ultimi due mesi dell'anno.

Sebbene il 2023 sia stato trainato essenzialmente dai celebri "Magnifici 7" e, più in generale, dai titoli *Growth* incentrati sulla tecnologia, il consenso guarda con ottimismo al 2024. Le previsioni sulla crescita degli utili per il 2024 sono di buona qualità negli Stati Uniti, con EPS in ascesa del +11% per il MSCI US e del +23% per il Nasdaq.



2023: un anno
ECCEZIONALE
PER I MERCATI
AZIONARI
statunitensi



In prospettiva, il 2024 sarà caratterizzato dalla campagna presidenziale americana, che dovrebbe causare volatilità, in particolare riguardo ai temi legati all'ambiente ed alla geopolitica: questo quadro potrebbe favorire le piccole e medie imprese più orientate al mercato interno. Guardando ai dati storici, in un anno elettorale, quando un presidente in carica si ricandida, l'indice S&P 500 registra una performance media dell'8,8% (grafico 4).

ASIA

In questo inizio del 2024 la volatilità si conferma elevata sui mercati azionari asiatici. Il pessimismo ed il *sentiment* negativo nei confronti dell'economia cinese permangono. Sono state adottate nuove misure di stimolo per sostenere l'economia, che non sono però servite a risollevare né i dati macroeconomici né il *sentiment* degli investitori.

Tuttavia, in Cina le valutazioni restano molto interessanti (e notevolmente più basse per le azioni asiatiche rispetto al MSCI World) ed il graduale miglioramento degli utili in alcuni settori sembra essere un segnale incoraggiante.

Infine, il previsto taglio dei tassi di interesse da parte della Fed, il potenziale indebolimento del dollaro e gli interessanti rapporti P/E¹ in Asia settentrionale potrebbero essere i principali motori dei mercati azionari dell'Asia emergente nel 2024.

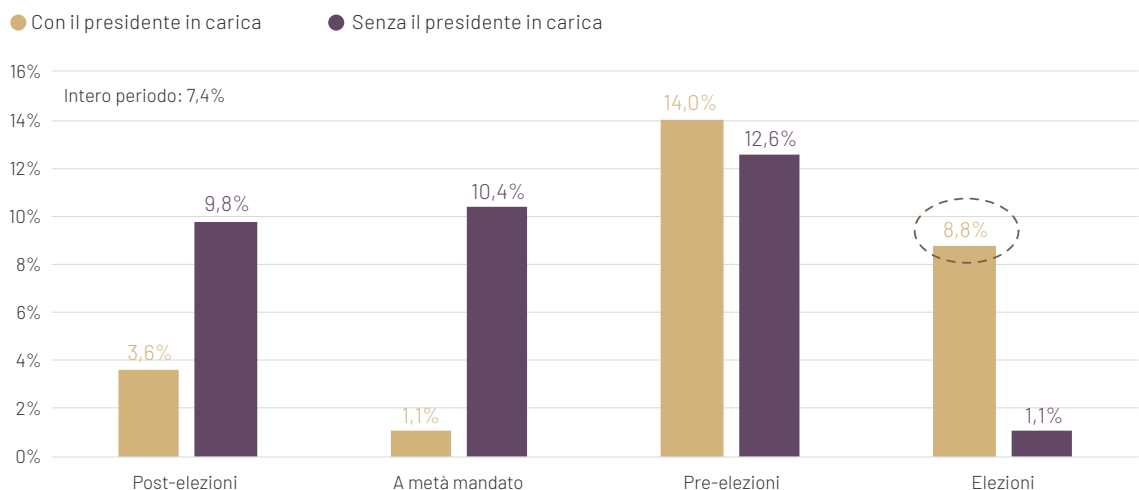
STILE D'INVESTIMENTO

Il rally di fine anno, in vista di futuri tagli dei tassi, ha favorito in particolare le imprese di qualità inferiore, con valutazioni elevate o persino non redditizie. In questo contesto, solo lo stile *Growth* ha sovraperformato gli altri stili. Il calo dei tassi osservato alla fine dell'anno ha infatti sostenuto i modelli di *business* a lunga *duration*. Nonostante il recente rimbalzo, restiamo costruttivi sul comparto, che riunisce i principali attori dell'intelligenza artificiale (IA) ed esibisce una crescita degli utili superiore per il 2024. Inoltre, le società *Growth* vantano generalmente abbondanti liquidità che, dato l'attuale livello dei tassi, sono ben remunerate.

Manteniamo comunque una visione positiva sui titoli *Quality*, adottando un approccio "*Barbell*" soprattutto in previsione di un rimbalzo nel breve periodo dei tassi a lungo termine. Tuttavia, uno scenario *Goldilocks* (Riccioli d'oro) nel corso dell'anno renderebbe questo segmento meno interessante.

Infine, riteniamo che nel corso del 2024 potrebbe essere opportuno tornare sulla parte Ciclica del mercato (chimica, risorse di base, automobilistico, industria, ecc.) in caso di ripresa dei PMI. I dati storici confermano che i settori ciclici, in primo luogo l'industria e la finanza, tendono a sovraperformare dopo la svolta della banca centrale, mentre gli omologhi difensivi tendono a sottoperformare.

GRAFICO 4: PERFORMANCE ANNUA MEDIA DELL'INDICE S&P 500 IN UN ANNO DI ELEZIONI PRESIDENZIALI NEL PERIODO 1929-2020, %



Fonti: Oppenheimer, Indosuez Wealth Management.

1 - Rapporto prezzo/utigli (prezzo dell'azione/utile per azione).



Maxime GARCIA
Investment Strategist

Una revisione meno accomodante delle attese inerenti alla Fed potrebbe favorire il dollaro, mentre l'euro corre molti rischi. Riteniamo che sia ancora prematuro tornare long sullo yen ed assumiamo una visione neutrale sul franco svizzero, per il quale verrà meno il sostegno della banca centrale. Continuiamo ad apprezzare l'oro, ma preferiamo attendere una correzione prima di rafforzare le nostre posizioni.

DOLLARO USA

Un calo prematuro

Le aspettative ottimistiche del mercato sui futuri tagli dei tassi da parte della Fed hanno pesato sul dollaro, che ha perso l'1,9% nell'ultimo mese dell'anno. Queste attese ci sembrano moderatamente aggressive. La disinflazione è certamente destinata a proseguire, ma riteniamo che procederà ad un ritmo più lento di quello al momento previsto dal consenso, inducendoci ad anticipare i primi tagli dei tassi nel secondo trimestre, anziché alla fine del primo come stimato dal mercato. Se il nostro scenario si avverasse, gli investitori dovrebbero adottare una visione meno accomodante sulla Fed, che favorirebbe il dollaro. All'inizio di gennaio abbiamo osservato esattamente questa dinamica (il dollaro ha guadagnato +1,2% nei primi quindici giorni). Inoltre, il posizionamento sul biglietto verde è ora prossimo alla neutralità, lasciando spazio ad un potenziale apprezzamento in caso di un ritorno dei flussi. Per tali ragioni, adottiamo una visione tatticamente positiva nel breve periodo. Sul più lungo termine, manteniamo un giudizio leggermente negativo; la realizzazione dello scenario di atterraggio morbido nel 2024 e l'inizio dei tagli dei tassi da parte delle principali banche centrali nel secondo trimestre potrebbero infatti trainare le valute pro-cicliche a scapito del biglietto verde, che da una prospettiva più strutturale patisce anche il fenomeno della de-dollarizzazione.

EURO

Numerosi rischi all'orizzonte

L'Area Euro è alle prese con molti rischi che gettano ombre sulle prospettive a breve termine della moneta unica. In primo luogo, i recenti sviluppi nel Mar Rosso colpiscono in particolare la rotta commerciale che collega l'Asia all'Europa e, più in generale, il proseguimento del conflitto nel Mar di Levante minaccia il prezzo dell'oro nero, un grave problema per gli importatori di petrolio. L'Unione monetaria europea è quindi tra le aree più esposte alle turbolenze associate alle persistenti tensioni nel Vicino e Medio Oriente. Inoltre, le aspettative di tagli dei tassi a livello globale hanno alimentato l'interesse per le valute più cicliche, favorendo da dicembre i flussi verso l'euro. Il posizionamento è quindi leggermente più forte, il che limita il potenziale di rialzo. Infine, la dinamica macroeconomica appare più vulnerabile nell'Area Euro e, pur non prevedendo alcuna recessione, questo rischio continua ad incombere ed impedisce per ora alla valuta di spiccare il volo. Pertanto, adottiamo un lieve sottopeso tattico sulla coppia EUR/USD, che dovrebbe oscillare tra 1,07 e 1,10 nel breve periodo, con un obiettivo di 1,07. In un orizzonte di più lungo termine, la scomparsa dei rischi di recessione ed i primi tagli dei tassi da parte delle banche centrali nel secondo trimestre dovrebbero sospingere l'euro.



Visione
tatticamente
**POSITIVA SUL
DOLLARO**
nel breve
periodo



YEN GIAPPONESE

Troppo presto per una visione positiva

Continuiamo a non anticipare sostanziali modifiche alla politica monetaria giapponese, poiché l'economia non è al momento alle prese né con un'inflazione sostenuta né con una pressione rialzista sulla crescita degli stipendi. Il riacutizzarsi delle tensioni geopolitiche potrebbe favorire lo yen; tuttavia, in concomitanza con un'ascesa dei prezzi del petrolio, assisteremmo ad un deterioramento delle ragioni di scambio e, in ultima analisi, della valuta giapponese. Pertanto, lo yen dovrebbe restare debole almeno fino a quando la Fed e la BCE non faranno la loro prima mossa ribassista. Per questo motivo, preferiamo aspettare il rapporto USD/JPY intorno a 152 ed il rapporto EUR/JPY a circa 164 prima di tornare long sulla valuta giapponese.

FRANCO SVIZZERO

Viene meno il sostegno della BNS

Nel 2023 il franco svizzero è stato il primo della classe tra le valute del G10, ampiamente sostenuto dalla Banca Nazionale Svizzera (BNS), che ha attinto alle riserve valutarie per mantenere solida la propria moneta e limitare in tal modo l'inflazione importata.

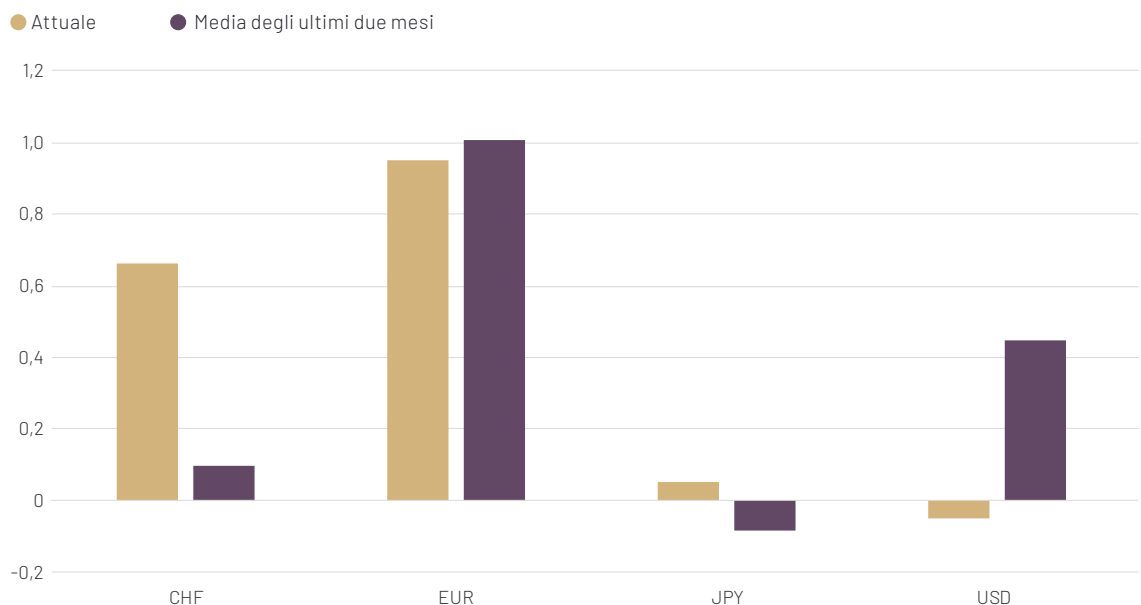
Gli investitori non potranno più contare su tale supporto nel 2024; il presidente della banca centrale ha infatti dichiarato che i guadagni del franco svizzero erano sufficientemente importanti da influenzare in misura significativa le prospettive di inflazione. Inoltre, le coppie USD/CHF ed EUR/CHF sono ancora vicine ai loro minimi storici. Optiamo quindi per una posizione tatticamente positiva sul cambio USD/CHF ed EUR/CHF, con obiettivi rispettivamente di 0,88 e 0,95. Sul più lungo termine, confermiamo una visione neutrale; se i conflitti nel mondo dovessero riprendere o persistere, il franco svizzero potrebbe apprezzarsi.

ORO

La copertura definitiva

Continuiamo ad apprezzare l'oro, che rimane l'asset per eccellenza per proteggersi dall'aumento dei rischi. Anche la domanda delle banche centrali, in un'ottica di diversificazione delle riserve valutarie, è un fattore strutturale che potrebbe trainare l'oro ulteriormente verso l'alto. Infine, l'inizio dei tagli dei tassi da parte della banca centrale americana dovrebbe favorire il metallo giallo. Manteniamo quindi la nostra visione positiva, ma attendiamo un ritorno a circa 1.930-1.950 prima di rafforzare la posizione e puntare ad un corso di 2.050-2.100.

GRAFICO 5: POSIZIONAMENTO VALUTARIO



Fonti: Refinitiv, CACIB, Indosuez Wealth Management.



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager



Verso
TAGLI
DEI TASSI
SINCRONIZZATI

SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** il nostro scenario macroeconomico resta quello di un atterraggio morbido per l'economia globale, in particolare per quella americana. Non intravediamo alcuna recessione negli Stati Uniti, nonostante un rallentamento previsto nei prossimi mesi. Nell'Area Euro la dinamica economica ci sembra più vulnerabile, anche se il miglioramento del potere d'acquisto delle famiglie sarà un fattore positivo nel 2024. Anche quest'anno, i Paesi emergenti continueranno a trainare la crescita mondiale.
- **Inflazione:** il processo di disinflazione proseguirà nei prossimi trimestri, tuttavia con una certa volatilità attesa sul breve termine. Nel complesso, i rischi tendono verso l'alto, date le persistenti pressioni inflazionistiche nei servizi e le potenziali ricadute delle attuali tensioni nel Mar Rosso.
- **Banche centrali:** continuiamo a ritenere che i tagli dei tassi previsti dal mercato della Fed e della BCE siano troppo aggressivi. Abbiamo però rivisto il nostro scenario e siamo del parere che la BCE potrebbe agire in maniera più sincronizzata con la Fed. In modo analogo a quest'ultima, Francoforte dovrebbe iniziare il suo ciclo di riduzione dei tassi nel secondo trimestre. Nel 2024 anticipiamo tagli dei tassi per circa 100 pb su entrambe le sponde dell'Atlantico.
- **Utili aziendali:** nonostante le più elevate attese sugli utili negli Stati Uniti, restiamo più fiduciosi nella capacità delle imprese americane di raggiungere i profitti attesi nel 2024 rispetto alle loro controparti europee.
- **Contesto di rischio:** sebbene la maggior parte dei rischi presenti nel 2023 si sia attenuata, nel 2024 permangono alcune potenziali minacce. Dopo diversi anni di lassismo fiscale, i problemi del debito nell'Area Euro e negli Stati Uniti potrebbero tornare alla ribalta. Sul fronte politico, quest'anno si recherà alle urne una percentuale record della popolazione mondiale (con le presidenziali americane in primo piano), il che potrebbe aumentare la volatilità dei mercati sul breve termine. Infine, seguiremo con attenzione la situazione geopolitica globale, dato il moltiplicarsi dei conflitti.

CONVINZIONI DI ALLOCAZIONE

Azioni

- La tenuta del contesto macroeconomico, unita alla buona salute finanziaria delle aziende e al graduale riorientamento dei capitali (attualmente collocato in fondi del mercato monetario) verso attività rischiose nel corso dell'anno, ci induce a mantenere una visione positiva sui mercati azionari per il 2024. Sul breve termine, con alcuni indici di Borsa che si sono avvicinati ai massimi storici alla fine del 2023, preferiamo attendere prima di incrementare le esposizioni azionarie.
- Manteniamo la nostra preferenza per le azioni americane. Tuttavia, data la concentrazione degli indici di Borsa su alcuni titoli specifici, ci sembra interessante considerare un ribilanciamento di questa allocazione verso un maggior numero di settori.
- Su base relativa, nonostante valutazioni storicamente contenute, le azioni europee appaiono orientate meno positivamente, poiché le prospettive di crescita economica nella regione restano fosche.
- Al di là dei mercati azionari delle economie avanzate, manteniamo una visione costruttiva sulle azioni emergenti, che dovrebbero beneficiare di un favorevole differenziale di crescita. Alcune regioni potrebbero inoltre essere sostenute da una possibile inversione del ciclo manifatturiero nel corso dell'anno e da un ciclo globale propizio per l'industria dei semiconduttori.

Obbligazioni

- Dopo il *rally* obbligazionario di fine 2023, eravamo dell'opinione che il mercato avesse anticipato troppo rapidamente i tagli dei tassi delle banche centrali. Al momento della redazione, il nostro scenario si sta avverando, con i tassi a lungo termine che recuperano parte del loro forte calo. Prevediamo che questa tendenza possa proseguire sul brevissimo termine, motivo per cui restiamo tatticamente sotto-esposti al rischio obbligazionario rispetto ai nostri indici di riferimento.



- Continuiamo quindi a privilegiare le obbligazioni sovrane con scadenze brevi (fino a 5 anni), mentre le parti più lunghe e volatili sono maggiormente a rischio: le curve dei tassi restano invertite, la riduzione dei bilanci da parte delle banche centrali è ancora in corso ed i dubbi sulla sostenibilità del debito potrebbero portare ad una rivalutazione dei premi a termine.
- Nel segmento del credito, confermiamo la nostra preferenza per i debiti *corporate* di qualità con scadenze brevi, che a nostro avviso offrono il migliore profilo di rischio/rendimento. Continuiamo ad evitare le obbligazioni *high yield*, reputando costose le loro valutazioni.
- In un'ottica di diversificazione, manteniamo una visione strategicamente positiva sui debiti emergenti in valuta locale, anche se sul breve termine potrebbero risentire di un apprezzamento del dollaro.

Cambi

- Se il nostro scenario macroeconomico si concretizzasse, gli investitori dovrebbero adottare una visione meno accomodante sull'approccio della Fed, uno scenario che sul breve termine favorirebbe il dollaro. Nel medio periodo, tuttavia, riteniamo che il biglietto verde possa svalutarsi una volta iniziati i tagli dei tassi, con altri fattori strutturali, tra cui la diversificazione delle riserve valutarie, che peseranno sulla moneta sul lungo termine.
- Il franco svizzero ha tratto grande vantaggio dal suo status di valuta rifugio e dagli sforzi profusi dalla banca centrale per sostenerlo e limitare l'inflazione importata. Nel 2024 la tendenza potrebbe invertirsi, con la BNS ormai soddisfatta degli attuali livelli raggiunti dal franco svizzero.
- Nel breve periodo, l'oro potrebbe rivelarsi vulnerabile ad un parziale aumento dei tassi a lungo termine, dopo la forte ascesa osservata. Al contrario, nel medio termine, il previsto calo dei tassi reali, il costante interesse delle banche centrali per questo asset e la presenza di un quadro geopolitico più complesso sono tutti elementi che ci inducono a restare strategicamente positivi sul metallo giallo.

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 18 GENNAIO 2028

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	4,14%	25,39	26,29
Francia 10A	2,85%	37,50	28,80
Germania 10A	2,35%	38,40	32,60
Spagna 10A	3,27%	37,50	28,70
Svizzera 10A	0,90%	19,50	19,80
Giappone 10A	0,63%	5,50	2,40

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	36,21	-0,98%	-1,39%
Titoli di Stato in EUR	201,88	-1,25%	-1,11%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	216,12	0,09%	-0,10%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	331,90	-0,51%	-0,91%
Titoli di Stato USA	306,42	-0,25%	-0,53%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	43,87	-0,18%	-0,59%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9442	0,15%	1,65%
GBP/USD	1,2706	0,13%	-0,20%
USD/CHF	0,8680	1,38%	3,16%
EUR/USD	1,0876	-1,23%	-1,48%
USD/JPY	148,16	4,25%	5,05%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	14,13	0,48	1,68

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	4.780,94	0,72%	0,23%
FTSE 100 (Regno Unito)	7.459,09	-3,06%	-3,55%
STOXX Europe 600	470,45	-1,36%	-1,78%
Topix	2.492,09	7,14%	5,31%
MSCI World	3.143,20	-0,06%	-0,82%
Shanghai SE Composite	3.274,73	-1,69%	-4,56%
MSCI Emerging Markets	961,34	-3,70%	-6,10%
MSCI Latam (America Latina)	2.491,27	-5,21%	-6,44%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	196,04	-0,96%	-2,36%
MSCI Asia Ex Japan	597,63	-4,09%	-6,84%
CAC 40 (Francia)	7.401,35	-2,25%	-1,88%
DAX (Germania)	16.567,35	-0,72%	-1,10%
MIB (Italia)	30.350,53	0,25%	0,00%
IBEX (Spagna)	9.880,30	-2,22%	-2,20%
SMI (Svizzera)	11.185,88	0,48%	0,43%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.787,00	-4,80%	-6,26%
Oro (USD/Oncia)	2.023,34	-1,11%	-1,92%
Greggio WTI (USD/Barile)	74,08	0,26%	3,39%
Argento (USD/Oncia)	22,81	-6,17%	-5,31%
Rame (USD/Tm)	8.310,00	-3,32%	-2,91%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	2,70	4,86%	7,28%

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

	OTTOBRE 2023	NOVEMBRE 2023	DICEMBRE 2023	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (18 GENNAIO 2024)
MIGLIORI	-2,20%	12,99%	7,74%	7,14%	5,31%
	-2,97%	9,21%	4,81%	0,72%	0,23%
	-2,98%	8,92%	4,71%	-0,06%	-0,82%
	-3,00%	7,86%	4,42%	-0,96%	-1,78%
	-3,17%	6,86%	3,77%	-1,36%	-2,36%
	-3,68%	6,45%	3,75%	-1,69%	-3,55%
	-3,76%	6,32%	3,71%	-3,06%	-4,56%
	-3,91%	5,38%	3,35%	-3,70%	-6,10%
	-3,94%	1,80%	-0,36%	-4,09%	-6,44%
PEGGIORI	-4,96%	-2,14%	-1,86%	-5,21%	-6,84%

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



AIE: Agenzia internazionale dell'energia.

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

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

BLS: Bureau of Labor Statistics.

BNEF: Bloomberg New Energy Finance.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FMI: Fondo monetario internazionale.

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

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

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

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

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

IPCC: Gruppo intergovernativo sul cambiamento climatico.

IRENA: Agenzia internazionale per le energie rinnovabili.

ISM: Institute for Supply Management.

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

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

OCSE: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico.

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

OMC: Organizzazione Mondiale del Commercio.

OPEC: Organizzazione dei paesi produttori di petrolio.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SRI: Investimenti sostenibili e responsabili.

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

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

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

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

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

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

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

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



DICHIARAZIONE DI ESCLUSIONE DI RESPONSABILITÀ

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- **in Francia:** la presente pubblicazione è distribuita da CA Indosuez, società anonima con capitale di 584.325.015 euro, istituto di credito e broker assicurativo, iscritta nel Registro degli intermediari assicurativi con il numero 07 004 759 e nel Registro di commercio e delle società di Parigi con il numero 572 171 635, con sede legale in 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 Parigi e supervisionata dall'Autorità francese di controllo prudenziale e di risoluzione e dall'Autorità francese dei mercati finanziari;
- **in Lussemburgo:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe), società per azioni (società anonima) di diritto lussemburghese con capitale di 415.000.000 euro e sede sociale in 39 allée Scheffer L-2520 Lussemburgo, immatricolata presso il Registro delle Società del Lussemburgo con il numero B91.986, operante come istituto di credito con sede in Lussemburgo sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF);
- **in Spagna:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, operante sotto la supervisione del Banco de Espana (www.bde.es) e della Commissione Nazionale del Mercato Azionario (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), come filiale di CA Indosuez Wealth (Europe), istituto di credito debitamente registrato in Lussemburgo e operante sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF). Indirizzo: Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Spagna), registrata presso il Banco de Espana con il numero 1545. Immatricolata presso il Registro del Commercio e delle Società di Madrid con il numero T 30.176.F 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.

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

Crediti fotografici: Getty Images.

Finito di redigere il 18.01.2024.



