



MONTHLY HOUSE VIEW

Ottobre 2024

Una nuova era di allentamento

01• Editoriale	P3
UNA NUOVA ERA DI ALLENTAMENTO	
02• Macroeconomia	P4
FARE I COMPITI A CASA	
03• Reddito fisso	P6
MERCATI DEL REDDITO FISSO EUFORICI	
04• Azioni	P8
L'INIZIO DI UNA ROTAZIONE?	
05• Cambi	P10
LA DANZA DELLE COLOMBE	
06• Private Markets	P12
IL MERCATO SECONDARIO: UN PUNTO FERMO PER I MERCATI PRIVATI	
07• Asset allocation	P14
SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE	
08• Monitor dei mercati	P16
PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI	
09• Glossario	P17
Dichiarazione di esclusione di responsabilità	P18



Alexandre
DRABOWICZ
Chief Investment Officer

Cari Lettori,

Nel corso dell'estate il *sentiment* del mercato nei confronti dell'economia americana è diventato più cauto. Un mediocre dato sull'occupazione, un inatteso rialzo dei tassi di 15 punti base (pb) da parte della Banca del Giappone come pure volumi in calo hanno causato un "effetto farfalla" sui mercati finanziari. Al ritorno dalle vacanze, gli investitori hanno constatato che i listini azionari si erano infine ripresi. Pur rimanendo vigili, in questo periodo non abbiamo apportato modifiche al posizionamento, attenendoci al nostro scenario di *soft landing*.

UN RALLENTAMENTO, MA NON UNA BRUSCA BATTUTA D'ARRESTO

Nonostante alcuni timori, i dati macroeconomici non mostrano segni di una recessione imminente. Le vendite al dettaglio si sono mantenute solide, confermando la tenuta dei consumi americani. Il PIL è cresciuto del 3% nel secondo trimestre e le previsioni per il terzo suggeriscono un andamento analogo. Tuttavia, l'attenzione è ora rivolta al mercato del lavoro. Il rapporto sull'occupazione di luglio aveva destato preoccupazione, ma quello di agosto ha mostrato miglioramenti, anche se inferiori alle attese. Il mercato del lavoro si sta normalizzando: le assunzioni hanno rallentato, ma i licenziamenti restano limitati. Questa normalizzazione è rassicurante. La regola di Sahm, che in passato ha sempre identificato le recessioni, ha di recente segnalato un simile episodio. Tuttavia, anche Claudia Sahm ha sottolineato che non dovremmo basarci unicamente sui modelli storici. Il mercato del lavoro ha perso vigore, ma l'arrivo di nuovi lavoratori è di buon auspicio, anche se occorre loro del tempo per trovare un impiego.

IL DOPPIO MANDATO DELLA FED

Con l'inflazione statunitense al 2,5%, si sono dissipati i timori di un'interruzione del processo disinflazionistico. Questo ha permesso al presidente della Federal Reserve (Fed) Jerome Powell di prendere in considerazione tagli dei tassi già ad agosto. Alla fine è stato effettuato un taglio di 50 pb nella riunione di settembre. Il messaggio è chiaro: dopo aver stabilizzato i prezzi, la Fed si concentra sulla protezione dei posti di lavoro. L'occupazione è diventata la priorità nel contesto del duplice mandato di piena occupazione e stabilità dei prezzi.

Il primo taglio dei tassi in oltre quattro anni mira a scongiurare un eventuale rallentamento economico. Jerome Powell ha infatti dichiarato: "L'economia americana è in buona forma e la decisione odierna è volta a mantenerla tale". Pochi giorni prima della riunione, abbiamo rivisto le nostre previsioni per la Fed, anticipando un calo dei tassi per i *Fed Fund* al 3,5% entro la fine del 2025, due ulteriori tagli rispetto alle precedenti stime. Riguardo alla Banca Centrale Europea (BCE), abbiamo adeguato le nostre prospettive ed intravediamo ora tassi al 2% entro la fine del 2025, in flessione dal 2,5%.

DALLA MACROECONOMIA ALLA POLITICA

In futuro, l'attenzione degli investitori continuerà ad essere rivolta ai fattori macroeconomici. La stagionalità è spesso sfavorevole fino alle elezioni americane, il cui esito potrebbe rivelarsi più incerto del previsto. Più che dal voto popolare, il risultato finale dipenderà da sette Stati chiave.

Gli investitori mantengono un approccio cauto all'universo azionario. Quelli privati hanno approfittato della correzione di agosto per riesporsi, mentre gli istituzionali sono rimasti in disparte. Conserviamo una visione costruttiva sulle azioni, alla luce del nostro scenario di *soft landing* e di modeste aspettative di utili per il terzo trimestre. Tuttavia, continuiamo a monitorare le incertezze future.

Sul versante obbligazionario, il forte declino dei tassi americani ci ha lasciato perplesși. Nell'arco di quattro mesi i tassi dei *Treasury* a 10 anni sono scesi dal 4,7% al 3,6% sulla scia dei timori di recessione, mentre le azioni sono rimaste vicine ai loro massimi. Quale mercato ha ragione? Le preoccupazioni sulla sostenibilità del debito americano si sono affievolite, nonostante siano stati aggiunti mille miliardi di dollari ogni 100 giorni, che hanno portato il disavanzo totale ad oltre 35 mila miliardi. A fronte di questa congiuntura, abbiamo optato per una posizione più cauta sulla duration ed evitiamo al momento le scadenze lunghe sul mercato del reddito fisso.

Buona lettura.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

Sarebbe stato facile lasciarsi sopraffare dal diffuso pessimismo del mercato durante l'estate, in particolare sull'economia americana, le cui cifre sull'occupazione avrebbero potuto destabilizzarci rapidamente. Con le vacanze ormai alle spalle, siamo tornati a concentrarci sul nostro lavoro. Al riguardo, scopriamo che non c'è alcuna recessione negli Stati Uniti, che il Regno Unito è in ripresa e che alcune economie asiatiche esibiscono migliori performance nonostante la diffidenza (eccessiva) nei confronti della Cina.

STATI UNITI: UN SOFT LANDING ALL'ORIZZONTE

Il nostro scenario leggermente superiore al *consensus* per gli Stati Uniti si basa sulla tenuta dei consumi americani. I risparmi in eccesso appartengono indubbiamente al passato, così come gli stipendi elevati in un mercato del lavoro rigido dopo la pandemia. I posti di lavoro creati sono diminuiti, senza però crollare, con fattori legati all'offerta, come l'immigrazione, che hanno contribuito ad un leggero aumento del tasso di disoccupazione (4,2% ad agosto). Ciononostante, il mercato del lavoro si conferma robusto (più di un'offerta di lavoro per ogni disoccupato) e gli stipendi reali restano sostenuti. I bilanci delle famiglie sono relativamente sani, con bassi livelli di indebitamento (70% del PIL rispetto al 100% del 2017) ed effetti positivi sulla ricchezza (grazie alle performance favorevoli del mercato azionario e immobiliare).

Inoltre, i licenziamenti rimangono a livelli storicamente bassi, con le società che dispongono ancora di margini importanti. Nel complesso, i consumi privati dovrebbero rallentare nei prossimi mesi dal 3% al 2% su base trimestrale annualizzata, di pari passo con la normalizzazione del mercato del lavoro. Sebbene i tagli dei tassi della Fed abbiano un impatto ritardato sull'economia, le condizioni finanziarie sono già in miglioramento e dovrebbero agevolare questa transizione verso una crescita più moderata. Anche le indagini sui costruttori di case hanno segnalato un aumento delle vendite previste ed i tassi ipotecari hanno iniziato a scendere (6,3% per un mutuo trentennale rispetto al 7,4% di maggio 2024). Con l'inflazione tornata a livelli più accettabili (2,5% su base annua ad agosto), la Fed ha indicato chiaramente che si concentrerà in via prioritaria sul mercato del lavoro.

Tuttavia, l'inflazione dei servizi potrebbe ancora minacciare l'allentamento monetario, così come le imminenti elezioni presidenziali. Da una prospettiva di sostenibilità del bilancio, entrambi i candidati sono infatti percepiti negativamente, ma un ritorno di Donald Trump accrescerebbe l'incertezza economica e sociale, mentre la sua politica estera, incentrata sull'incremento dei dazi, darebbe nuovo impulso alle inquietudini inflazionistiche.

ALLA RICERCA DI CRESCITA ALTROVE

L'Europa mostra attualmente una crescita modesta (PIL in espansione dello 0,2% su base trimestrale nel secondo trimestre del 2024). Il terzo trimestre dovrebbe rivelarsi più favorevole, grazie alla forte ascesa del turismo in Spagna (+12% su base annua) ed all'impatto temporaneo delle Olimpiadi in Francia (che, secondo l'INSEE¹, contribuiranno al PIL per +0,3 punti nel terzo trimestre del 2024). Anche i consumatori tedeschi dovrebbero spendere di più sulla scia dei maggiori stipendi (+4% nel primo semestre del 2024 secondo la Bundesbank), trainati da misure volte a compensare l'inflazione e persistenti carenze di manodopera.

Tuttavia, queste buone notizie sono limitate, poiché il settore industriale tedesco, strutturalmente trainato dalle sue esportazioni, continuerà a pesare sulle prospettive europee. La Germania ha bisogno di massicci investimenti per la transizione energetica, ma è frenata da un sostegno fiscale e monetario contenuto. Il recente rapporto di 400 pagine di Mario Draghi sulla competitività dell'Unione europea ha posto l'accento sull'urgenza di investire ed istituire un debito comune, una necessità che non riguarda più solo i Paesi periferici (il PIL greco è cresciuto dell'1,1% nel secondo trimestre del 2024), ma anche quelli *core*.



Inflazione americana
IN CALO
AL 2,5%
su base annua
ad agosto

1 - Istituto nazionale francese di statistica e studi economici.



In questo contesto, abbiamo mantenuto una previsione di crescita inferiore al *consensus* per l'Area Euro fino al 2025 (Tabella 1) e abbiamo rivisto al ribasso le nostre aspettative inflazionistiche, in parte a causa del recente declino del petrolio (-15% durante l'estate).

Il calo dei prezzi del petrolio è in parte imputabile ai timori per la domanda cinese. Sebbene la Cina continui a crescere, i suoi dati mensili deludono regolarmente le attese degli investitori (vendite al dettaglio al +2,1% su base annua ad agosto e produzione industriale in rallentamento al +4,5%). Le nostre previsioni sulla crescita del PIL cinese restano invariate, ma i rischi sono chiaramente orientati al ribasso. Le difficoltà nel settore immobiliare continuano a deprimere il clima interno e la contrazione dei prestiti bancari non lascia intravedere nuove misure di stimolo, rendendo sempre più irrealistico l'obiettivo ufficiale di una crescita del PIL pari al 5%.

Al contrario, altri mercati emergenti si sono rivelati in buona forma. Stando agli ultimi PMI, ad agosto tali economie (Cina esclusa) hanno esibito progressioni lievemente superiori alle medie a lungo termine. L'India si distingue per una domanda interna sempre robusta, mentre il Brasile è tornato a crescere ad agosto, anche se continua a lottare contro un'inflazione persistente (+4,2%), che ha costretto il Banco Central do Brasil (BCB) ad andare controcorrente rispetto alle altre banche centrali.

TABELLA 1: PREVISIONI MACROECONOMICHE 2024 - 2025, %

● Previsioni in ribasso da luglio

● Previsioni in rialzo da luglio

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.

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

Il rallentamento del mercato del lavoro americano ha trainato l'universo obbligazionario. Nei Paesi sviluppati, salvo il Giappone, si sta delineando un ciclo ribassista dei tassi. Dopo le performance di agosto, nelle prossime settimane il mercato del reddito fisso dovrebbe prendersi una pausa.

UN NUOVO CICLO DI ALLENTAMENTO MONETARIO

I mercati non conoscono pause. Le cifre sull'occupazione pubblicate il 2 agosto negli Stati Uniti hanno segnalato un rallentamento dell'economia. Sullo sfondo della scarsa liquidità estiva, tali dati hanno sorpreso gli investitori ed intensificato la volatilità. Hanno inoltre spianato la strada ad un primo taglio dei tassi da parte della Fed, confermato al simposio di Jackson Hole.

Mercoledì 19 settembre la Fed ha abbassato il tasso di riferimento di 50 pb. Le previsioni ufficiali, note come *dot plot*, puntano ad un intervallo del 4,25-4,5% entro la fine del 2024, lasciando presagire ulteriori tagli in futuro.

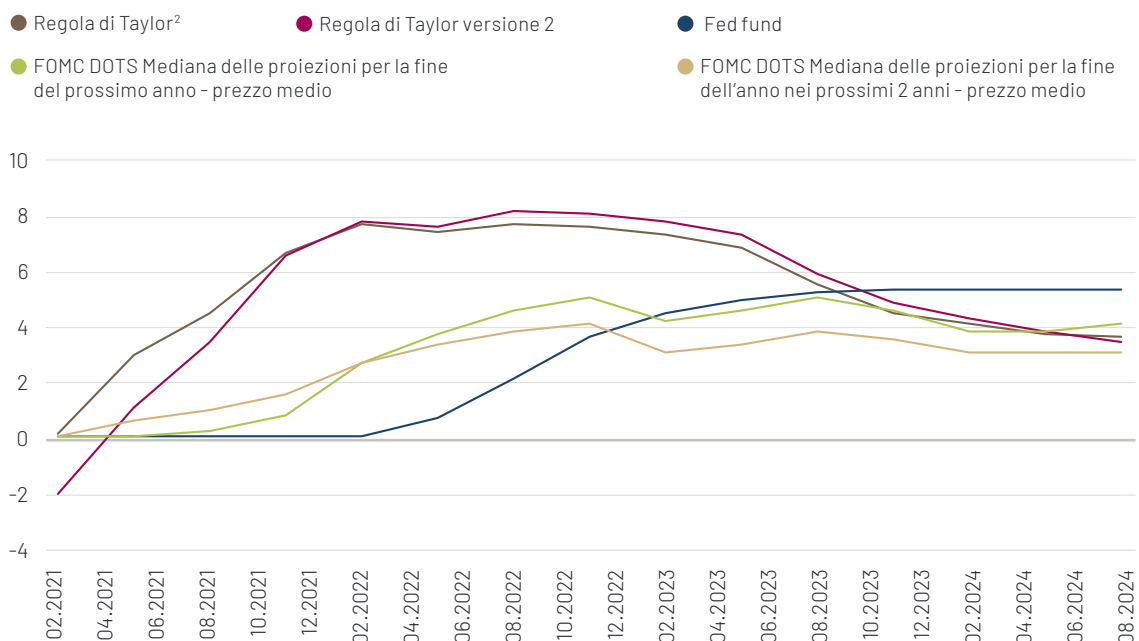
Come Christine Lagarde in Europa, Jerome Powell ha dichiarato che i tassi non seguono una traiettoria predefinita, spostando quindi i riflettori dalla lotta all'inflazione alla salute del mercato del lavoro, il secondo pilastro del suo mandato (grafico 1).

Il forte *rally* dei mercati dei tassi in brevissimo tempo suggerisce una pausa nelle prossime settimane. Tecnicamente, il mercato è in ipercomprato. Facciamo un passo indietro ed analizziamo la situazione da vicino per condividere le nostre riflessioni sugli investimenti per l'ultimo trimestre.



La Fed ha tagliato il tasso di riferimento di
50 PB

GRAFICO 1: LA REGOLA DI TAYLOR COME INDICATORE DELLA POLITICA DELLA FED?



Fonti: Federal Reserve di Atlanta, Indosuez Wealth Management.

2 - La regola di Taylor è un'equazione che collega il tasso di interesse di riferimento della Fed ai livelli di inflazione e crescita economica. La formula collega la differenza tra i tassi di inflazione effettivi e desiderati e la differenza tra la crescita potenziale desiderata del PIL e quella del PIL reale (noto anche come *output gap*).



In Cina i rendimenti a lungo termine sono scivolati ai minimi storici: mentre scriviamo, i titoli di Stato a 10 anni hanno oltrepassato quota 2,04%. La Banca Popolare Cinese ha ripetutamente avvertito che il calo dei rendimenti rischiava di innescare una crisi di liquidità nel sistema bancario. Ha inoltre dichiarato di essere pronta ad acquistare e vendere direttamente sul mercato per evitare una brusca flessione dei rendimenti a lungo termine. Alcuni parlano di bolla, ma i fondamentali economici della Cina continentale appaiono in chiaroscuro: a tre anni dallo scoppio della bolla immobiliare, la domanda delle famiglie permane debole e la morsa della deflazione non si allenta. Secondo Richard Koo³, il bilancio della Cina è entrato in recessione.

I mercati delle materie prime lanciano segnali contrastanti agli investitori. I prezzi energetici (petrolio, gas, elettricità in Europa) sono ai minimi dal 2024. La guerra in Medio Oriente rischia seriamente di interrompere le forniture petrolifere e le tensioni con la Russia restano elevate. L'oro, invece, ha toccato un massimo storico, con un rialzo del 25% dall'inizio dell'anno. In che misura ed in quale regione questi mercati anticipano una recessione?

I rendimenti dei mercati sviluppati inviano agli investitori messaggi discordanti. Negli Stati Uniti le relative curve sono tornate in territorio positivo ed in Germania lo sono quasi. Questo perché i tagli dei tassi attesi delle banche centrali sono integrati nel rendimento a 2 anni, che ha sovraperformato quello a 10 anni ed oltre. Per mesi abbiamo privilegiato questo segmento nei nostri portafogli, optando per un sovrappeso, ma è giunto il momento di prendere profitto e tornare alla neutralità. I nostri portafogli sono di fatto sottopesati in termini di sensibilità, restando al contempo sottopesati alla parte lunga della curva dei tassi.

Spostandoci in Europa, dopo un'estate difficile sul fronte politico lo *spread* francese a 10 anni rispetto a quello tedesco si è attestato tra 70 e 75 pb. Quello italiano ha oscillato intorno ai 140 pb. La Commissione dell'Unione europea (UE) ha aperto una procedura per deficit eccessivo nei confronti di sette Paesi. Qualsiasi riduzione del disavanzo peserà sulle prospettive di crescita nel 2025 mentre, ad esempio, le case automobilistiche tedesche sono alle prese con numerose insidie.

CREDITO

I mercati del credito sono decisamente ottimisti: gli *spread* risultano infatti ristretti in tutti i segmenti.

Il mercato primario è molto attivo nelle varie regioni e valute. Le società si affrettano a rifinanziare il debito esistente ed assicurarsi rendimenti che, alla luce dei loro bilanci, considerano sostenibili. Per contro, i rendimenti per gli investitori hanno subito una battuta d'arresto e dovrebbero continuare a scendere.

Da metà del 2023 abbiamo privilegiato nel nostro portafoglio il debito subordinato, sia finanziario che corporate ibrido. Questa allocazione ha beneficiato della debole volatilità sui mercati azionari, di fondamentali solidi per gli emittenti con rating molto elevato e della ricerca di rendimenti. Dal 5 agosto si è assistito ad un aumento della volatilità sui mercati azionari. I minimi di giugno o luglio sono ormai alle spalle. Questa tendenza rialzista ha un impatto negativo sulle performance future del debito subordinato. Abbiamo quindi preso profitto e rivisto al ribasso le previsioni per equilibrare la performance.

Oltre a questa convinzione sul debito subordinato, avevamo mantenuto le distanze dal mercato high yield per diversificare i rischi ed evitare le correlazioni. Gli emittenti *high yield* europei vantano solidi bilanci, EBITDA sostenuti e hanno già rifinanziato gran parte del loro fabbisogno per il 2025. I segnali su tale mercato sono positivi ma, data la crescente volatilità descritta sopra, è opportuno agire con prudenza e preferire investimenti da 1 a 3 anni per beneficiare del *carry* e mettersi al riparo da un eventuale ampliamento degli *spread*.

La liquidità si è rivelata ancora una volta limitata ad agosto e le uscite dagli ETF hanno pesato duramente sul mercato. In presenza di turbolenze, gli investitori alla ricerca di rendimento possono defilarsi, come avvenuto in passato.

3 - Richard Koo dirige il Nomura Research Institute (*The Escape from Balance Sheet Recession and the QE Trap: A Hazardous Road for the World Economy*; 2014).



Michel BOURGON
Head of US Equity Portfolio Management

Agosto si è rivelato un mese volatile, accentuata dalla consueta scarsa liquidità del mese. Dopo essere stati trascinati al ribasso dal crollo del Giappone, i mercati globali hanno ripreso la loro corsa. La brusca correzione dei mercati finanziari giapponesi è stata causata principalmente da diversi fattori economici e finanziari.



Il VIX a
QUOTA 65
nel corso dell'estate,
un massimo
dal 2020

L'improvvisa ascesa dello yen, riconducibile alla fine di un movimento speculativo noto come *carry trade*, ha scatenato il panico sui mercati. Il VIX, il cosiddetto indice della paura, ha persino raggiunto livelli visti da ultimo durante la pandemia di COVID-19. Questa correzione è stata però di breve durata; i mercati azionari si sono infatti rapidamente ripresi, avvicinandosi di nuovo ai loro massimi storici.

EUROPA

Il mercato europeo (MSCI Europe) è risultato molto volatile ad agosto, ha perso circa il 6% nei primi cinque giorni per poi tornare ai massimi alla fine del mese e cedere metà del rialzo ad inizio settembre.

Nell'Area Euro gli indici dei direttori agli acquisti hanno mostrato segnali incoraggianti, con un ulteriore aumento del PMI dei servizi ad agosto, a 52,9, ed una lieve progressione di quello manifatturiero, che tuttavia permane depresso a 45,8. Ad agosto l'inflazione complessiva nella regione è diminuita al 2,2%, un minimo da tre anni, consentendo alla BCE di tagliare il tasso di riferimento per la seconda volta il 12 settembre. Al contempo, l'incertezza che circondava la politica francese ha iniziato a svanire con la nomina di un primo ministro (Michel Barnier) il 5 settembre.

Dopo una stagione degli utili in chiaroscuro e la scarsa visibilità di molte imprese sul secondo semestre, nel mese sono state riviste al ribasso le prospettive sulla crescita degli utili per azione (EPS) nel 2024. Tuttavia, il mercato europeo resta piuttosto interessante in termini di valutazioni, soprattutto nel segmento delle società a piccola e media capitalizzazione, che dovrebbero inoltre beneficiare del calo dei tassi.

STATI UNITI

Dopo una stagione degli utili in linea con le attese, le sorprese al rialzo si sono rivelate più eterogenee. Nel complesso, le aspettative di utili si sono confermate resilienti nella regione, sempre trainate dai "Magnifici 7" e dal settore tecnologico nella sua interezza.

Malgrado la recente volatilità, i mercati americani sono tornati ai massimi storici. Il mercato presenta ancora valutazioni elevate rispetto a quelle storiche, anche se il recente declino dei tassi a lungo termine ha offerto un certo sostegno.

Come previsto, Jerome Powell ha tagliato i tassi di interesse, dando il via all'allentamento della politica monetaria. Questo intervento si inserisce in un contesto economico segnato da una solida produzione industriale ed un graduale rallentamento dell'inflazione di pari passo con il mercato del lavoro. Da una prospettiva storica, il primo taglio dei tassi della banca centrale sostiene la performance dei mercati azionari ma attira anche flussi verso tale area. Gli investitori dovrebbero restare cauti fino alle elezioni presidenziali di novembre, con i sondaggi che indicano una corsa serrata tra i due candidati. Una volta svanita questa incertezza, assisteremo al tradizionale *rally* di fine anno?

ASIA

Nelle scorse settimane anche le Borse asiatiche sono state teatro di una maggiore volatilità, come dimostra la duplice correzione dell'universo azionario (inizio agosto ed inizio settembre). Questa dinamica è riconducibile principalmente ai timori per la valutazione di alcune grandi società tecnologiche americane ed alle inquietudini per la tempistica dei prossimi tagli dei tassi di interesse negli Stati Uniti. La maggior parte delle società asiatiche che operano nella *supply chain* tecnologica americana ha sofferto, in particolare quelle taiwanesi e sudcoreane.



Tuttavia, le economie più orientate al mercato interno e le società tecnologiche non americane hanno retto meglio (compresi i ritardatari asiatici del 2024, ossia Thailandia, Indonesia e Filippine).

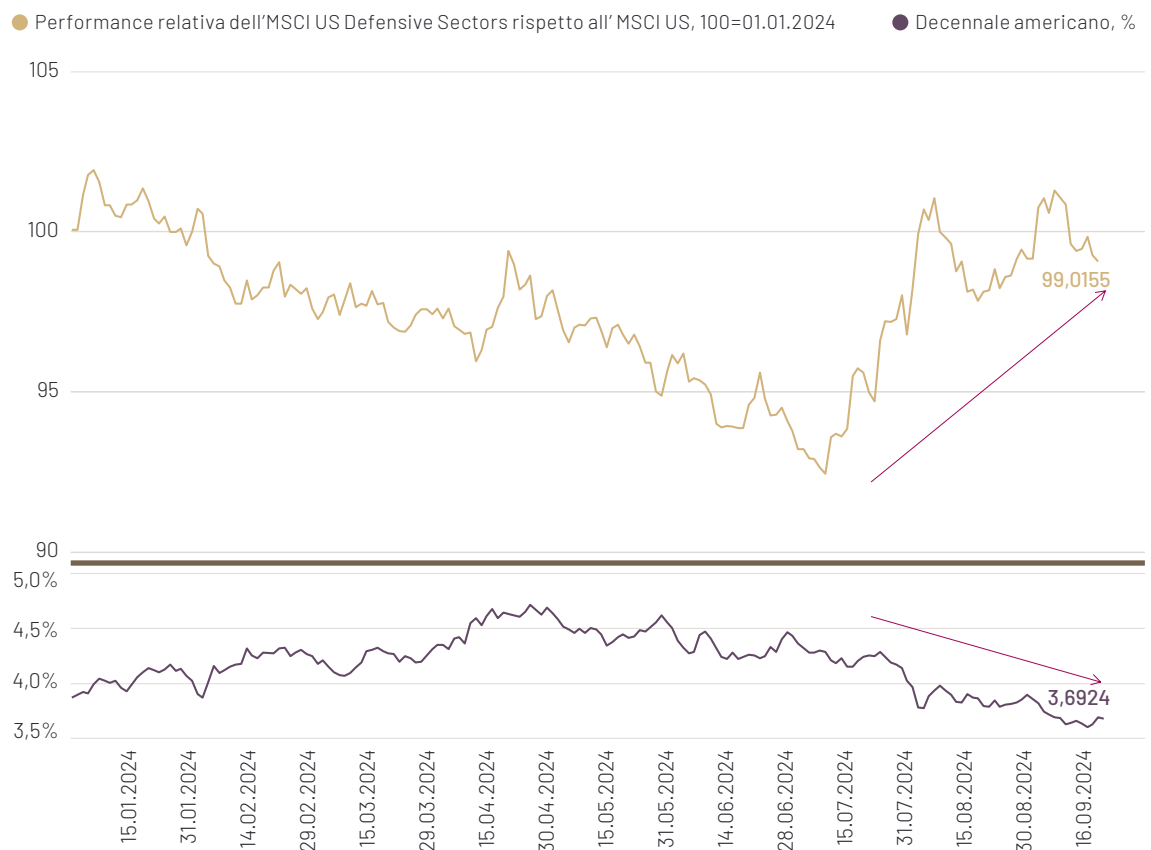
Nonostante la recente rotazione settoriale in Asia, i primi della classe finora nel 2024 sono state le utilities, i servizi di comunicazione, le tecnologie dell'informazione e l'energia. Quanto alla Cina, i recenti dati economici si sono rivelati contrastanti: gli indicatori del settore manifatturiero per le imprese statali sono negativi, mentre quelli di CAIXIN (principalmente società del settore privato) e dei servizi permangono in territorio positivo. Inoltre, le cifre molto elevate delle esportazioni, sebbene contribuiscano alla crescita complessiva del PIL, allontanano la possibilità di importanti misure di stimolo sul breve termine. Per il momento, il settore immobiliare resta un freno.

STILI D'INVESTIMENTO

Dopo il recente *shock* durante la pausa estiva, è proseguita la rotazione tra lo stile *Growth* e quello Difensivo iniziata negli scorsi mesi (grafico 2).

Settori come le utilities, le telecomunicazioni e l'immobiliare presentano un'eccellente visibilità sui loro flussi di cassa futuri, a prescindere dal contesto economico. Sono inoltre caratterizzati da alti livelli di indebitamento e, pertanto, un calo dei tassi a lungo termine dovrebbe alleviare le loro difficoltà, favorendo potenzialmente la rotazione osservata di recente.

GRAFICO 2: MSCI USA DEFENSIVE SECTORS RISPETTO AL DECENNALE AMERICANO



Nota: confronto tra le performance relative da inizio anno dell'MSCI USA Defensive Sectors (rispetto al MSCI USA Net Total Return) ed il decennale americano.

Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Lucas MERIC
Investment Strategist

In un'estate non certo tranquilla sui mercati finanziari, gli investitori hanno rapidamente distolto lo sguardo dal rischio inflazionistico per concentrarsi su una possibile recessione negli Stati Uniti. Questo ha causato un drastico aumento delle aspettative di tagli da parte della Federal Reserve (Fed) americana e ha penalizzato duramente il dollaro. Tuttavia, riteniamo eccessivi questi timori di recessione, motivo per cui intravediamo in futuro una ripresa tattica del biglietto verde.

DOLLARO USA: PENALIZZATO DA ATTESE ECCESSIVE DI TAGLI

Sebbene nel nostro scenario di *soft landing* avessimo una visione abbastanza positiva sul dollaro, in particolare per le sue qualità di copertura contro molteplici rischi (recessione, inflazione, presidenziali americane), quest'estate il biglietto verde ha avuto una significativa sottoperformance. Un risultato imputabile al forte aumento delle aspettative del mercato sui tagli della Fed, passate durante l'estate da 150 pb a 265 pb per la fine di dicembre 2025, sulla scia di una serie di dati inflazionistici rassicuranti e cifre dell'occupazione che hanno allarmato notevolmente i mercati, in particolare quello dei tassi. Anche il calo nei sondaggi del candidato repubblicano Donald Trump, che intende incrementare i dazi sulle importazioni dalla Cina del 60% e su quelle dal resto del mondo del 10%, sollevando un rischio rialzista sull'inflazione americana ed il dollaro, ha probabilmente pesato sulla valuta. In questo contesto, le aspettative del mercato sui tagli della Fed ci sembrano molto ottimistiche (tasso di riferimento al 2,8% a fine 2025 rispetto al 3,25%-3,5% nel nostro scenario), il che dovrebbe nel complesso giustificare una parziale ripresa del dollaro in futuro.

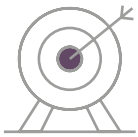
EURO: I FONDAMENTALI MACRO PASSANO IN SECONDO PIANO

L'euro è stato uno dei grandi vincitori dell'estate nei confronti del dollaro, sfiorando quota 1,12, un massimo da luglio 2023, trainato dalla distensione sul fronte politico in Francia ma soprattutto dalle aspettative molto caute dei mercati sui tagli della BCE, in contrasto con quelle aggressive per la Fed.

Infatti, nonostante un'attività modesta nell'Area Euro, con l'economia tedesca che ha mostrato segni di debolezza, in particolare nel settore manifatturiero, e le nostre attese di un'inflazione che continuerà a normalizzarsi avvicinandosi al 2% nei prossimi mesi, il mercato prevede ora un numero inferiore di tagli da parte della BCE entro la fine del 2025 rispetto alla Fed. Queste anticipazioni si ripercuotono sullo *spread* tra i tassi a 2 anni statunitensi e tedeschi, sceso dall'estate di circa 60 pb (grafico 3, pagina 11), una tendenza che riteniamo difficilmente giustificabile alla luce di un'economia ed un'inflazione negli Stati Uniti più resilienti rispetto a quelle europee. Tale scenario dovrebbe tradursi nei prossimi mesi in un range di trading per la coppia EUR/USD tra 1,085 e 1,125.

FRANCO SVIZZERO: UN RIFUGIO IN CIMA ALLA MONTAGNA

I timori dei mercati finanziari per una recessione negli Stati Uniti hanno favorito le valute rifugio, in particolare il franco svizzero, che è stato inoltre sospinto dalla debolezza estiva del dollaro. L'USD/CHF ha infatti raggiunto 0,84, il livello più basso dell'anno. Il franco svizzero sconta numerose notizie positive e la sua valutazione appare elevata. La Banca Nazionale Svizzera continua a monitorare questa dinamica, poiché la forza della valuta elvetica rappresenta un rischio al ribasso per l'inflazione che, a causa della sua debolezza (1,1% su base annua in agosto), si contrappone alle traiettorie inflazionistiche di altri Paesi sviluppati. Per tale motivo, manteniamo un approccio prudente al franco svizzero.



EUR/USD:
obiettivo compreso
tra
1,085 E 1,125



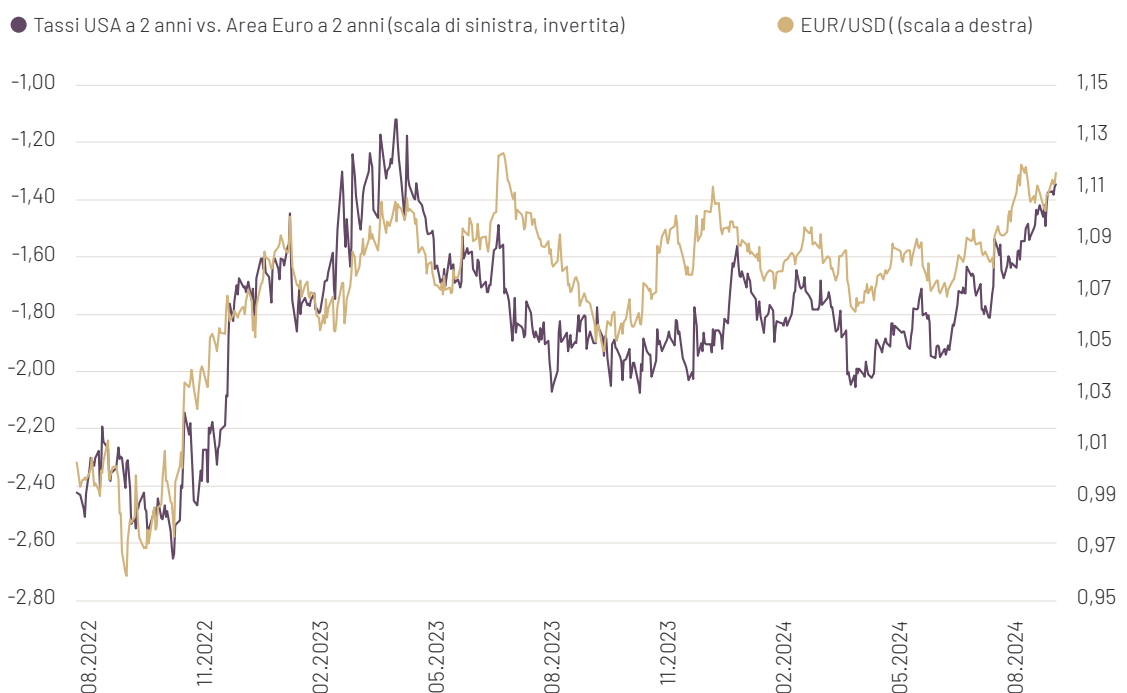
YEN GIAPPONESE: SPECULATORI SPAZZATI VIA

Dopo aver toccato il minimo storico di 160 all'inizio dell'estate, lo yen è stato sostenuto da una Banca del Giappone che ha iniziato a normalizzare i tassi di interesse e dalle aggressive attese del mercato sui tassi della Fed. Il rimbalzo della valuta giapponese ha innescato brusche chiusure delle posizioni di *carry* finanziate in yen, provocando forti correzioni sui mercati finanziari globali, in particolare quelli azionari. Sulla scia di questo episodio, nell'arco di pochi giorni il posizionamento degli investitori sullo yen (soprattutto fondi speculativi) è passato da estremamente short a leggermente long, e l'USD/JPY appare ora meno sopravvalutato e più in linea con livelli che giustificerebbero il differenziale dei tassi transpacifico. Con la Banca del Giappone che sembra più propensa ad osservare l'impatto dei primi rialzi dei tassi sull'economia nazionale prima di normalizzare ulteriormente la politica monetaria, ed alla luce di tagli attesi della Fed a nostro parere esagerati, potremmo aspettarci un periodo di consolidamento per la coppia USD/JPY intorno a 140.

ORO: LA PRUDENZA È D'OBBLIGO

Anche l'oro ha beneficiato del calo dei tassi reali in seguito ai timori per la crescita americana, sullo sfondo di un rischio geopolitico che permane elevato. Tuttavia, continuiamo ad anticipare un *soft landing* per l'economia statunitense e riteniamo quindi eccessivo l'allentamento monetario previsto dai mercati. Questo ci induce a restare tatticamente cauti sul metallo giallo, in un contesto dove la Banca Popolare Cinese, un importante acquirente di oro dalla fine del 2022, ha interrotto gli acquisti da maggio e, in futuro, potrebbe rappresentare un sostegno in meno non trascurabile.

GRAFICO 3: NEL CORSO DELL'ESTATE LA COPPIA EUR/USD HA BENEFICIATO DEL CALO DELLO SPREAD TRANSATLANTICO



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



IL MERCATO SECONDARIO: UN PUNTO FERMO PER I MERCATI PRIVATI



Remy POMATHIOS
Head of Private Markets Investments



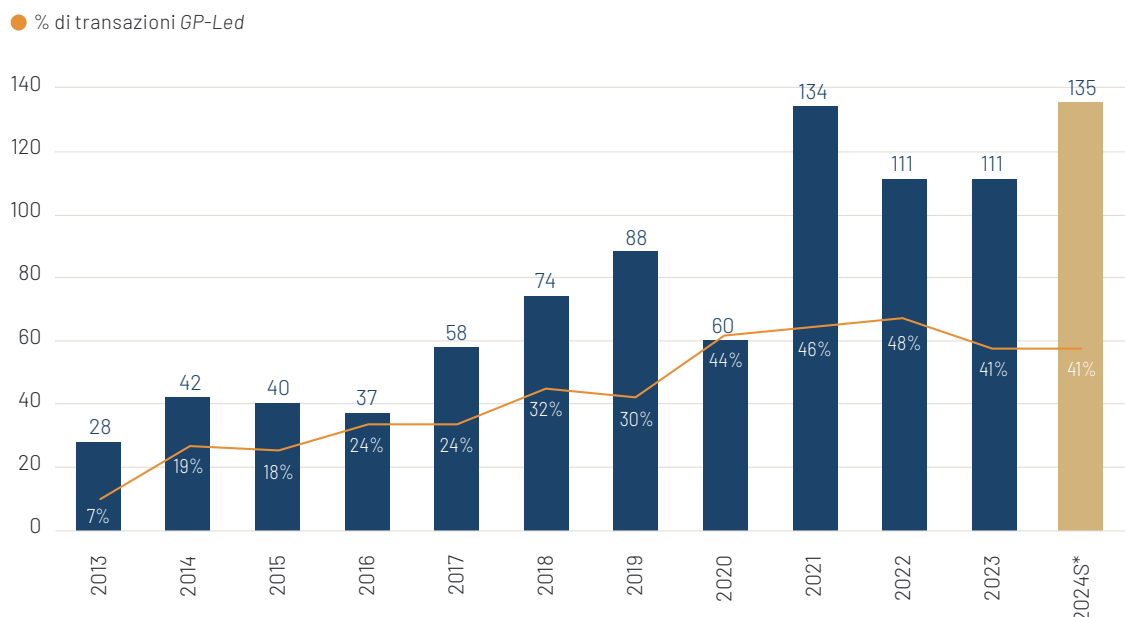
Daniel SUARDI
Senior Investment Manager

Sul mercato secondario gli investitori possono vendere le proprie quote dei fondi di Private Equity, di infrastrutture, di debito privato e di altri tipi di asset non quotati prima della scadenza prevista di questi investimenti. In altre parole, è il “mercato dell’usato” per le quote dei fondi non quotati.

La vendita di queste quote può essere motivata da vari fattori, quali esigenze di liquidità, una modifica alla strategia di investimento del venditore o, più semplicemente, una decisione nell’ambito della gestione di un portafoglio. Sostituendosi all’investitore iniziale, l’acquirente, di solito un investitore istituzionale od un gestore di fondi secondari, ne assume non solo i diritti ma anche gli obblighi (ad esempio, la responsabilità di corrispondere i futuri rimborsi di capitale). Tali operazioni, note come “LP-Led” in riferimento ai “Limited Partner” (ossia gli investitori del fondo) che procedono alle vendite, rappresentano il modello storico e più comune di transazione secondaria.

Il mercato secondario del Private Equity ha mutato volto negli ultimi due decenni, trasformandosi da un settore di nicchia ad un mercato più ampio, più liquido e più sofisticato. Questa evoluzione è stata caratterizzata da un aumento significativo dei volumi delle transazioni, come illustrato nel grafico 4. Nel 2021 il volume delle transazioni secondarie ha persino raggiunto valori record, per un totale di 134 miliardi di dollari nel corso dell’anno. La trasformazione del mercato secondario è stata inoltre segnata dalla comparsa di nuovi attori e da una crescente complessità delle transazioni.

GRAFICO 4: VOLUME ANNUALE DELLE TRANSAZIONI SECONDARIE, IN MILIARDI DI DOLLARI



S* : Stime

Fonti: Greenhill - Global Secondary Market Review H1-2024, Indosuez Wealth Management.



L'ASCESA DELLE TRANSAZIONI GP-LED

Con il mercato che ha raggiunto la sua maturità, sono emersi nuovi tipi di transazioni secondarie, tra cui quelle *GP-Led*, in cui è direttamente il gestore del fondo (*General Partner* o *GP*) a prendere l'iniziativa di vendere gli *asset*.



Vedremo
VOLUMI
RECORD
nel 2024?

I "fondi di continuazione" sono un classico esempio di transazione *GP-Led*, in cui il gestore di un fondo desidera generare liquidità per gli investitori esistenti, mantenendo al contempo l'esposizione agli *asset* migliori. Questi ultimi (talvolta un singolo *asset*) vengono quindi trasferiti ad un nuovo veicolo, il che consente di estendere il periodo di detenzione e si traduce molto spesso in un'iniezione di capitali aggiuntivi. Gli investitori esistenti nel fondo possono quindi scegliere di trasferire la propria partecipazione a questo nuovo veicolo o venderla ad acquirenti secondari che stanno capitalizzando il fondo di continuazione. Le transazioni *GP-Led* rappresentano oggi una quota significativa del volume annuale di operazioni secondarie; sono infatti passate dal 7% del mercato nel 2013 a quasi la metà nel 2021. Riflettono un'evoluzione del mercato che conferisce al gestore maggiore flessibilità nella gestione degli *asset*, permettendo agli investitori di uscire o continuare ad investire in base ai loro obiettivi finanziari.

I VANTAGGI DEL MERCATO SECONDARIO PER GLI INVESTITORI

A differenza di un investimento primario, in cui l'investitore impegna il capitale in un fondo nel periodo di raccolta iniziale, un investimento secondario consente di acquisire fondi già maturi, le cui risorse sono quindi già state impiegate. Si tratta di una distinzione fondamentale: gli investitori secondari si espongono immediatamente ad un portafoglio diversificato di *asset*, con una visibilità sulla performance passata e sulla qualità del portafoglio. La maturità degli *asset* sottostanti si traduce altresì in un periodo di detenzione inferiore e quindi in distribuzioni più rapide.

Inoltre, gli investitori secondari possono spesso beneficiare di interessanti prezzi di ingresso, con in genere uno sconto sulla valutazione degli *asset*. Nell'ambito di una transazione secondaria, lo sconto dipende ovviamente dalla qualità degli *asset* acquistati, ma può anche variare nel tempo a seconda delle condizioni di mercato e del contesto macroeconomico.

Poiché l'ascesa dei tassi di interesse ha notevolmente rallentato il mercato delle fusioni ed acquisizioni nel 2022 e 2023, e quindi il ritmo delle distribuzioni sui mercati privati, sempre più investitori e gestori si sono rivolti al mercato secondario per generare liquidità. Di conseguenza, gli operatori di tale mercato hanno potuto contare su un gran numero di opportunità negli ultimi 24 mesi. Questo ha permesso loro di essere molto selettivi negli investimenti ed acquistare *asset* di qualità con sconti più elevati.

La ripresa del mercato delle fusioni ed acquisizioni, in atto da inizio 2024, è ancora moderata. Siamo quindi convinti che nei prossimi trimestri il mercato secondario continuerà ad offrire molte opportunità interessanti. Per tale motivo, nel 2024 prevediamo un volume record di transazioni secondarie, tra 130 e 140 miliardi di dollari.

Il mercato secondario è ormai una componente imprescindibile dei mercati privati. Dovrebbe continuare ad evolvere e svilupparsi, sospinto da (i) la fortissima crescita del patrimonio gestito in questa classe di attivi finanziari osservata negli ultimi 10 anni e (ii) la crescente esigenza di liquidità degli investitori in un universo di investimento tradizionalmente illiquido.

Gli investimenti secondari nei mercati privati rappresentano quindi un'opportunità unica per gli investitori che desiderano ottimizzare il loro portafoglio accedendo ad *asset* più maturi e con una migliore visibilità sui rendimenti potenziali. Per noi, è oggi un elemento essenziale nella costruzione di un portafoglio di *asset* non quotati.



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager



Confermiamo uno scenario di **SOFT LANDING** per l'economia

SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** manteniamo il nostro scenario di *soft landing* per l'economia americana alla luce di consumi stabili (aumenti reali del potere d'acquisto, positivi effetti di ricchezza). Le incertezze del mercato per l'occupazione statunitense ci sembrano esagerate: confidiamo ancora nella sua solidità, poiché riteniamo che la normalizzazione osservata sia imputabile più all'effetto di fattori legati all'offerta specifici del periodo post-pandemia che ad un segnale di deterioramento che indica una recessione. Restiamo più cauti sulla crescita dell'Area Euro, nonostante una marcata differenza tra le economie del Sud, che continuano ad essere sostenute da una ripresa del turismo, e quelle del Nord, in particolare la Germania, penalizzate dalla debolezza dell'attività manifatturiera.
- **Inflazione:** nelle economie sviluppate è proseguito il processo disinflazionistico. Tuttavia, reputiamo esagerate le aspettative del mercato sul rallentamento dell'inflazione nel 2025 e quest'ultima potrebbe stabilizzarsi al di sopra dell'obiettivo del 2%. Nell'Area Euro continuiamo a ritenere che l'inflazione convergerà gradualmente verso l'obiettivo della BCE, che, secondo noi, è probabilmente troppo cauta sull'andamento dei prezzi.
- **Banche centrali:** dato il riequilibrio dei rischi di crescita ed inflazione, abbiamo rivisto le nostre previsioni sui tagli dei tassi per il 2025 al 3,5% (dal 4%) ed al 2% (dal 2,5% +/-25 pb) rispettivamente negli Stati Uniti e nell'Area Euro.
- **Utili aziendali:** la dinamica positiva delle revisioni degli utili per il 2025 è proseguita negli Stati Uniti, trainata dal settore tecnologico, e ha continuato a diffondersi in tutte le aree geografiche (Cina esclusa) ed in alcuni segmenti di mercato, in particolare le *small e mid cap*.

- **Contesto di rischio:** la normalizzazione dell'economia globale induce gli investitori a monitorare attentamente il mercato del lavoro statunitense, con un potenziale maggiore nervosismo quando saranno pubblicati i prossimi dati economici americani. Al contempo, il rischio politico resta elevato in vista delle presidenziali americane, mentre la traiettoria dei debiti pubblici rappresenta ancora una minaccia reale, che potrebbe tornare alla ribalta entro la fine dell'anno.

CONVINZIONI DI ALLOCAZIONE

Azioni

- Confermiamo il nostro scenario di *soft landing* per l'economia globale. Questa normalizzazione, accompagnata dall'avvio dei cicli ribassisti delle banche centrali nella maggior parte dei Paesi sviluppati e da incoraggianti aspettative sulla crescita degli utili per il 2025, ci ha indotto a mantenere una visione costruttiva sugli asset rischiosi nelle nostre gestioni diversificate.
- Ribadiamo la preferenza per le azioni americane nel loro complesso, ma continuiamo a segnalare la possibilità di un ampliamento della performance attraverso una maggiore partecipazione di settori diversi dalla tecnologia.
- A complemento delle posizioni "core", alcune fonti di diversificazione nei nostri portafogli sono costruite per beneficiare di un quadro monetario più accomodante. Rimaniamo quindi costruttivi sulle *small e mid cap* dei Paesi sviluppati, sul settore immobiliare europeo e, in misura minore, sulle energie rinnovabili.



Mercati dei tassi e del credito

- Nel corso dell'estate abbiamo ridotto tatticamente la sensibilità ai tassi di interesse, che si attesta ora su livelli inferiori rispetto ai nostri indici di riferimento. In particolare, alla luce delle nostre previsioni di crescita ed inflazione riteniamo esagerate le aspettative di tagli dei tassi negli Stati Uniti. Presentiamo sempre un'esposizione limitata ai segmenti più lunghi della curva dei tassi, con la normalizzazione di quest'ultima apparentemente in corso ed una traiettoria del debito pubblico che invita alla cautela.
- Privilegiamo il *carry* obbligazionario attraverso debiti corporate di qualità a breve scadenza. Nonostante le elevate valutazioni nell'*high yield*, la necessità degli investitori di reinvestire nella classe di attivi finanziari e la qualità dei fondamentali nei panieri con rating superiori sono argomentazioni convincenti per mantenere una diversificazione in questo segmento del credito e beneficiare dell'interessante *carry* offerto.

Cambi

- Nel corso dell'estate il dollaro ha patito la forte revisione al ribasso delle aspettative sui tassi della Fed per il 2025, che a nostro avviso sono molto ottimistiche e potrebbero comportare un apprezzamento occasionale della valuta sul breve termine. Inoltre, riteniamo che il dollaro resti il migliore asset di copertura contro i principali rischi del nostro scenario.
- Dopo il deciso rialzo degli scorsi mesi, siamo meno ottimisti riguardo ai prezzi dell'oro, poiché l'allentamento monetario atteso dai mercati ci sembra eccessivo, mentre gli acquisti della Cina non fungono più da supporto, almeno nel breve periodo. Sul medio termine, tuttavia, il metallo giallo è sicuramente interessante, in un contesto segnato da tassi in calo, timori per la crescita e rischi geopolitici sempre significativi.

CONVINZIONI CHIAVE

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.



DATI AGGIORNATI AL 20 SETTEMBRE 2024



TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	3,71%	-13,90	-16,60
Francia 10A	2,93%	-2,40	37,50
Germania 10A	2,20%	-4,60	17,50
Spagna 10A	2,99%	-6,00	1,10
Svizzera 10A	0,49%	5,70	-20,90
Giappone 10A	0,84%	-2,60	23,30

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	38,24	2,80%	4,14%
Titoli di Stato in EUR	208,07	0,73%	1,92%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	226,25	0,87%	4,58%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	361,06	2,15%	7,79%
Titoli di Stato USA	321,37	1,21%	4,33%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	45,81	1,04%	3,81%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9463	-0,07%	1,87%
GBP/USD	1,3284	1,47%	4,34%
USD/CHF	0,8478	-0,52%	0,76%
EUR/USD	1,1162	0,45%	1,11%
USD/JPY	142,63	-2,50%	1,13%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	16,33	-1,22	3,88

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	5.713,64	2,57%	19,79%
FTSE 100 (Regno Unito)	8.328,72	0,49%	7,70%
STOXX Europe 600	521,67	1,15%	8,91%
Topix	2.616,87	-2,04%	10,58%
MSCI World	3.689,52	2,27%	16,42%
Shanghai SE Composite	3.196,04	-3,53%	-6,85%
MSCI Emerging Markets	1.100,15	-0,08%	7,46%
MSCI Latam (America Latina)	2.274,24	0,52%	-14,59%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	210,36	0,79%	4,78%
MSCI Asia Ex Japan	705,41	0,22%	9,96%
CAC 40 (Francia)	7.615,41	1,21%	0,96%
DAX (Germania)	19.002,38	2,75%	13,44%
MIB (Italia)	34.044,86	2,20%	12,17%
IBEX (Spagna)	11.778,10	5,57%	16,59%
SMI (Svizzera)	12.058,30	-2,01%	8,26%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.108,00	2,14%	-23,07%
Oro (USD/Oncia)	2.586,74	4,10%	25,39%
Greggio WTI (USD/Barile)	71,95	-1,45%	0,42%
Argento (USD/Oncia)	31,09	7,05%	29,10%
Rame (USD/Tm)	9.515,00	4,21%	11,17%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	2,35	14,37%	-6,60%

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

	GIUGNO 2024	LUGLIO 2024	AGOSTO 2024	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (20 SETTEMBRE 2024)
MIGLIORI (+)	15,18%	3,39%	2,51%	2,57%	19,79%
	14,75%	2,50%	2,28%	2,27%	16,42%
	11,06%	1,70%	1,83%	1,15%	10,58%
	9,93%	1,32%	1,75%	0,79%	9,96%
	8,33%	1,13%	1,40%	0,52%	8,91%
	7,03%	0,90%	1,33%	0,49%	7,70%
	6,97%	-0,14%	0,46%	0,22%	7,46%
	2,10%	-0,55%	0,10%	-0,08%	4,78%
PEGGIORI (-)	-0,46%	-0,57%	-2,92%	-2,04%	-6,85%
	-17,97%	-0,59%	-3,51%	-3,53%	-14,59%

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 aggiunto 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" ("l'Opuscolo") è rilasciato unicamente a fini di comunicazione commerciale.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Le Entità o i loro azionisti, così come i loro azionisti e filiali e, più in generale, le società del gruppo Crédit Agricole (il "Gruppo") nonché i loro rispettivi responsabili, dirigenti o dipendenti potranno, su base personale ovvero a nome e per conto di terzi, effettuare transazioni relative agli strumenti finanziari descritti nell'opuscolo, detenere strumenti finanziari differenti, in termini di emittenti o garanti, oppure ancora offrire o tentare di offrire servizi di investimento, finanziari o di altro tipo a favore di tali entità o per loro conto. Laddove un'Entità e/o Entità del Gruppo Crédit Agricole agiscano in veste di consulente d'investimento e/o gestore, amministratore, distributore o agente di collocamento per determinati prodotti o servizi menzionati nell'Opuscolo ovvero laddove 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 anonyme) di diritto lussemburghese con capitale di 415.000.000 euro e sede sociale in 39 allée Scheffer L-2520 Lussemburgo, immatricolata presso il Registro delle Società del Lussemburgo con il numero B91.986, operante come istituto di credito con sede in Lussemburgo sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF).

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

- in **Belgio**: l'Opuscolo è distribuito dalla filiale per il Belgio di CA Indosuez Wealth (Europe), con sede al 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgio, immatricolata presso il Registro delle Società di Bruxelles con il numero 0534 752 288, registrata nel Banque-Carrefour des Entreprises (database delle aziende belghe) con partita IVA n. 0534.752.288 (RPM Brussels), filiale di CA Indosuez Wealth (Europe), società con sede sociale in 39 allée Scheffer L-2520 Lussemburgo, immatricolata presso il Registro delle Società del Lussemburgo con il numero B91.986 e operante come istituto di credito autorizzato con sede in Lussemburgo sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF).

- in **Italia**: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe), Italy Branch con sede in Piazza Cavour 2, Milano, Italia, iscritta all'Albo delle Banche n. 8097, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano, Monza Brianza e Lodi n. 97902220157;

- nell'**Unione europea**: l'Opuscolo può essere distribuito da Entità di Indosuez Wealth Management autorizzate a tale scopo nell'ambito della Libera prestazione di servizi;

- nel **Principato di Monaco**: l'Opuscolo è distribuito da CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1^{er} - 98000 Monaco, iscritta nel Registro di commercio e dell'industria del Principato di Monaco con il numero 56S00341, certificazione: EC/2012-08;

- in **Portogallo**: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe), Sucursal em Portugal con sede in Avenida da Liberdade, 190, 2.º B - 1250-147 Lisboa, Portogallo, registrata presso la Banca del Portogallo con il numero 282, codice fiscale 980814227.

- in **Svizzera**: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Geneva e da CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano e dalle loro filiali e/o agenzie svizzere. L'Opuscolo costituisce materiale di marketing e non costituisce il prodotto di un'analisi finanziaria nell'accezione delle direttive dell'Associazione Svizzera dei Banchieri (ASB) in relazione all'indipendenza delle analisi finanziarie ai sensi del diritto svizzero. Di conseguenza, tali direttive non sono applicabili all'Opuscolo;

- a **Hong Kong Regione amministrativa speciale**: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. Nessuna delle informazioni contenute nell'Opuscolo costituisce una raccomandazione d'investimento. L'Opuscolo non è stato sottoposto alla Securities and Futures Commission (SFC) né a qualsivoglia altra autorità di regolamentazione di Hong Kong. L'Opuscolo ed i prodotti menzionati al suo interno non sono stati autorizzati dalla SFC nell'accezione di cui alle sezioni 103, 104, 104A o 105 della Securities and Futures Ordinance (Cap. 571)(SFO);

- a **Singapore**: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapore 068912. A Singapore, l'Opuscolo è destinato ovvero a investitori accreditati, investitori istituzionali o investitori esperti, secondo la definizione del Securities and Futures Act 2001 di Singapore. Per qualsiasi domanda relativa all'Opuscolo, i destinatari a Singapore possono contattare CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch;

- nel **DIFC**: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, filiale per il DIFC (Dubai International Financial Centre), Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai, società degli EAU regolamentata dall'Autorità di vigilanza sui servizi finanziari di Dubai ("DFSA"). Il presente Opuscolo è rivolto unicamente a clienti professionali e/o controparti di mercato e nessun altro soggetto dovrebbe agire in base ai medesimi. I prodotti o servizi finanziari cui la presente pubblicazione fa riferimento saranno resi disponibili esclusivamente a clienti che soddisfano i requisiti di cliente professionale e/o controparte di mercato previsti dalla DFSA. L'Opuscolo è fornito unicamente con finalità informative. Non deve essere interpretata come un'offerta di acquisto o vendita né come sollecitazione di un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari o di partecipazione ad alcuna particolare strategia di trading in qualunque giurisdizione;

- negli **EAU**: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Ufficio di rappresentanza, Zayed - The 1st Street - Nayel & Bin Harmal Tower, 5th Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Emirati Arabi Uniti. CA Indosuez (Switzerland) SA opera negli Emirati Arabi Uniti (EAU) tramite il suo ufficio di rappresentanza, sottoposto all'autorità di vigilanza della banca centrale degli EAU. Ai sensi delle norme e dei regolamenti applicabili negli EAU, l'ufficio di rappresentanza di CA Indosuez (Switzerland) SA non può espletare alcuna attività bancaria. L'ufficio di rappresentanza può unicamente commercializzare e promuovere le attività ed i prodotti di CA Indosuez (Switzerland) SA. L'Opuscolo non costituisce un'offerta rivolta a un particolare soggetto o al pubblico generale, né un invito a presentare un'offerta. Esso è distribuito su base privata e non è stato rivisto o approvato dalla banca centrale degli EAU né da altre autorità di regolamentazione degli Emirati Arabi Uniti;

- **altri paesi**: la distribuzione della presente pubblicazione potrebbe inoltre essere limitata da leggi e regolamenti in vigore in altri paesi. I soggetti in possesso della presente pubblicazione devono informarsi sulle eventuali restrizioni legali e rispettarle.

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

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

Crediti fotografici: Adobe Stock.

Finito di redigere il 20.09.2024.

