

MONTHLY HOUSE VIEW

Aprile 2025

Quando l'impensabile diventa possibile

01• Editoriale	P3
QUANDO L'IMPENSABILE DIVENTA POSSIBILE	
02• Focus	P4
IL RITORNO DELLA GERMANIA	
03• Macroeconomia	P6
TRUMP 2.0: LA VISIONE A LUNGO TERMINE E IL PREZZO DELL'INCERTEZZA	
04• Reddito fisso	P8
L'AVVENTO DI UN NUOVO CICLO IN EUROPA	
05• Azioni	P10
UN NUOVO "WHATEVER IT TAKES" PER L'EUROPA?	
06• Cambi	P12
BIGLIETTO VERDE: TRAVOLTO DAI VENTI DEL CAMBIAMENTO	
07• Asset allocation	P14
SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE	
08• Monitor dei mercati	P16
PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI	
09• Glossario	P17
Dichiarazione di esclusione di responsabilità	P18



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

Cari Lettori,

Le elezioni portano talvolta cambiamenti e l'anno 2024, che ha visto i paesi che ospitano metà degli abitanti del pianeta andare alle urne, verrà probabilmente ricordato. "Ci sono decenni in cui non accade nulla e settimane in cui accadono decenni", questa citazione riassume bene l'ambiente dell'inizio del 2025 che ha visto la Germania, con il suo nuovo cancelliere, sfondare il tetto del debito. Un evento senza precedenti da 35 anni e dalla riunificazione tedesca che ha seguito la caduta del muro di Berlino nel 1989. L'ortodossia di bilancio tedesca è stata allentata e i criteri di Maastricht sono stati messi da parte, ciò che l'Europa aspettava da tanto tempo. Le recenti elezioni americane sono state un catalizzatore di questo cambiamento. L'impensabile è finalmente diventato possibile!

Questo è chiaramente un cambiamento radicale per l'Europa, il mega piano tedesco sulla difesa e le infrastrutture farà uscire la Germania da due anni consecutivi di recessione e si prevede che acceleri significativamente la sua crescita nei prossimi tre-cinque anni.

Negli Stati Uniti, la politica dei dazi instaurata dall'amministrazione Trump dovrebbe provocare un aumento dell'inflazione e frenare la crescita mondiale. Oltre a questi effetti negativi, si sta verificando un cambiamento epocale. Già quest'anno, la dinamica di crescita tra l'Europa e gli Stati Uniti dovrebbe invertirsi: la crescita americana rallenterà mentre quella dell'Europa accelererà. Di conseguenza, i tassi di crescita delle due regioni potrebbero convergere già dal prossimo anno.

Durante il primo mandato di Donald Trump, gli investitori avevano messo in secondo piano la sua imprevedibilità, ampiamente compensata dai tagli alle tasse e dalla deregolamentazione, che promettevano effetti positivi sull'economia. Oggi, la situazione è radicalmente diversa. La "Trump Put" sembra essere svanita, mentre l'amministrazione si concentra sull'implementazione caotica dei dazi doganali e sui tagli al bilancio federale che oggi riguardano oltre 100.000 posti di lavoro. Con l'inflazione e il potere d'acquisto al centro delle preoccupazioni degli americani, la maggioranza di loro ritiene che il presidente non stia facendo abbastanza. Inoltre, l'annuncio di espulsioni di massa di migranti clandestini, impiegati principalmente in agricoltura, ristorazione e costruzione, potrebbe aggravare la carenza di manodopera e aumentare l'inflazione. Il malcontento cresce: ormai, il 52%² degli americani disapprova la politica di Donald Trump, con un aumento dell'11% in soli due mesi.

In questa edizione, mettiamo in luce il ritorno in grande stile della Germania esaminando le ripercussioni della caduta del tetto del debito. L'aumento dei tassi e le prospettive sulle azioni nell'Area Euro ridanno nuova linfa agli investitori, in particolare a quelli che hanno troppo a lungo trascurato questa regione. Siamo fermamente convinti che la diversificazione rimanga la strategia più efficace per navigare in questo ambiente volatile e imprevedibile a breve termine.

Tutto il team si unisce a me per augurarvi una lettura arricchente e piacevole!

1 - Trump Put: Percezione degli investitori che la politica economica e le dichiarazioni del presidente Trump potrebbero influenzare i mercati azionari in modo da limitarne il ribasso.

2 - Sondaggio Ipsos 10-11 marzo 2025.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

La speranza è grande in Germania a seguito del voto favorevole del Bundestag per la più grande riforma fiscale dalla riunificazione. Siamo agli inizi, il 2025 porterà aggiustamenti politici e il rischio di una guerra commerciale con gli Stati Uniti incombe, le spese per le infrastrutture stimoleranno significativamente la crescita nel 2026 e oltre. I mercati azionari si stanno riequilibrando a favore dell'Europa, mentre le obbligazioni europee dovrebbero conoscere una maggiore volatilità.

DUE PIANI DI STIMOLO, DUE IMPATTI

Finalmente! Dopo anni di sottoperformance economica e mesi di incertezza politica, il nuovo Cancelliere tedesco ha iniziato il suo mandato con il botto, annunciando un piano di stimolo che include: un fondo speciale di 500 miliardi di euro (oltre il 10% del PIL) dedicato alle spese infrastrutturali in un periodo di 12 anni, una sospensione del freno all'indebitamento³ per le spese di sicurezza oltre la soglia dell'1% del PIL (eliminando così effettivamente il massimale delle spese di difesa) e consentendo agli Stati federati (Länder) di acquisire (piccoli) disavanzi. Alla vigilia di questo piano rivoluzionario tedesco, la Commissione europea ha introdotto il piano ReArm Europe⁴: 650 miliardi di euro di spazio di manovra fiscale supplementare su quattro anni per consentire agli Stati membri di aumentare la spesa per la difesa senza far scattare la procedura per i disavanzi eccessivi e 150 miliardi di euro di prestiti dell'UE agli Stati membri per gli investimenti nel settore della difesa.

Il piano ReArm Europe dovrebbe avere un impatto meno significativo sul PIL a causa della dipendenza dai piani di spesa nazionali già saturati e del contenuto relativamente elevato di importazioni di attrezzature militari. Siamo tuttavia ottimisti riguardo al piano infrastrutturale tedesco, che copre un'ampia gamma di settori, in particolare i trasporti, l'energia, l'istruzione e la digitalizzazione. Data la debolezza delle infrastrutture pubbliche e della crescita in Germania, l'impatto della spesa dovrebbe in teoria essere particolarmente efficace. I dettagli sull'assegnazione dei fondi devono ancora essere chiariti, con le ferrovie, i servizi pubblici e le energie rinnovabili che già richiedono attenzione.

IL RITORNO DEL MOTORE DI CRESCITA TEDESCO

A breve termine, il primo trimestre del 2025 non ha ancora mostrato un netto miglioramento dei dati economici dell'Area Euro, con una contrazione dei consumi delle famiglie francesi a gennaio (-0,5%), ma un aumento della produzione industriale tedesca (+2% su base mensile, ma ancora in calo dell'1,9% su base annua). L'anticipazione delle importazioni nel contesto delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti e le importazioni di energia legate al clima più freddo peseranno sui dati di crescita del primo trimestre del 2025. Le importazioni sono aumentate del 7,6% a gennaio, mentre le esportazioni sono cresciute solo del 3%, nonostante un aumento del 16% delle esportazioni dell'UE verso gli Stati Uniti, con gli americani che fanno scorte. Prevediamo un netto miglioramento delle rilevazioni sulla fiducia, in particolare nel settore industriale tedesco. È meno certo che ciò si rifletta sui consumatori, poiché l'ansia rimane alta a causa della pressione geopolitica che ha motivato questi piani e del rischio imminente di aumenti tariffari. Rimaniamo prudenti sulle nostre previsioni di crescita, in particolare per il 2025. La CDU/CSU e l'SPD avranno una maggioranza ristretta nel prossimo Bundestag, il che potrebbe complicare l'attuazione del loro programma economico. Abbiamo rivisto al rialzo le nostre previsioni di crescita del PIL per il 2026 di 40 punti base (pb), principalmente grazie al piano infrastrutturale tedesco, con rischi orientati al rialzo dati i possibili effetti di contagio nel resto dell'Europa, in particolare nei Paesi Bassi e in Francia, data la catena del valore europea integrata.

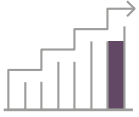


500 MILIARDI
DI EURO

destinati alle spese
infrastrutturali

3 - Una legge di bilancio equilibrata nella Costituzione tedesca concepita per limitare i deficit di bilancio strutturali a livello federale e limitare l'emissione di debito governativo.

4 - Riarmare l'Europa.



II
**MORALE DEGLI
INVESTITORI**
tedeschi raddoppia
a marzo: da
26 A 51,6

RISCHIO DI INFLAZIONE LIMITATO

La moderazione della crescita dei salari e dei prezzi dei servizi dovrebbe permettere all'inflazione di tornare al 2% nel 2025 (2,4% a febbraio). L'utilizzo delle capacità in Germania è a livelli storicamente bassi (grafico 1), quindi non ci aspettiamo che questo piano porti ad un surriscaldamento dell'economia nel nostro orizzonte di previsione, nonostante le tensioni demografiche. I due piani possono essere considerati come una forma di *shock* dell'offerta e sono quindi meno inflazionistici rispetto ad uno stimolo trainato dalla domanda. Il maggior rischio inflazionistico per l'Area Euro rimangono le ritorsioni commerciali con gli Stati Uniti, sebbene il recente apprezzamento dell'euro attenui parzialmente questo rischio. La Banca Centrale Europea (BCE) sarà meno spinta a ridurre i tassi in questo contesto e potrebbe essere tentata di adottare un approccio più attendista; dopo sei riduzioni consecutive dei tassi, le condizioni di finanziamento sono, secondo la BCE, "sensibilmente meno restrittive".

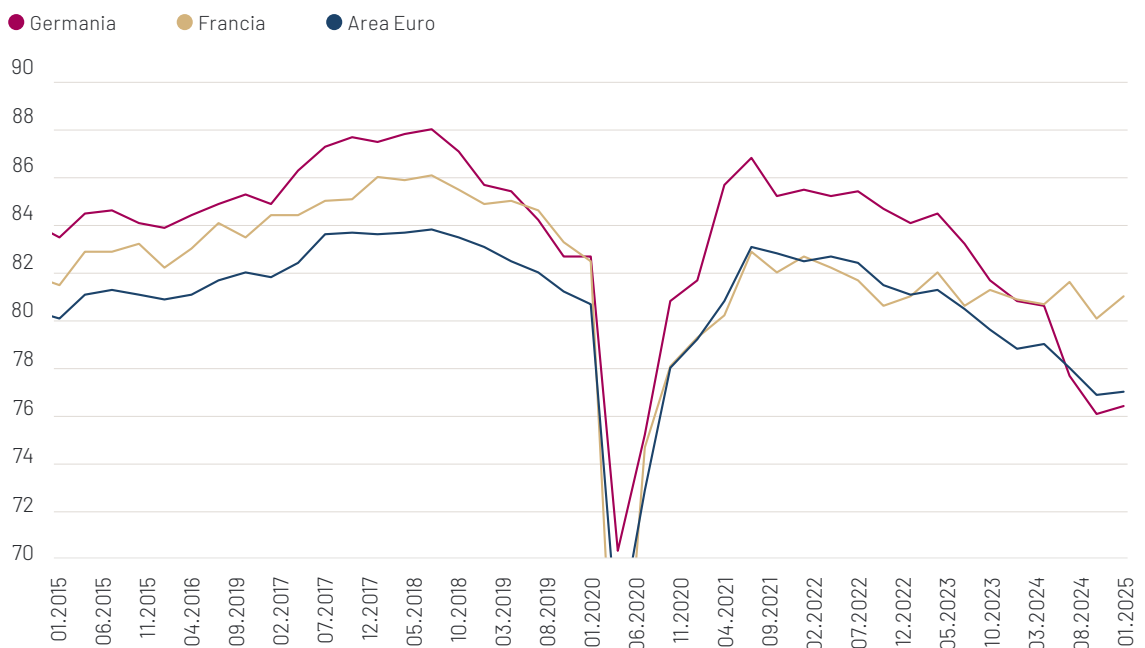
I MERCATI SONO PREZZATI PER UN'IMPLEMENTAZIONE PERFETTA

I mercati hanno continuato ad allontanarsi dai titoli tecnologici americani, con un riequilibrio a favore delle azioni europee nell'attuale contesto favorevole. Anche i fondamentali dovrebbero migliorare, con una dinamica degli utili in aumento a partire da livelli molto bassi in Europa.

Il rischio di delusione rimane elevato nel contesto attuale del mercato. L'indice ZEW del morale degli investitori in Germania è salito a 51,6 a marzo, rispetto ai 26 di febbraio.

Questo vale anche per il mercato obbligazionario europeo, che sembra aver integrato l'intero piano di rilancio nei rendimenti dei Bund tedeschi a 10 anni dall'oggi al domani, facendoli salire di quasi 50 pb al 2,8%, un livello mai visto dal 2011. Ciò può essere legato a migliori prospettive di crescita del PIL. Inoltre, il differenziale di rendimento tra i titoli del Tesoro americano e i Bund tedeschi rimane elevato a 150 pb. L'agenzia Fitch stima che il debito del settore pubblico tedesco potrebbe raggiungere il 70% del PIL entro il 2027 (contro il 63% nel 2024), che è ancora basso rispetto agli standard internazionali, ma il più alto tra i paesi con rating AAA. La domanda per i Bund tedeschi rimarrà elevata e dovrebbe coprire il boom dell'offerta. Tuttavia, prevediamo un periodo di volatilità sui mercati obbligazionari europei mentre la Germania e l'Europa attraversano questa importante fase di aggiustamento delle politiche.

GRAFICO 1: UTILIZZO DELLE CAPACITÀ NEL SETTORE MANIFATTURIERO (INDICE)



Fonti: Indagini della Commissione europea, Indosuez Wealth Management.



TRUMP 2.0: LA VISIONE A LUNGO TERMINE E IL PREZZO DELL'INCERTEZZA



Lucas MERIC
Investment Strategist

L'ipotesi della "Trump Put" è messa in discussione dalla volontà dell'amministrazione di privilegiare obiettivi a lungo termine a scapito delle dinamiche di breve termine. Sviluppi che gravano sui mercati americani e ci portano a rivedere al ribasso le nostre previsioni di crescita. Tuttavia, nonostante il rallentamento moderato della crescita che ora ci aspettiamo nel 2025, il ritorno della narrativa della recessione sui mercati ci sembra esagerato.

LA SCOMPARSA DEL "TRUMP TRADE"

Mentre a gennaio l'attenzione era rivolta al rischio di surriscaldamento dell'economia americana, ora il rischio di recessione è tornato in primo piano con un S&P 500 che ha corretto del 10% a marzo. Anche se il termine "recessione" è tornato nelle discussioni di mercato, è probabilmente troppo presto per attribuire questi movimenti di mercato alle aspettative di recessione. Questi movimenti riflettono più precisamente l'esaurimento del famoso "Trump Trade" che ha caratterizzato l'euforia dei mercati dopo l'elezione di novembre, alimentata dalle aspettative di misure pro-crescita. Queste aspettative ottimistiche hanno lasciato il posto nelle ultime settimane a una crescente incertezza introdotta dalla politica tariffaria di Donald Trump, portando i mercati a rendersi conto che l'amministrazione Trump potrebbe essere più aperta a interruzioni economiche e finanziarie a breve termine per raggiungere obiettivi a lungo termine. Questo mette in discussione la presunzione della famosa "Trump Put", che era una delle ipotesi principali degli investitori dopo l'elezione americana.

TRUMP 2.0: LA VISIONE DI LUNGO TERMINE

In una prospettiva a lungo termine, due priorità emergono all'inizio del mandato: ravvivare il settore manifatturiero americano e abbassare i tassi a lungo termine per gestire la sostenibilità del debito. Per il secondo obiettivo, una delle misure principali è stato il DOGE⁵ guidato da Elon Musk, con l'obiettivo di ridurre drasticamente le spese del governo americano, il cui deficit era di 1.800 miliardi di dollari nel 2024 (6,4% del PIL).

Ma l'asse principale di tensione per i mercati nelle ultime settimane è stata la politica dei dazi. Il nostro scenario dopo l'elezione di Donald Trump si basava su due ipotesi riguardanti le tariffe doganali: che gli aumenti riguardassero principalmente la Cina (a causa dei grandi surplus commerciali cinesi e di alcune pratiche commerciali ritenute sleali dall'amministrazione Trump) e che gli annunci di aumenti dei dazi doganali su altri partner commerciali fossero principalmente tattiche negoziali. Tuttavia, è chiaro che, agli occhi dell'amministrazione Trump, la politica tariffaria non si limita solo a tattiche negoziali, ma risponde a diversi obiettivi: riequilibrare il deficit commerciale, proteggere le imprese domestiche americane dalla concorrenza internazionale, generare entrate per finanziare alcune misure fiscali e creare leva per le negoziazioni sia su questioni a breve termine (esempio: Canada e Messico sulle problematiche di immigrazione e flussi di droga), sia su argomenti strategici come un famoso "accordo di Mar-a-Lago" che vedrebbe, a medio termine, gli Stati Uniti negoziare con i principali partner commerciali una svalutazione del dollaro. L'implicazione di tale ipotesi è duplice: probabilmente pronto a imporre più dazi doganali del previsto, Donald Trump favorisce anche un'onnipresenza della politica tariffaria che aumenta l'incertezza per le imprese e i consumatori, pesando così sulla dinamica di crescita.

5 - DOGE (Department of Government Efficiency): Dipartimento di efficienza governativa.

**1,9%:****CRESCITA
DEL PIL**attesa nel 2025
(rispetto al
precedente 2,3%)**IL PREZZO DELL'INCERTEZZA**

In questo contesto, ci aspettiamo che un approccio sensibilmente più aggressivo sulle tariffe doganali crei una sorta di dinamica "stagflazionistica" a breve termine. All'inizio di marzo abbiamo rivisto le nostre aspettative di crescita per il 2025 dal 2,3% all'1,9% e dell'inflazione dal 2,7% al 2,9%. La revisione al ribasso della crescita riflette un primo trimestre frenato dal significativo aumento delle importazioni in previsione delle tariffe doganali, ma anche un aumento dell'incertezza che dovrebbe, a nostro avviso, pesare sulle dinamiche di consumo delle famiglie e sui piani di investimento e assunzione delle imprese nei prossimi mesi. Così, ci aspettiamo un rallentamento moderato nel 2025 con una crescita trimestrale annualizzata che si evolve sequenzialmente tra l'1% e il 2%.

È evidente che il focus di Donald Trump su politiche negative per la crescita (dazi, riduzioni delle spese governative, riduzione dell'immigrazione) implica che i rischi al ribasso per il nostro scenario di crescita persistono. Tuttavia, è anche importante tenere a mente che, per il momento, nonostante i sondaggi si siano deteriorati nelle ultime settimane, riflettendo la crescente incertezza, i dati economici rimangono attualmente robusti. Inoltre, negli ultimi anni, i sondaggi non sono sempre stati efficaci predittori delle effettive dinamiche economiche. Quindi, sebbene il rischio di recessione sia effettivamente aumentato nelle ultime settimane, la narrativa di recessione emergente sui mercati ci sembra un po' esagerata.

Inoltre, nonostante l'inizio del secondo mandato di Donald Trump si concentri in modo esagerato su politiche considerate negative per la crescita, l'amministrazione Trump dovrebbe successivamente concentrarsi su politiche più favorevoli alla crescita (deregulation, riduzione delle tasse, attrazione di investimenti esteri). A medio termine, ciò potrebbe giustificare una dinamica di crescita ancora solida negli Stati Uniti, riflessa nelle nostre aspettative di una crescita dell'1,9% nel 2026, mentre l'inflazione dovrebbe decelerare al 2,7%, con l'aumento delle tariffe doganali che rappresenta ai nostri occhi un impatto rialzista temporaneo sull'inflazione. Questa natura temporanea supporta in particolare il mantenimento della nostra ipotesi chiave che la Federal Reserve (Fed) dovrebbe procedere con altre due ulteriori riduzioni dei tassi quest'anno concentrandosi maggiormente sui rischi al ribasso, sull'occupazione e sulla crescita. A questo proposito, le aspettative di inflazione, che per ora sono rimaste sostanzialmente stabili, saranno fondamentali per giudicare la capacità della Fed di continuare il suo ciclo di normalizzazione monetaria nei prossimi mesi.

TABELLA 1: PREVISIONI MACROECONOMICHE 2024 - 2026, %

● Previsioni al ribasso da marzo

● Previsioni al rialzo da marzo

	PIL			INFLAZIONE		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
USA	2,8%	1,9%	1,9%	3,0%	2,9%	2,7%
Area Euro	0,8%	0,8%	1,6%	2,4%	2,0%	2,0%
Cina	5,0%	4,7%	4,5%	0,2%	1,8%	1,5%
Mondo	3,2%	2,9%	3,0%	-	-	-

Fonte: Indosuez Wealth Management.

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

Le elezioni tedesche hanno portato la loro dose di sorprese in Europa in un contesto internazionale scosso dalle decisioni di politica estera americana. La Commissione europea ha annunciato un veicolo di prestito comune di 150 miliardi di euro. Tutti questi annunci spingono al rialzo i tassi europei, mentre i tassi americani diminuiscono, sulla scia del calo dei mercati azionari.



500 MILIARDI DI EURO

per rimettere in
moto la Germania

Il nuovo cancelliere tedesco Friedrich Merz ha sorpreso i mercati annunciando il 4 marzo un piano di investimento massiccio nelle infrastrutture da 500 miliardi di euro (vedi il nostro [CIO Perspectives](#) del 7 marzo). Finanziato tramite debito, questo piano ha fatto balzare i tassi d'interesse a lungo termine della Germania: oltre 45 pb in meno di 48 ore. Per mettere in prospettiva l'entità di questa reazione, bisogna risalire alla riunificazione del paese all'inizio degli anni '90 per vedere un movimento di mercato di tale portata. All'epoca i tassi erano al 7,5%, non al 2,5% come oggi! I mercati hanno integrato istantaneamente la realizzazione completa di questo piano di investimento. In realtà, gli effetti completi sono attesi per il 2027. Le curve dei tassi si sono irripidite a causa di una rivalutazione al rialzo delle prospettive di crescita a medio termine. Si assiste quindi a una ricostituzione del premio a termine. Un fenomeno salutare per tutta l'Area Euro, poiché la crescita tedesca si diffonderà a tutti i paesi (stima Crédit Agricole CIB: la Francia beneficerà del 35% dell'effetto positivo sulla crescita, l'Italia del 25%). Gli *spread* sovrani si sono ristretti dall'annuncio, segno che gli investitori si concentrano unicamente sui bisogni di finanziamento, e non sul rischio di sostenibilità del debito. Infatti, la traiettoria del debito della Germania sarà ancora favorevole rispetto ad altri Paesi entro la fine di questo piano.

Per una volta, si tratta di uno *shock* positivo per la Banca Centrale Europea (BCE)! Le pressioni inflazionistiche rimarranno contenute se la crescita non supererà sostanzialmente il suo potenziale. L'aumento delle aspettative di crescita e inflazione porta a rivedere il tasso di equilibrio a medio termine della BCE.

Negli Stati Uniti, tutta la curva dei tassi si è spostata verso il basso nelle ultime settimane a causa del marcato calo dei mercati azionari e della pubblicazione di una stima del PIL in contrazione da parte della Federal Reserve (Fed) di Atlanta. Le aspettative di riduzioni dei tassi della Fed erano scomparse, ma ora il mercato ritorna allo scenario centrale dei "dot plots": -25 pb in estate e ancora -25 pb in autunno. La sovraperformance dei tassi americani ha portato ad una compressione dello *spread* transatlantico: il differenziale di rendimento tra il tasso a 10 anni americano e quello tedesco si è ridotto da 214 a 140 pb in sole cinque settimane (grafico 2, pagina 9).

UNA BOCCATA D'OSSIGENO SUI MERCATI DEL CREDITO

Sui mercati del credito, le preoccupazioni dei mercati azionari statunitensi per la crescita e la politica economica dell'amministrazione Trump si sono estese ai mercati del credito nazionali. Gli *spread* si sono allargati sull'*investment grade* e sull'*high yield*, in tutti i settori. Il settore dei trasporti (ferrovie, messaggerie, merci), per sua natura molto ciclico, ha ampiamente sottoperformato nel mese. Il settore bancario ha sovraperformato tutti gli altri settori. La volatilità rallenta i volumi delle emissioni primarie: gli emittenti si finanziano con meno entusiasmo sui mercati.



Nell'Area Euro, gli *spread* si sono allargati all'inizio di marzo, con un ritardo di alcune settimane rispetto al mercato americano. I segmenti ad alto beta (debito subordinato, *high yield*) hanno logicamente sottoperformato. Tra la metà di febbraio e la metà di marzo si è registrato un allargamento di circa 45 pb sulle obbligazioni additional tier 1 (AT1): la tanto attesa correzione si è infine materializzata in modo ordinato. Parallelamente, i titoli bancari hanno continuato a sovraperformare, suggerendo che non si tratta di un rischio specifico del settore, ma di una correzione salutare dopo un inizio d'anno molto forte in termini di emissioni. Il mercato prevede ancora l'esercizio di tutte le call per tutti i titoli callable nel 2025.

Nelle prossime settimane sarà importante monitorare i flussi degli ETF e nei fondi per capire le reazioni degli investitori all'aumento dei tassi. Le performance sono ancora positive dall'inizio dell'anno per l'*investment grade* e l'*high yield*. Il restringimento degli *spread* nel corso del periodo genera un eccesso di rendimento che compensa l'impatto dell'aumento dei tassi. Questo cuscinetto per gli investitori rimane rilevante. Sempre sostenuti da fondamentali di buona qualità (almeno nell'Area Euro), i mercati del credito restano in balia degli umori dei mercati azionari.

GRAFICO 2: DIFFERENZIALE DI RENDIMENTO A 10 ANNI STATI UNITI - EUROPA, PB



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Laura CORRIERAS
Equity Portfolio ManagerCon la collaborazione
del team del Azioni

La sovraperformance dei mercati europei continua rispetto agli Stati Uniti, aiutata in particolare dallo stimolo tedesco e dagli investimenti in una difesa europea comune, che rappresentano una svolta decisiva per l'Area Euro. Dopo diversi anni, i flussi tornano finalmente in Europa, dove il sentiment migliora man mano che si delineano nuovi equilibri economici internazionali. Questo lascia intravedere un'Europa più determinata, che potrebbe finalmente rilanciare il suo motore di crescita domestico e forse portare a una riallocazione strategica degli investimenti verso la regione.



ATTUALE
SCONTO DEL
40%

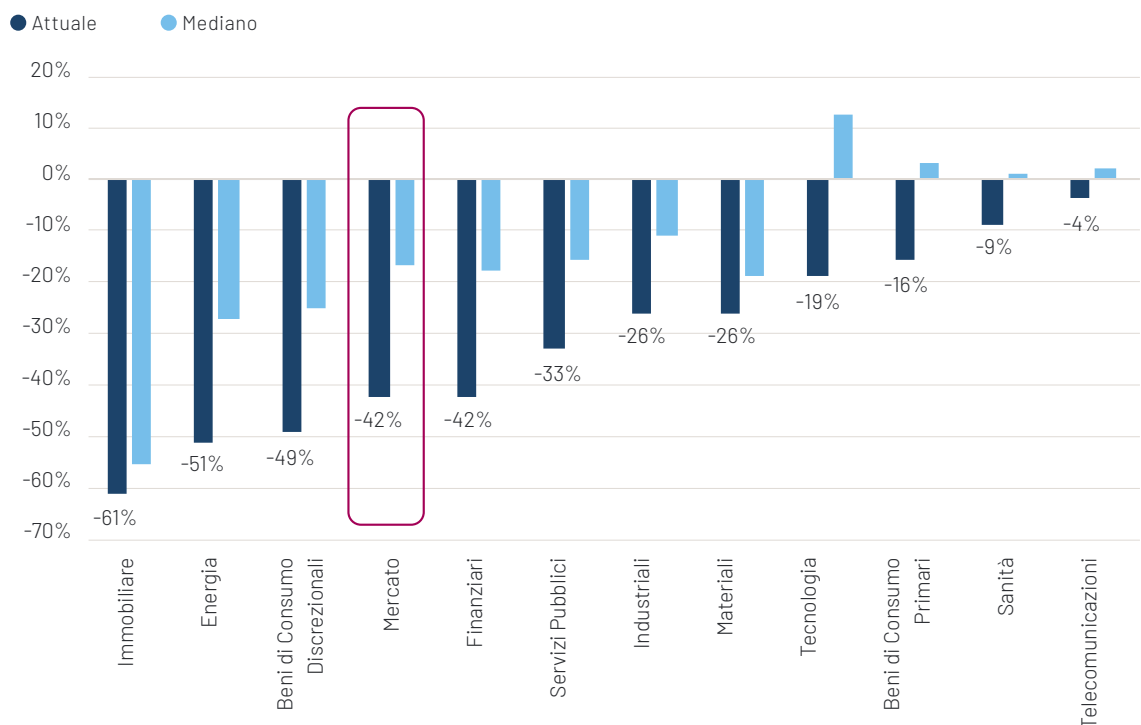
del mercato
europeo rispetto a
quello americano

EUROPA

Il cambiamento di rotta politico in Europa è iniziato! Dopo l'annuncio di un piano da 800 miliardi di euro chiamato ReArm Europe, destinato a rafforzare la difesa europea, è la Germania che rompe completamente con il suo dogma di bilancio, con una dotazione approvata di 500 miliardi di euro dedicati alle infrastrutture e alla sicurezza, offrendo al contempo maggiore flessibilità fiscale. Questa rottura ideologica della prima economia europea è un passo considerevole per l'Europa. Al di là delle questioni di sovranità, questi

annunci mirano a stimolare la crescita economica, il che potrebbe accelerare la dinamica degli utili delle imprese e contrastare un'eventuale diminuzione delle esportazioni legata all'aumento delle tariffe doganali negli Stati Uniti. Inoltre, questo "rinnovamento" europeo, accolto molto favorevolmente dai mercati, potrebbe portare gli investitori a rivalutare l'Europa in modo più strutturale. Infatti, la valutazione delle azioni europee continua a essere molto attraente rispetto alle loro omologhe americane (circa il 40% meno costose, vedere grafico 3) e la regione è generalmente sotto detenuta dagli investitori dopo diversi anni di deflussi.

GRAFICO 3: SCONTO STORICO DEL MERCATO EUROPEO RISPETTO A QUELLO STATUNITENSE, IN %



Fonti: Goldman Sachs, Indosuez Wealth Management.

6 - In Italiano: A ogni costo.



Infine, la possibile fine della guerra in Ucraina, se si verificasse, avrebbe un impatto positivo sull'economia europea: i prezzi dell'energia dovrebbero diminuire, mentre la fiducia dei consumatori, degli investitori e degli imprenditori potrebbe migliorare. Inoltre, una ricostruzione dell'Ucraina avanzerebbe direttamente i settori industriali, dei materiali e delle costruzioni europei.

STATI UNITI

Cambio di tono oltre Atlantico. I mercati americani hanno continuato a correggere, anche se si è osservata una certa calma dalla metà di marzo. Le incertezze riguardo agli impatti delle politiche di Trump (aumento dei dazi doganali, diminuzione della forza lavoro migrante, riduzioni delle spese federali) fanno aumentare i rischi di rallentamento, o addirittura di stagflazione dell'economia americana. In uno scenario negativo, queste preoccupazioni potrebbero portare a una diminuzione della fiducia delle imprese e dei consumatori sugli investimenti e le spese, riflettendosi sulle aspettative di crescita degli utili.

Al contrario, un'inversione di marcia dell'amministrazione o progressi concreti riguardo alle misure pro-crescita promesse durante la campagna, come la riduzione delle imposte sulle società o l'annuncio di misure di deregolamentazione, potrebbero cambiare la dinamica e il sentiment del mercato.

Dal punto di vista delle aspettative di crescita degli utili, gli Stati Uniti rimangono nettamente in testa rispetto alle altre regioni, con i "Magnifici 7" che continuano a dominare il mercato.

ASIA

Contro ogni previsione, le azioni cinesi continuano la loro ascesa e mostrano una performance di oltre il 24% dall'inizio dell'anno. I dazi annunciati da Donald Trump sono stati accolti con misure di ritorsione (molto moderate) da parte della Cina. Tuttavia, il sostegno al consumo interno è stato chiaramente e esplicitamente annunciato dalle autorità cinesi come la loro principale priorità per il 2025. A tal fine, il governo cinese ha pubblicato un piano d'azione in 30 punti per stimolare il consumo (concentrandosi principalmente sull'aumento dei redditi, la stabilizzazione dei mercati immobiliari e azionari).

Inoltre, le buone notizie dal settore tecnologico cinese hanno contribuito ad alimentare i flussi verso le azioni esposte all'Intelligenza Artificiale (IA). La *start-up* cinese DeepSeek è stata il catalizzatore di questa corsa tecnologica tra Stati Uniti e Cina. Inoltre, il divario di valutazione tra i due mercati, soprattutto nel segmento tecnologico, è vicino a un record storico. Questo miglioramento del sentiment degli investitori globali nei confronti delle azioni cinesi, che possono essere considerate un'alternativa alle controparti americane, offre supporto al mercato.

STILI DI INVESTIMENTO

Dall'evento DeepSeek, i titoli legati all'IA e, più in generale, tutto il tema della Crescita negli Stati Uniti stanno subendo prese di profitto. Gli investitori si interrogano sulle spese di Capex (spese di investimento) dei leader tecnologici americani, mentre i titoli di crescita soffrono per le incertezze riguardanti la crescita economica e le valutazioni attraenti dei nuovi concorrenti asiatici.

In Europa, lo stile *Value* e, in particolare, i titoli ciclici continuano a essere sostenuti dalle aspettative di continuazione della normalizzazione monetaria, dai piani di riarmo europei e dalla prospettiva di un cessate il fuoco in Ucraina. Pertanto, i titoli bancari e delle costruzioni, tra gli altri, hanno preso il posto dei principali titoli *Growth*. Infine, nonostante un inizio d'anno contrastato, le piccole e medie capitalizzazioni americane rimangono un'alternativa come fonte di diversificazione, soprattutto in uno scenario in cui l'economia americana eviti la recessione e vengano annunciate le misure pro-crescita promesse da Donald Trump.



BIGLIETTO VERDE: TRAVOLTO DAI VENTI DEL CAMBIAMENTO



Lucas MERIC
Investment Strategist

Contrariamente alle nostre aspettative di inizio anno di un dollaro forte in un contesto di onnipresenza della politica tariffaria, il biglietto verde ha sofferto notevolmente a causa delle crescenti preoccupazioni degli investitori sulla crescita americana e del rinnovato ottimismo sull'Europa. Sebbene il dollaro potrebbe continuare a essere messo alla prova nel breve termine, alcune preoccupazioni sull'economia americana ci sembrano esagerate, il che dovrebbe sostenere il biglietto verde nel medio termine, mentre continuiamo ad apprezzare l'oro nonostante il suo aumento di inizio anno.

USD: ECLISSI TOTALE EL "TRUMP TRADE"

Nonostante le discussioni in corso sulla politica dei dazi dell'amministrazione Trump, il dollaro ha sofferto notevolmente nelle ultime settimane, tornando ai livelli precedenti alle elezioni americane (grafico 4, pagina 13), poiché l'attenzione degli investitori si è concentrata maggiormente sui rischi di un rallentamento della crescita americana a causa della combinazione di politiche di Trump ritenute negative per l'economia. Questo ritorno delle preoccupazioni di recessione negli Stati Uniti è stato accompagnato da un rinnovato ottimismo sui mercati non americani, traducendosi in movimenti di flussi, in particolare sulle azioni, che hanno penalizzato il dollaro rispetto ad altre valute come l'euro. I dazi dovrebbero rimanere un argomento chiave nelle prossime settimane e continuare ad alimentare la volatilità del dollaro, che ha già scontato molte notizie negative all'inizio di marzo. Mentre il mercato potrebbe continuare a interrogarsi a breve termine sulle prospettive di crescita americana, il nostro scenario, nonostante un rallentamento previsto nel 2025, rimane costruttivo sull'economia americana, il che dovrebbe sostenere il dollaro. Inoltre, i dazi, una volta implementati, potrebbero penalizzare maggiormente le valute dei paesi bersaglio rispetto al dollaro, che continuiamo a considerare un asset di diversificazione chiave nei nostri portafogli grazie alla sua bassa correlazione con le principali asset class. A breve termine, pensiamo che il dollaro potrebbe rimanere vulnerabile al deterioramento del sentiment di mercato riguardo all'eccezionalità americana, così come alle discussioni su un processo di pace in Ucraina.

EUR: "WHATEVER IT TAKES" 2.0

Al contrario, l'euro ha ripreso vigore nelle ultime settimane, sostenuto dagli annunci dei piani di spesa per infrastrutture e difesa tedeschi ed europei, nonché dalle speranze di un cessate il fuoco in Ucraina. Inoltre, gli investitori hanno iniziato il 2025 con un posizionamento debole sugli asset europei, in particolare sull'euro. L'annuncio dei piani di spesa pubblica della Germania, un paese storicamente riluttante a indebitarsi, rappresenta un cambiamento di paradigma estremamente positivo in Europa che potrebbe continuare a sostenere il sentiment verso la zona. Tuttavia, i movimenti di mercato, in particolare sui tassi e sull'euro, sono stati molto forti dopo gli annunci, riflettendo il significativo rinnovato ottimismo degli investitori sulle prospettive di crescita nell'Area Euro. Tali movimenti giustificerebbero, secondo noi, una certa stabilizzazione a breve termine, soprattutto perché permangono interrogativi sull'entità dell'impatto economico di queste misure e sulla loro attuazione. Rimaniamo quindi cauti sull'euro con una fascia di 1,07 - 1,10, che potrebbe rimanere vulnerabile a breve termine all'implementazione delle misure tariffarie dell'amministrazione Trump rivolte all'Europa, un rischio che finora non sembra aver preoccupato molto i mercati finanziari europei.

CHF: DESTINI INCROCIATI

Il franco svizzero ha avuto alterne fortune, ha sofferto rispetto all'euro, raggiungendo il suo livello più basso da luglio 2024, e si è rafforzato rispetto al dollaro, raggiungendo il suo livello più alto degli ultimi quattro mesi. In questo contesto, ci aspettiamo che il dollaro si riprenda a medio termine rispetto alla valuta elvetica man mano che le preoccupazioni sulla crescita americana si attenuano,



IL DOLLARO È TORNATO

ai livelli
pre-elettorali
americani



mentre l'EUR/CHF dovrebbe stabilizzarsi intorno ai livelli attuali. In generale, a meno che l'avversione al rischio non peggiori sui mercati finanziari internazionali, pensiamo che il franco svizzero dovrebbe rimanere in secondo piano, soprattutto se l'incertezza globale dovesse diminuire, il franco svizzero rimarrebbe una valuta di finanziamento preferita dagli investitori internazionali, dato il basso livello dei tassi di interesse svizzeri rispetto alle altre valute del G10.

JPY: USCIRE DALLA DEFLAZIONE

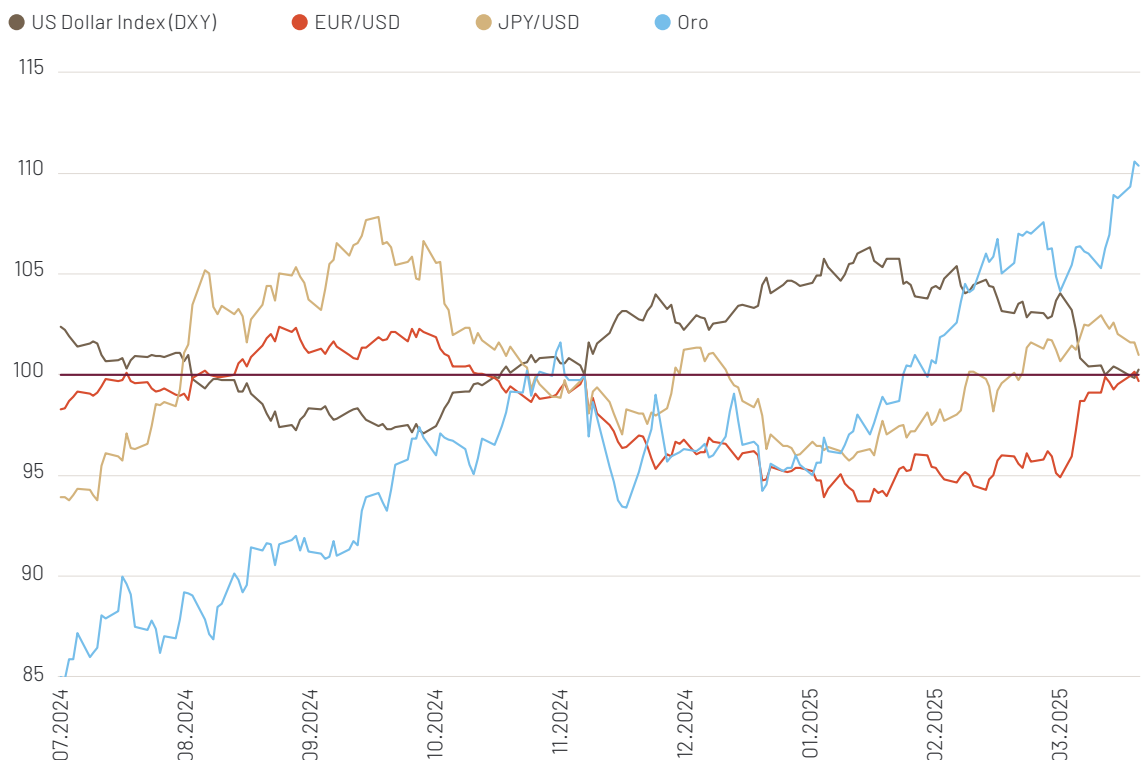
Lo yen ha beneficiato, da un lato, delle preoccupazioni di rallentamento economico negli Stati Uniti, e dall'altro, delle aspettative degli investitori di una continuazione della normalizzazione monetaria della Banca del Giappone, con un tasso di interesse giapponese a 10 anni che ha raggiunto, all'1,5%, il suo livello più alto degli ultimi 15 anni. A medio termine, le aspettative di rallentamento della crescita americana ci sembrano esagerate, il che dovrebbe sostenere il dollaro e pesare sullo yen. Tuttavia, la nostra visione sullo yen rimane abbastanza equilibrata e dipende dalla capacità della Banca del Giappone di continuare il suo ciclo

di aumento dei tassi. A tal proposito, le dinamiche di crescita salariale in Giappone rimangono un elemento chiave da monitorare. Inoltre, i rischi al ribasso per la valuta giapponese ci sembrano nel complesso piuttosto limitati, con le autorità giapponesi pronte a sostenere lo yen in caso di un calo pronunciato.

ORO: PRIMO DELLA CLASSE

Nonostante la forte performance dell'oro dall'inizio anno (+15% al momento della scrittura), manteniamo una visione positiva sull'oro, che continua ad essere sostenuto dalla domanda strutturale delle banche centrali e dai flussi positivi degli ETF negli ultimi tre mesi. Inoltre, un contesto che combina un rischio geopolitico sempre latente, tensioni commerciali esacerbate dalla politica tariffaria dell'amministrazione Trump e preoccupazioni sulle prospettive di crescita negli Stati Uniti, appare ancora favorevole per il metallo giallo. Sebbene i segnali sembrano oggi positivi, ci sembra tuttavia importante tenere a mente che un posizionamento elevato sull'oro e la continuazione delle discussioni su una pace in Ucraina potrebbero comunque rappresentare ostacoli nei prossimi mesi.

GRAFICO 4: IL DOLLARO CEDE TERRENO, TORNANDO AI LIVELLI DI NOVEMBRE 2024 (100 = 05.11.2024)



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager



Le
INCERTEZZE
politiche ed
economiche
PESANO SUL
MERCATO
STATUNITENSE

SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** l'incertezza politica negli Stati Uniti e l'integrazione di livelli di dazi più elevati nel nostro scenario ci portano a rivedere al ribasso le nostre ipotesi di crescita per gli Stati Uniti all'1,9% per il 2025 (-40 pb) e all'1,9% per il 2026 (-20 pb). Invece, rivediamo al rialzo la nostra previsione per l'Area Euro all'1,6% (+40 pb) per il 2026, tenendo conto dell'attuazione parziale dei nuovi piani di infrastrutture tedesche e di difesa europea. Manteniamo invariate le nostre ipotesi per i paesi emergenti, in particolare la Cina, dove emergono segnali incoraggianti di una politica fiscale proattiva.
- **Inflazione:** a febbraio, avevamo stimato che il processo di disinflazione potesse essere ritardato da misure doganali più aggressive. L'atteggiamento particolarmente severo dell'amministrazione Trump su questo fronte ci porta a rivedere al rialzo le nostre previsioni di inflazione per gli Stati Uniti a +2,9% (+20 pb) e +2,7% (+10 pb) per il 2025 e il 2026 rispettivamente. Dopo averle riviste al rialzo il mese scorso, le nostre aspettative di inflazione per l'Area Euro rimangono invariate al 2% per il 2025 e il 2026.
- **Banche centrali:** continuiamo a prevedere due riduzioni dei tassi da parte della Fed nel 2025 con un tasso terminale al 3,5%. Per la BCE, manteniamo la nostra previsione di tre riduzioni dei tassi con un tasso terminale all'1,75%.
- **Utili aziendali:** nel contesto attuale, le prospettive degli utili si normalizzano principalmente negli Stati Uniti, ad eccezione delle piccole e medie imprese, le cui aspettative di utili rimangono incoraggianti. Prevediamo quindi una convergenza dei tassi di crescita degli utili tra le diverse aree geografiche e anche a livello settoriale tra i titoli tecnologici e il resto del mercato.

- **Contesto di rischio:** l'implementazione effettiva dei dazi rappresenta un rischio significativo per il mercato. La possibilità che l'amministrazione Trump opti per un approccio "sofferenza di breve termine per guadagni a lungo termine", fonte di grandi incertezze che pesano sulla crescita economica, potrebbe alimentare episodi di forte volatilità. L'evoluzione dei conflitti geopolitici e la percezione legata all'indebitamento pubblico rappresentano anche rischi da monitorare.

CONVINZIONI DI ALLOCAZIONE

Azioni

- Sebbene manteniamo un approccio costruttivo sui mercati azionari, dato che l'ambiente macroeconomico a medio termine rimane favorevole (crescita economica positiva, fondamentali aziendali solidi), stiamo comunque riducendo il nostro livello di convinzione a causa di un'incertezza politica più elevata, già riflessa nei sondaggi sul sentiment.
- In questo contesto, abbassiamo il nostro giudizio sulle azioni statunitensi a neutrale. Il pessimismo eccessivo osservato sui mercati americani potrebbe tuttavia sostenere un rimbalzo a breve termine, offrendo un'opportunità per aggiustare le esposizioni dei portafogli in condizioni migliori. Nel frattempo, manteniamo il nostro giudizio positivo sulle piccole capitalizzazioni americane, le cui prospettive di utili rimangono ben orientate e che potrebbero beneficiare, nella seconda metà dell'anno, di misure pro-business favorevoli alle imprese (riduzione delle imposte, deregolamentazione).
- Aumentiamo il nostro giudizio a neutrale sulle azioni europee, in particolare quelle dell'Area Euro, che dovrebbero continuare a beneficiare dei piani di stimolo tedeschi e dell'Area Euro, oltre che degli sviluppi economici positivi. In termini di stile, le azioni *Value* europee potrebbero continuare a sovraperformare, essendo più sensibili al rimbalzo economico in Europa.



- Infine, i mercati emergenti rimangono moderatamente sovrappesati nelle nostre allocazioni. In particolare, le prospettive economiche cinesi stanno migliorando con una stabilizzazione delle aspettative di crescita e la priorità data dal governo ai consumi e agli investimenti. Prevediamo un ampliamento delle performance oltre il settore tecnologico cinese e un impatto positivo sulle altre regioni asiatiche nei prossimi mesi.

Reddito fisso

- Manteniamo un approccio cauto riguardo alla duration. Tuttavia, la reazione eccessiva dei titoli di Stato dell'Area Euro agli annunci dei piani di supporto fiscale ci spinge a ridurre il sottopeso ai tassi nei portafogli. Tuttavia, la volatilità a breve termine e i problemi di sostenibilità del debito richiedono ancora prudenza. I tassi americani sono molto sensibili all'incertezza politica riguardo alle misure tariffarie e alla politica della Fed. Crediamo che la parte lunga della curva rimanga vulnerabile al rischio di inflazione, soprattutto dopo il significativo restringimento dello spread transatlantico.
- Crediamo che il credito di alta qualità rimanga il segmento più attraente sui mercati obbligazionari. Infatti, nonostante gli spread di credito stretti, i rendimenti rimangono attraenti e non vediamo catalizzatori immediati per un significativo allargamento in assenza di *shock* esterni.

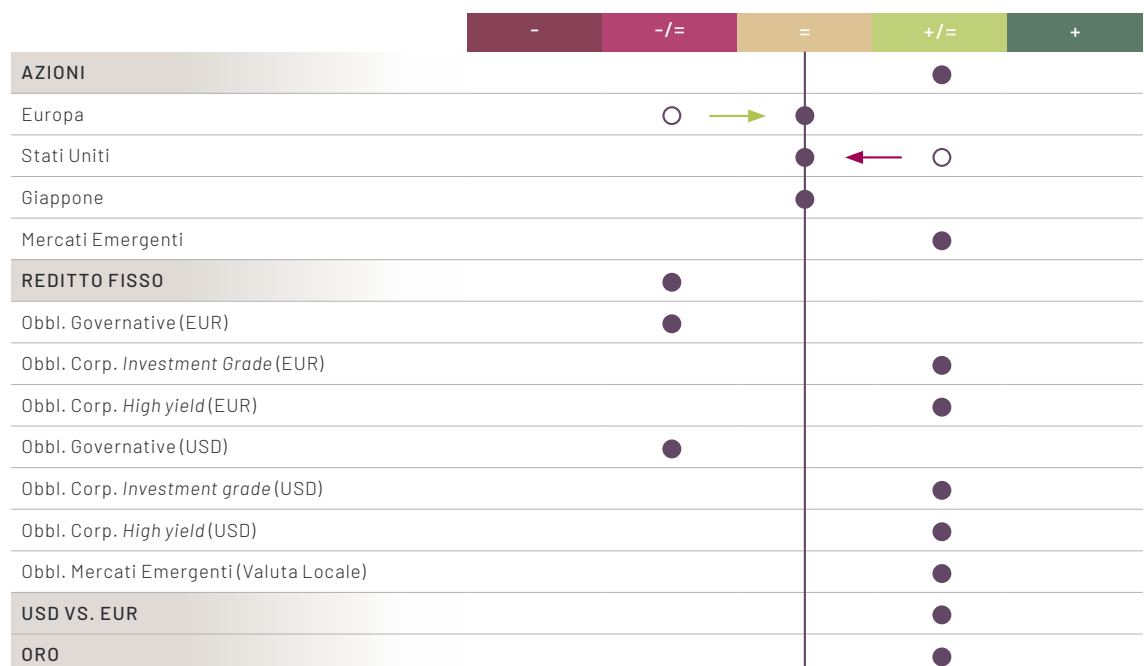
Questa classe di attivi dovrebbe continuare a beneficiare di ulteriori flussi legati alle esigenze di reinvestimento degli investitori e a una potenziale riallocazione dei fondi monetari.

Mercati dei tassi

- La dinamica rialzista sull'euro/dollaro potrebbe continuare se il sentiment verso l'economia americana continua a deteriorarsi rispetto all'Area Euro. Tuttavia, a breve termine, l'implementazione dei dazi rimane cruciale e potrebbe avvantaggiare il dollaro. Se il nostro scenario macroeconomico costruttivo per gli Stati Uniti si materializza, il dollaro potrebbe rafforzarsi. In sintesi, manteniamo un bias positivo sul dollaro, considerandolo in particolare come un asset di copertura nei nostri portafogli diversificati.
- Rimaniamo strategicamente positivi sull'oro, mentre le banche centrali dei paesi emergenti continuano ad accumulare riserve a un ritmo elevato. Il contesto macroeconomico, caratterizzato da significative incertezze politiche e geopolitiche, rappresenta anche un fattore di supporto.

CONVINZIONI CHIAVE

○ Febbraio 2025 ● Marzo 2025



Fonte: Indosuez Wealth Management.



DATI AGGIORNATI AL 20.03.2025

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	4,24%	-26,84	-33,21
Francia 10A	3,48%	21,40	28,60
Germania 10A	2,78%	24,70	41,50
Spagna 10A	3,42%	27,10	36,70
Svizzera 10A	0,73%	13,90	40,30
Giappone 10A	1,51%	7,00	42,40

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	37,63	0,99%	4,27%
Titoli di Stato in EUR	208,37	-0,39%	-0,40%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	233,59	-0,34%	1,03%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	367,93	0,01%	1,76%
Titoli di Stato USA	322,38	1,43%	2,18%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	45,14	0,39%	1,71%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9570	1,49%	1,80%
GBP/USD	1,2967	2,35%	3,60%
USD/CHF	0,8819	-1,78%	-2,81%
EUR/USD	1,0851	3,33%	4,80%
USD/JPY	148,78	-0,57%	-5,36%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	19,80	4,14	2,45

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	5.662,89	-7,43%	-3,72%
FTSE 100 (Regno Unito)	8.701,99	0,45%	6,47%
STOXX Europe 600	552,98	0,36%	8,94%
Topix	2.795,96	2,24%	0,40%
MSCI World	3.693,55	-5,14%	-0,39%
Shanghai SE Composite	3.974,99	1,17%	1,02%
MSCI Emerging Markets	1.140,69	0,73%	6,06%
MSCI Latam (America Latina)	2.129,04	0,73%	14,92%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	219,23	-0,31%	7,38%
MSCI Asia Ex Japan	742,03	1,10%	5,39%
CAC 40 (Francia)	8.094,20	-0,35%	9,67%
DAX (Germania)	22.999,15	3,07%	15,52%
MIB (Italia)	39.188,17	2,46%	14,63%
IBEX (Spagna)	13.306,30	2,62%	14,76%
SMI (Svizzera)	13.097,05	2,26%	12,90%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.130,00	-4,43%	-5,09%
Oro (USD/Oncia)	3.044,90	3,60%	16,02%
Greggio WTI (USD/Barile)	68,26	-5,94%	-4,82%
Argento (USD/Oncia)	33,79	0,90%	15,54%
Rame (USD/Tm)	9.936,50	3,90%	13,33%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	3,98	-4,26%	9,41%

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

	DICEMBRE 2024	GENNAIO 2025	FEBBRAIO 2025	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (20.03.2025)
MIGLIORI	25,25%	5,92%	13,64%	2,24%	14,92%
	18,17%	4,55%	8,76%	1,17%	8,94%
	15,23%	4,02%	6,78%	1,10%	7,38%
	14,64%	3,66%	6,60%	0,73%	6,47%
	10,30%	3,52%	5,71%	0,73%	6,06%
	5,69%	3,48%	5,37%	0,45%	5,39%
	4,99%	0,64%	4,92%	0,36%	1,02%
	4,78%	-0,27%	4,46%	-0,31%	0,40%
	1,93%	-1,71%	0,13%	-5,14%	-0,39%
PEGGIORI	-29,36%	-3,50%	-0,63%	-7,43%	-3,72%

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 risultato prima dell'applicazione delle imposte e degli oneri finanziari. Dall'utile sottrae le spese operative, pertanto corrisponde al risultato operativo.

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

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.

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.

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.

Trump Put: Percezione degli investitori che la politica economica e le dichiarazioni del presidente Trump potrebbero influenzare i mercati azionari in modo da limitarne il ribasso.

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.



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 risultato 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 marchio 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:** questa pubblicazione è distribuita da CA Indosuez, società a responsabilità limitata di diritto francese (société anonyme) con un capitale sociale di 853.571.130 euro, società madre del gruppo Indosuez e istituto bancario a tutti gli effetti autorizzato a fornire servizi di investimento e intermediazione assicurativa, la cui sede legale si trova in 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 Parigi, Francia, registrata presso il Registro del Commercio e delle Imprese di Parigi con il numero 572 171 635 (numero di identificazione IVA individuale: FR 075 72 17 16 35).
- **In Lussemburgo:** l'Opuscolo è distribuito da:
 - CA Indosuez Wealth (Europe), società per azioni (société anonyme) di diritto lussemburghese con capitale di 415.000.000 euro e sede sociale in 39 allée Scheffer L-2520 Lussemburgo, immatricolata presso il Registro delle Società del Lussemburgo con il numero B91.986, operante come istituto di credito con sede in Lussemburgo sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF).
 - Banque Degroof Petercam Luxembourg S.A., con sede legale in 12 rue Eugène Ruppert, L-2453 Lussemburgo, autorizzata e soggetta al controllo prudenziale della Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF"), 283 route d'Arlon, L-2991 Lussemburgo, sito web www.cssf.lu, telefono (+352) 26251-1, e della Banca Centrale Europea nell'ambito delle loro rispettive competenze.

- **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).

- da Banque Degroof Petercam SA, situata in rue de l'Industrie 44, 1040 Bruxelles, Belgio, registrata nel Registro delle Imprese con il numero 0403 212 172, registrata presso la Banca Dati Centrale delle Imprese (database delle imprese belghe) con il numero di partita IVA BE 0403 212 172 (RPM Bruxelles).

- **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.

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

- **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 1er - 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'individuazione 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.

© 2025, CA Indosuez (Switzerland) SA - Tutti i diritti riservati.

Crediti fotografici: Adobe Stock.

Finito di redigere il 21.03.2025.

