



# MONTHLY HOUSE VIEW

Maggio 2025

Guerre commerciali: Episodio II

01• Editoriale	P3
GUERRE COMMERCIALI: EPISODIO II	
02• Focus	P4
TRUMP 1, CINA 0? NON È COSÌ SICURO	
03• Macroeconomia	P6
PREVISIONI NELL'ERA DELL'INCERTEZZA	
04• Reddito fisso	P8
LA VOLATILITÀ RIDÀ ATTRATTIVITÀ AL MERCATO OBBLIGAZIONARIO	
05• Azioni	P10
TRUMP FA PIOMBARE I MERCATI NELL'INCERTEZZA	
06• Cambi	P12
LA SFIDUCIA AMERICANA	
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,

Il nostro editoriale di marzo sottolineava i vertici raggiunti dal mercato azionario americano e l'impennata dell'oro. Meno di due mesi dopo solo l'oro continua la propria ascesa, mentre il mondo si trova in un riallineamento economico, caratterizzato non più da semplici minacce tariffarie, ma da una guerra commerciale aperta tra gli Stati Uniti e il resto del mondo. Un esito ben lontano dalle aspettative che gli investitori, e noi stessi, nutrivamo per quest'anno.

### UNA VOLATILITÀ SENZA PRECEDENTI SUI MERCATI

Da febbraio, il mercato azionario americano ha vissuto una notevole volatilità, cedendo quasi il 20% dai suoi massimi. In tre sedute, dopo il 2 aprile, soprannominato "Liberation Day", sono evaporati 5,6 mila miliardi di dollari di capitalizzazione di mercato, una cifra equivalente alla capitalizzazione di mercato combinata di Apple e Nvidia. L'annuncio di una tregua tariffaria di 90 giorni è bastato a invertire temporaneamente la tendenza, portando l'S&P 500 alla sua più forte impennata giornaliera da ottobre 2008 – la terza più significativa in tre decenni. In questo clima di incertezza, alimentato dall'imprevedibilità dell'amministrazione Trump e da una volatilità potenzialmente più strutturale, è necessario un approccio più difensivo. Sebbene non mancheranno opportunità di investimento, sarà prudente attendere che i principali fattori di incertezza, in particolare il rischio di recessione, si dissipino prima di considerare rischi più marcati.

### LA FIDUCIA, CHIAVE DEL MONDO DEGLI AFFARI

I rischi di recessione, sia negli Stati Uniti che a livello globale, stanno aumentando notevolmente, anche se al momento non prevediamo una recessione negli Stati Uniti. Gli indicatori economici rimangono solidi, mentre i dati relativi ai consumi dipingono un quadro più debole, ma negli ultimi anni non sono stati un indicatore affidabile della crescita economica. Il consumatore americano rimane ben posizionato grazie a una situazione finanziaria stabile, un effetto di ricchezza persistente, un mercato del lavoro e salari reali elevati che sostengono la domanda. La prossima stagione dei risultati sarà decisiva per comprendere meglio le intenzioni delle aziende in termini di assunzioni e investimenti. Le voci del settore privato americano risuonano con intensità

crescente nel dibattito pubblico. Nella sua lettera annuale agli azionisti, Jamie Dimon, CEO di JP Morgan, offre un'analisi sfumata della politica tariffaria di Trump, dichiarando: "America first, va bene finché non diventa America alone".

Anche l'investitore miliardario Stanley Druckenmiller ha espresso la propria opposizione ai dazi superiori al 10%, definiti anche da Ken Griffin, fondatore di Citadel e importante donatore repubblicano, come "grande errore politico".

Queste voci hanno influito sulla decisione di Trump di fare marcia indietro una settimana dopo il "Liberation Day"? La caduta dell'S&P 500 sotto i 5.000 punti e l'improvviso aumento dei tassi a 10 anni al 4,5% probabilmente non facevano parte del piano iniziale, ammesso che ce ne fosse uno. Donald Trump, tramite il suo segretario al Tesoro, Scott Bessent, sembra pienamente consapevole della sensibilità dei mercati ai costi di finanziamento del governo. Con 29 mila miliardi di dollari di debito in circolazione e 9,6 mila miliardi da rifinanziare quest'anno, un aumento duraturo dei tassi di interesse rappresenterebbe un rischio evidente per la sostenibilità del bilancio. Gli Stati Uniti hanno a lungo beneficiato dell'"eccezionalismo americano", un privilegio che si è invertito in meno di due mesi. Mentre l'Europa e la Cina erano considerate fuori portata dagli investitori, gli Stati Uniti rimanevano la destinazione preferita del capitale mondiale. Pensare oggi che l'America sia diventata un mercato non investibile è una visione di breve termine. È fondamentale non confondere la Corporate America, sinonimo di innovazione tecnologica, crescita della produttività, aumento degli investimenti, spirito imprenditoriale e generazione di profitti, – con l'amministrazione attuale. Certamente, saranno necessari aggiustamenti economici, ma a lungo termine, la natura umana saprà adattarsi e trovare soluzioni.

In questa edizione, il nostro Chief Strategist Asia esprime il suo parere su come l'Asia possa resistere ai dazi statunitensi. La Cina si è "sganciata" dagli Stati Uniti da oltre un decennio: la percentuale del suo commercio con gli USA sul PIL nominale è scesa dal 6,2% nel 2010 al 3,7% nel 2024. Contemporaneamente, la Cina è diventata autosufficiente in molte tecnologie, posizionandosi così in modo da compensare meglio le tariffe punitive degli Stati Uniti.

Ora ci restano 90 giorni per ripensare l'ordine del commercio mondiale.

Vi auguro una piacevole lettura.

Francis TAN  
Chief Strategist Asia

I mercati d'investimento globali sono stati scossi dalla rapida attuazione dei dazi da parte degli Stati Uniti ad aprile. Questa misura suggerisce un nuovo ordine economico/commerciale mondiale e mira principalmente a ridurre il deficit commerciale americano, nonché a proteggere le industrie nazionali dalla concorrenza globale, in particolare quella della Cina.



LA CINA:  
obiettivo principale  
dei  
DAZI AMERICANI

L'episodio 1 dei dazi nel 2017 mirava principalmente alla Cina, l'economia con cui gli Stati Uniti avevano il più grande deficit commerciale. I dazi sono stati introdotti in diverse tranche, a partire dal 2018, e coprivano una vasta gamma di prodotti, inclusi acciaio, alluminio e vari beni di consumo. La logica alla base di queste tasse era di combattere quelle che gli Stati Uniti consideravano pratiche commerciali sleali, come il furto di proprietà intellettuale e le sovvenzioni statali alle imprese cinesi.

Da allora, i beni, il capitale e la manodopera provenienti dalla Cina si sono adattati e spostati verso economie più immuni ai dazi americani per le riesportazioni e/o la produzione destinata alle esportazioni verso gli Stati Uniti. Molte di queste economie si trovano nel Sud-est asiatico, come la Malesia, la Thailandia, il Vietnam e l'Indonesia. Così, l'episodio 2 ha colmato il divario e ha introdotto dazi su tutte le economie in base alla dimensione dei deficit commerciali degli Stati Uniti con ciascuna economia individuale. Non è la prima volta che gli Stati Uniti impongono tasse sulle importazioni di beni, e non sarà nemmeno l'ultima.

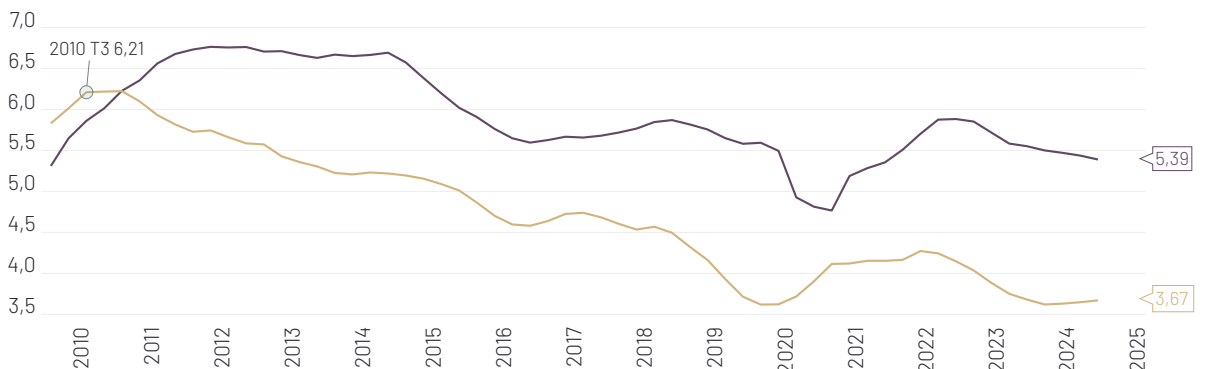
### L'ASIA PUÒ RESISTERE AI DAZI AMERICANI?

La risposta è sì. La Cina è stata (nel 2017) e rimane (oggi) l'obiettivo principale dei dazi americani, che interrompono le catene di approvvigionamento interne, riducendo le esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti, diminuendo i ricavi delle aziende globali con base in Cina e causando un rallentamento generale della crescita economica.

Tuttavia, una spiegazione più globale del rallentamento della crescita economica cinese è incentrata su una fiducia già debole delle imprese e degli investitori domestici a causa delle politiche governative sull'immobiliare, sulle aziende tecnologiche e sul settore dell'istruzione. In realtà, la Cina aveva già iniziato il suo "disaccoppiamento" dagli Stati Uniti da oltre un decennio, con il suo commercio con gli Stati Uniti in percentuale del suo PIL nominale che è passato dal 6,2% nel 2010 al 3,7% nel 2024 (grafico 1).

GRAFICO 1: GLI STATI UNITI COMMERCIANO PIÙ CON IL CANADA E IL MESSICO CHE CON LA CINA, %

● Commercio degli Stati Uniti con il Messico e il Canada in % del PIL degli Stati Uniti  
● Commercio della Cina con gli Stati Uniti in % del PIL cinese



Fonti: Macrobond, Ufficio del censimento degli Stati Uniti, Amministrazione generale delle dogane della Cina, Ufficio nazionale di statistica della Cina, Ufficio di analisi economica degli Stati Uniti, Indosuez Wealth Management.



Riteniamo che, sebbene l'episodio del 2017 abbia accelerato il piano della Cina per diventare auto-sufficiente in campo tecnologico (diventando il leader mondiale in 5G/6G, intelligenza artificiale (IA), veicoli elettrici, droni, informatica quantistica, semiconduttori, biotecnologia, ecc.), l'episodio 2 rafforzerà ulteriormente lo status della Cina come leader commerciale e di investimento con il resto del mondo, esclusi gli Stati Uniti.

Gli effetti dei dazi sono stati contrastanti per le economie emergenti asiatiche come il Vietnam, la Malesia, l'Indonesia e la Thailandia. Le industrie manifatturiere hanno beneficiato del fatto che le aziende spostano la loro produzione dalla Cina verso questi paesi per evitare le tasse, aumentando così l'investimento diretto estero (IDE) e la creazione di posti di lavoro. Tuttavia, l'episodio 2, introdotto per reprimere tali "scappatoie" nel commercio con gli Stati Uniti, potrebbe causare future perturbazioni delle catene di approvvigionamento per questi paesi e modificare i loro vantaggi comparativi, con potenziali ripercussioni su altri settori domestici.

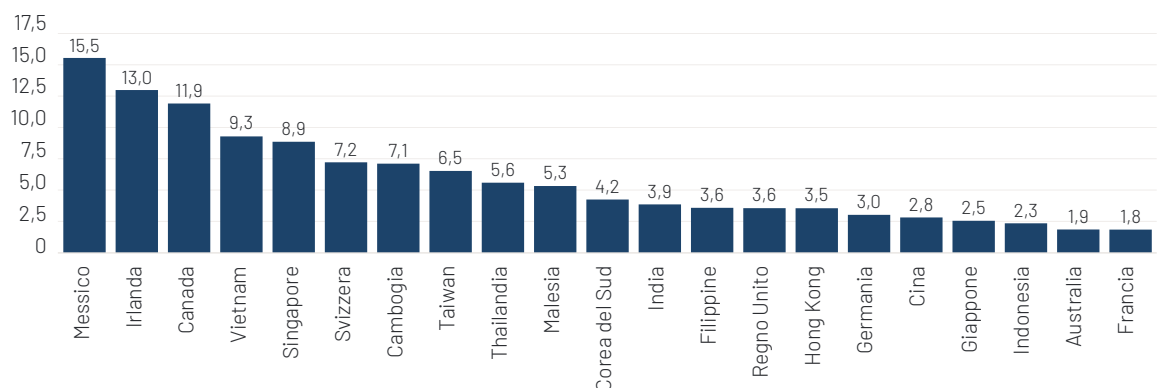
Le economie sviluppate come il Giappone e la Corea del Sud sono state, da tempo, grandi esportatori verso la Cina e gli Stati Uniti. Anche loro sono state coinvolte nel fuoco incrociato delle misure anti-commercio. I dazi hanno causato una diminuzione delle loro esportazioni e hanno colpito le loro industrie automobilistiche ed elettroniche. Questi paesi hanno anche affrontato incertezze nelle loro politiche commerciali e hanno dovuto gestire le complessità delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina.

Per fornire un'immagine più precisa del commercio, tenendo conto di dove viene effettivamente creato il valore, piuttosto che semplicemente da dove vengono spediti i beni, utilizziamo la base di dati TiVA (*Trade in Value Added*, in italiano Commercio in Valore Aggiunto) dell'OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico) per determinare efficacemente l'impatto economico potenziale della domanda finale americana sui suoi partner esportatori. L'approccio di calcolo del valore aggiunto da ogni paese nel processo di produzione ci permette di avere una migliore comprensione delle catene di valore globali e delle interdipendenze economiche tra i paesi.

I dati rivelano che le esportazioni del Messico destinate ai consumatori americani rappresentano il 15,5% del suo PIL nominale. Per l'Asia, le economie più dipendenti dalla domanda finale degli Stati Uniti sono il Vietnam, Singapore, la Cambogia, Taiwan, la Thailandia, la Malesia, la Corea del Sud, l'India, le Filippine, ecc. La Cina, invece, è riuscita a diversificarsi significativamente, riducendo la sua dipendenza dalla domanda finale degli Stati Uniti (grafico 2).

GRAFICO 2: IL VALORE AGGIUNTO DOMESTICO INTEGRATO NELLA DOMANDA FINALE DEGLI STATI UNITI (2020), % DEL PIL NOMINALE

● Il valore aggiunto domestico in % del proprio PIL nominale



Fonti: Macrobond, OCSE, Indosuez Wealth Management.



Bénédicte KUKLA  
Senior Investment Strategist

Le tensioni politiche, l'attività anticipata e il crescente scollamento tra le indagini sul sentiment e i dati concreti, soprattutto negli Stati Uniti, hanno reso eccezionalmente difficile la lettura del panorama macroeconomico. L'incertezza non è più una semplice caratteristica del ciclo; ne diventa la forza dominante. È quindi con prudenza — e una certa dose di coraggio — che tentiamo di anticipare il futuro, consapevoli dei numerosi rischi al ribasso, ma anche dei motori rialzisti ancora attivi.

La promessa di un "Liberation Day" da parte del presidente Trump ha lasciato spazio a un clima di paralisi. Piuttosto che ripristinare la visibilità, questo inizio di aprile rafforza la confusione. Le imprese, le famiglie e i decisori operano ora in un mondo influenzato più dalla politica che dai fondamentali economici.

#### L'ECONOMIA AMERICANA: PUNTO DI PARTENZA SOLIDO, VISIBILITÀ OFFUSCATA

La situazione americana illustra perfettamente questa opacità. Se alcuni accordi commerciali potrebbero attenuare il colpo nel lungo termine, gli aumenti tariffari stanno già pesando sugli investimenti e sulla fiducia. Ora prevediamo un tasso medio del 15% sulle importazioni, contro il 10% previsto un mese fa, ma ben inferiore al tasso effettivo stimato attualmente (oltre il 25%<sup>2</sup>).

Questo ci porta a rivedere le nostre previsioni di crescita: 1,5% per il 2025 (contro l'1,9% previsto a marzo) e 1,6% per il 2026 (contro l'1,9%). La causa: persistente incertezza, condizioni finanziarie più rigide (calo dei mercati azionari, credito più costoso) e perdita di potere d'acquisto delle famiglie dovuta ai dazi. Detto ciò, i consumi tengono bene: le famiglie rimangono in buona salute finanziaria, con una ricchezza netta a livelli record. Come spesso negli ultimi anni, il comportamento dei consumatori diverge dagli indicatori di sentiment.

Per quanto riguarda l'inflazione, aumentiamo le nostre previsioni: 3,4% nel 2025 (contro il 2,9%) e 2,9% nel 2026 (contro il 2,7%), a causa delle importazioni più costose. Le aspettative di inflazione delle famiglie raggiungono il 3,6% secondo la Federal Reserve (Fed) di New York, il loro livello più alto dalla fine del 2023, sebbene le aspettative a lungo termine rimangano relativamente stabili. La Fed adotta una politica di attesa, ma se l'economia rallenta come previsto, sono possibili due riduzioni dei tassi entro la fine del 2025, il che porterebbe il tasso di riferimento al 4%.

I rischi macroeconomici sono numerosi. La guerra commerciale di Donald Trump non è finita, con un nuovo capitolo di accordi commerciali in arrivo. Inoltre, il presidente non ha ancora introdotto riduzioni delle tasse né misure di deregolamentazione. A breve termine, i rischi rimangono orientati al ribasso, con condizioni finanziarie più stringenti, costi degli input aziendali più elevati e un possibile deterioramento delle aspettative di inflazione. Con i fondamentali dei consumi intatti e un mercato del lavoro che continua a mostrare segni di tenuta, l'economia americana rimane solida di fronte a questa nuova crisi — ma lontana dall'essere immune.

#### AREA EURO — ONDE D'URTO E STIMOLI

In Europa, le ripercussioni della politica commerciale americana si fanno già sentire, in particolare su un'economia ancora convalescente e fortemente orientata all'export. La crescita del 2025 è rivista al ribasso allo 0,5% (contro lo 0,8%), ma manteniamo l'1,6% per il 2026, con prudenza.



IPOTESI:  
tasso medio dei  
DAZI  
statunitensi al  
15%

2 - Come ha recentemente sottolineato Paul Krugman: la Cina ha rappresentato il 13% delle importazioni americane nel 2024, e se si applicano i nuovi tassi annunciati alle importazioni del 2024 (superiori al 100%), il tasso medio arriva al 24,95% — più alto di prima della pausa di 90 giorni. Tuttavia, dazi incredibilmente elevati sulla Cina porteranno a una diminuzione delle importazioni dalla Cina, rendendo quindi problematica una stima basata sul commercio del 2024.



Il motore industriale del continente si trova nell'epicentro di questa turbolenza. L'aumento dell'1,1% della produzione industriale a febbraio è offuscato dalla forte volatilità del commercio estero. Le importazioni sono aumentate dell'8% su base annua a gennaio, a causa del front-loading in vista delle tariffe previste, che potrebbero trascinare i dati di crescita nel primo semestre del 2025. I settori che dipendono dalle esportazioni, come quello automobilistico, chimico e siderurgico, sono particolarmente esposti all'incertezza sui dazi e la chiarezza delle politiche da parte di Washington rimane elusiva, spiegando il crollo del sentimento economico di aprile. Dopo essere salito a 51,6 in seguito alla notizia del piano infrastrutturale tedesco, l'indice ZEW è crollato da -14 a marzo, il calo più marcato dall'inizio della guerra in Ucraina. Tuttavia, ci sono motivi di ottimismo a medio termine. Il piano di investimento in infrastrutture da 500 miliardi di euro della Germania è rilevante in un contesto di bassa crescita economica e anni di cronico sottoinvestimento nelle infrastrutture, dalle reti di fibra ottica (con un tasso di penetrazione stimato all'11% contro il 75% in Francia) alle ferrovie nazionali (con un tasso di puntualità del 64% contro l'87% in Francia). Purtroppo, le nuove politiche tariffarie, in particolare nel settore automobilistico, attualmente in discussione, insieme all'incertezza persistente, annulleranno in parte questi guadagni.

La Francia, dal canto suo, tiene bene grazie a una minore dipendenza dalle esportazioni di beni e a un consumo interno relativamente forte sostenuto dal risparmio delle famiglie e dalla diminuzione dei tassi. Tuttavia, l'instabilità politica e il lento progresso delle riforme continuano a frenare la ripresa.

Sul fronte dell'inflazione, l'Europa si distingue dagli Stati Uniti: dovrebbe rimanere stabile al 2% nel 2025 e nel 2026. Questo si spiega con la diminuzione dei prezzi dell'energia, un euro in aumento e una politica di bilancio orientata all'offerta. Questo contesto apre la strada a un allentamento monetario: la Banca centrale europea (BCE) dovrebbe portare il suo tasso di deposito all'1,75% entro la fine del 2025. Il principale rischio da monitorare nel nostro scenario è se i nuovi accordi commerciali americani innescheranno delle contromisure dell'Unione Europea contro la Cina, che fornisce circa il 20% delle importazioni dell'Area Euro.

TABELLA 1: PREVISIONI MACROECONOMICHE 2024 - 2026, %

● Previsioni al ribasso da aprile

● Previsioni al rialzo da aprile

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.



## LA VOLATILITÀ RIDÀ ATTRATTIVITÀ AL MERCATO OBBLIGAZIONARIO



Thomas GIQUEL  
Head of Fixed Income

Con la collaborazione  
del team del Reditto fisso

L'incertezza politica legata ai dazi sta influenzando la crescita e generando una maggiore volatilità sui mercati dei tassi e del credito. Ciò si traduce in un allargamento degli *spread*, in particolare nel segmento degli *high yield*. I mercati emergenti sono particolarmente colpiti, e richiedono una rivalutazione del rischio.



Il mercato  
OBBLIGAZIONA-  
RIO AMERICANO  
come  
ARBITRO  
della guerra  
commerciale

Prima ancora dell'annuncio dei dazi da parte di Donald Trump, i tassi di interesse europei avevano già assorbito gran parte dell'aumento legato al piano di stimolo massiccio e sorprendente del prossimo governo tedesco. L'annuncio atteso dei dazi di Donald Trump ha provocato una significativa diminuzione degli asset rischiosi e dei tassi di interesse. Il comportamento dei tassi americani si è poi rivelato caotico, come vedremo più avanti. La Banca centrale europea (BCE) sembra sottovalutare l'impatto dell'incertezza macroeconomica e geopolitica crescente sulle sue decisioni. Sebbene il suo approccio basato sui dati economici sia comprensibile, non tiene conto dell'incertezza che tende a frenare la crescita e ridurre l'inflazione. Inoltre, il settore manifatturiero mondiale continua a contrarsi, influenzato da una domanda internazionale in calo. Le minacce tariffarie pesano sulle prospettive di crescita in Europa, mentre il mercato del lavoro nel settore manifatturiero si deteriora. Se questa tendenza si estendesse al settore dei servizi, potrebbe provocare un ciclo di contrazione della domanda e aumento della disoccupazione.

L'indice dei prezzi al consumo armonizzato (IPCA<sup>3</sup>) in Europa è sceso. Sebbene l'inflazione dei servizi rimanga elevata, i dati sulle compensazioni salariali indicano un rallentamento imminente.

Infine, gli annunci fiscali tedeschi non hanno ancora avuto effetti positivi sulla fiducia dei consumatori o delle imprese, come mostra l'indagine Ifo. Queste misure potrebbero avere impatti indiretti limitati sull'inflazione tramite il mercato del lavoro o le catene di approvvigionamento.

L'aumento dei tassi americani concomitante al panico sui mercati azionari solleva interrogativi. In condizioni normali di mercato, i tassi scendono (quindi il prezzo delle obbligazioni sale) e attenuano la diminuzione dei prezzi delle azioni in un portafoglio diversificato. Durante la settimana del 7 aprile, i tassi lunghi americani sono saliti anche quando le azioni scendevano.

Una possibile spiegazione è macroeconomica: gli investitori si preoccupano di una potenziale inflazione a causa dei dazi. Un'altra ipotesi è che alcuni fondi di investimento (utilizzando l'effetto leva) abbiano liquidato i loro asset più facili da vendere per rispondere a richieste di ulteriori garanzie. Tuttavia, una spiegazione più tecnica potrebbe essere legata ai fondi speculativi costretti a smantellare i loro "trading di base", una strategia che consiste nell'anticipare la convergenza tra i prezzi delle obbligazioni e quelli dei contratti futures. Queste operazioni utilizzano un effetto leva molto alto per generare performance. Il tasso a 10 anni americano ha registrato una sottoperformance storica rispetto al Bund tedesco.

Secondo il Fondo Monetario Internazionale (FMI), queste operazioni potrebbero rappresentare 1.000 miliardi di dollari, mentre un'analisi di Bloomberg indica che i fondi speculativi detengono ora il 7% di tutte le obbligazioni del Tesoro americano, più delle banche. Il crollo dei mercati obbligazionari potrebbe quindi costringere alcuni fondi a liquidare queste posizioni, provocando un effetto domino paragonabile a quello osservato nel 2020.

3 - IPCA: Indice dei prezzi al consumo armonizzato.





Il conflitto commerciale tra Stati Uniti e Cina potrebbe evolvere sul terreno finanziario. Pechino, secondo detentore mondiale di buoni del Tesoro americano, potrebbe utilizzare i suoi investimenti in attività denominate in dollari come rappsaglia. Sebbene non vi siano prove concrete a sostegno di questa ipotesi per il momento, la Cina ha recentemente lasciato indebolire il renminbi rispetto al dollaro, il che potrebbe preludere ad una guerra delle valute.

Gli ETF (Exchange-traded funds) contribuiscono alla volatilità dei mercati. Secondo Bloomberg, i volumi scambiati il giorno 7 aprile hanno battuto tutti i record (tenendo conto di tutte le classi di attivi).

### UN MERCATO DEL CREDITO SCOLLEGATO DAI FONDAMENTALI

Il rallentamento della crescita mondiale aumenterà la necessità di tassi più bassi in molti mercati emergenti. L'equilibrio per questi mercati tra crescita e deprezzamento delle valute sarà complesso. L'allargamento degli *spread* porta a una maggiore selettività. Le vendite di ETF nei mercati illiquidi spingeranno gli *spread* verso l'alto.

Le banche centrali asiatiche agiranno sulle leve monetarie classiche (riduzione dei tassi) per stimolare la crescita. L'America Latina è relativamente protetta dalla guerra commerciale a causa delle bilance commerciali negative rispetto agli Stati Uniti.

L'esposizione del Messico al mercato americano dà loro un accesso privilegiato al tavolo delle negoziazioni, ma il paese è vulnerabile ad un rallentamento americano.

In Europa, il mercato del credito *investment grade* ha sovraperformato le altre classi di attivi: l'allargamento degli *spread* rimane contenuto (grafico 3). Al contrario, la volatilità dei mercati ha paralizzato il mercato primario. Lo stesso vale per il mercato americano.

L'impatto è molto più significativo sul mercato degli *high yield*. Il calo delle azioni influisce negativamente sui tassi di recupero futuri. Inoltre, un rallentamento economico pesa sull'EBITDA, aumentando meccanicamente i rapporti di leva. In termini di flussi degli investitori, i primi riscatti o vendite di ETF si stanno materializzando.

La diminuzione delle azioni del settore bancario si riflette logicamente sul debito subordinato AT1. Senza mettere in discussione l'esercizio delle opzioni di richiamo per quest'anno, questo segmento necessita di *spread* più elevati per attirare nuovamente gli investitori.

GRAFICO 3: EVOLUZIONE DEGLI SPREAD TRA UN'OBBLIGAZIONE CON RATING BBB E BB NELL'AREA EURO, CENTINAIA DI PUNTI BASE



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Nicolas GAZIN  
Global Head of Equity Solutions



Laura CORRIERAS  
Equity Portfolio Manager

Il contesto di mercato è dominato da una forte incertezza. La guerra commerciale che si sta instaurando dovrebbe far oscillare i mercati tra tentativi di negoziazione e rischi di escalation, creando uno scenario volatile a medio termine. Il passaggio dall'“eccezionalismo americano” all'“America da sola” fa temere rischi di rallentamento economico, se non di stagflazione, che già pesano sulla fiducia globale. La stagione di pubblicazione dei risultati sarà un indicatore chiave della capacità delle aziende di gestire e integrare questa nuova politica americana.

### EUROPA

L'Europa, in questo contesto, appare come un rifugio relativo, beneficiando di valutazioni attraenti, di politiche di bilancio in evoluzione e di un rinnovato interesse degli investitori. Il programma economico di Friedrich Merz in Germania, incentrato sulla protezione industriale e sulla resilienza di fronte alle minacce esterne, garantisce un importante sostegno domestico, anche se permane l'incertezza sulla sua implementazione.

La dinamica europea è rafforzata dalla speranza di uno stimolo di bilancio ampliato a tutta la zona. La BCE ha ancora margini di manovra, con un'inflazione che sembra maggiormente sotto controllo. Inoltre, i fondamentali (valutazione, dinamica delle revisioni dei profitti, miglioramento della fiducia) si stanno riprendendo rispetto agli Stati Uniti.

Le azioni domestiche tedesche beneficiano direttamente di questo nuovo scenario. Tuttavia, a breve termine, le frizioni commerciali e il recente apprezzamento dell'euro potrebbero pesare sui profitti, soprattutto nei settori esportatori. Le piccole e medie capitalizzazioni europee, storicamente meno esposte alle tensioni doganali, offrono anche una possibilità di diversificazione, soprattutto in uno scenario di sostegno di bilancio mirato.

### STATI UNITI

La pausa di 90 giorni su alcune tasse doganali è stata accolta con scetticismo. La Cina rimane esclusa da questa moratoria, e la credibilità dell'amministrazione americana nei confronti dei mercati è messa in discussione. La probabilità di una recessione aumenta, mentre i margini di manovra fiscali e monetari sembrano ridotti. La salvezza potrebbe arrivare dalla Fed, che potrebbe potenzialmente rilanciare il sostegno monetario se il nervosismo del mercato obbligazionario dovesse persistere.

Tutti gli occhi sono ora puntati sulla stagione di pubblicazione dei risultati del primo trimestre, che dovrebbe fornire indicazioni sulla capacità delle aziende di integrare questi cambiamenti.

I preannunci delle società dell'S&P 500 lasciano intravedere una stagione di pubblicazioni piuttosto mista e senza grandi sorprese sui risultati passati (grafico 4, pagina 11). Al contrario, la tentazione potrebbe essere forte per i dirigenti di utilizzare la bassa visibilità attuale come pretesto per rivedere al ribasso le proprie prospettive.

### ASIA

La serie di annunci sui dazi da parte dell'amministrazione Trump ha provocato un'estrema volatilità sui mercati azionari asiatici in aprile. La seduta del 7 aprile 2025 ha fatto registrare la perdita più significativa in un solo giorno dalla crisi finanziaria globale del 2008. L'impatto reale dell'annuncio di questi dazi dipenderà dai possibili aggiustamenti o dalle esenzioni future (come la sospensione temporanea concessa agli smartphone e all'elettronica di consumo, tra gli altri).



PUBBLICAZIONI  
SUGLI UTILI  
sotto  
PRESSIONE



La Cina sembra tuttavia meglio preparata rispetto al 2018 per affrontare questa nuova ondata di tensioni commerciali. La quota degli Stati Uniti nelle esportazioni cinesi è passata dal 18% del 2018 a meno del 13% del 2024, ora inferiore all'ASEAN (Associazione delle nazioni del Sud-est asiatico), che rappresenta il 18% delle esportazioni cinesi.

Inoltre, le autorità cinesi si dicono pronte a implementare ulteriori misure di stimolo di fronte all'aumento dei dazi americani per raggiungere l'obiettivo di crescita del PIL nel 2025 di circa il 5%. Inoltre, la "squadra nazionale" cinese ha recentemente sostenuto i mercati azionari locali della Cina continentale. Nonostante le difficoltà a breve termine per gli esportatori, questa guerra commerciale potrebbe accelerare la transizione della Cina verso motori più domestici (consumo interno, produzione a più alto valore aggiunto, tecnologia, innovazione).

## STILI DI INVESTIMENTO

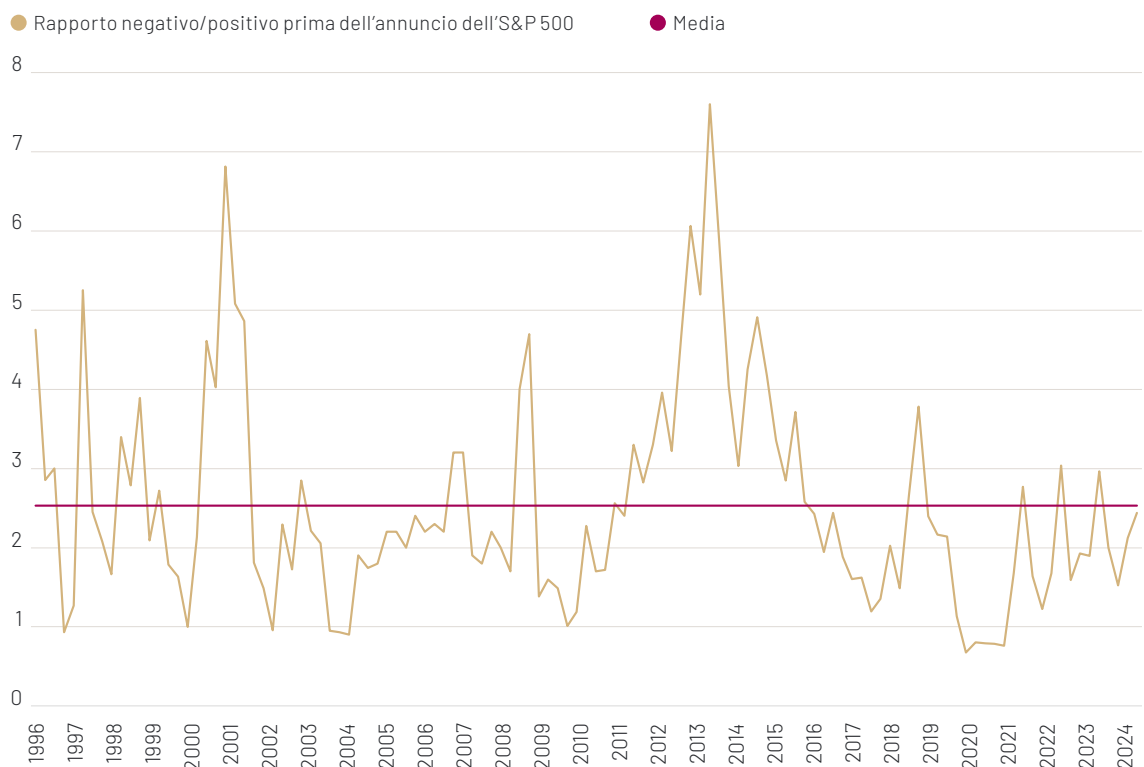
In Europa, lo stile *Value*, sostenuto dalla dinamica degli utili e dalla rotazione settoriale, rimane il pilastro della performance. I settori industriali, delle materie prime e le banche/assicurazioni continuano a beneficiare di un riposizionamento dei flussi, in attesa della conferma di un sostegno fiscale.

Negli Stati Uniti, la prudenza è d'obbligo.

Privilegiamo l'esposizione a titoli difensivi di alta qualità e a bassa volatilità, che costituiscono una copertura naturale in un contesto politico instabile e di aumento della volatilità.

I titoli a forte Crescita beneficiano ancora di una certa tenuta dei loro utili, ma sono vulnerabili alle ritorsioni commerciali e presentano valutazioni ancora elevate. Questo giustifica il mantenimento di un'esposizione sullo stile Crescita, ma con pesi più limitati.

GRAFICO 4: RAPPORTO DEI PREANNUNCI DELLA STAGIONE DI PUBBLICAZIONE DEI RISULTATI DEL PRIMO TRIMESTRE 2025



Fonti: Citi Group, Indosuez Wealth Management.



Lucas MERIC  
Investment Strategist

La combinazione tra i timori di un rallentamento della crescita statunitense e la crescente sfiducia degli investitori verso gli asset americani, entrambe conseguenze dell'aggressiva e imprevedibile politica tariffaria di Trump, ha pesato sul dollaro, che si trova ad affrontare potenziali venti contrari che potrebbero persistere o addirittura intensificarsi. Di conseguenza, abbiamo deciso di modificare la nostra posizione da positiva a neutrale sul biglietto verde, puntando soprattutto sull'oro.

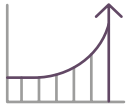
#### USD: IL GRANDE SCONFITTO DELLA POLITICA TARIFFARIA

Il 2025 è stato caratterizzato da una significativa sotto-performance del dollaro, che è tornato ai suoi livelli più bassi dal settembre 2024, quando negli Stati Uniti erano emersi timori di recessione a causa delle preoccupazioni sull'occupazione. Questo declino del biglietto verde, in particolare dall'insediamento di Donald Trump a gennaio, deriva da una combinazione di fattori sfavorevoli, sia ciclici che più strutturali.

In un primo momento, gli annunci dei piani di spesa tedeschi ed europei hanno fortemente sostenuto l'EUR/USD che, mentre gli investitori prevedevano un ritorno alla parità a gennaio, ora sfiora 1,14, il livello più alto dall'inizio del 2022, prima dell'invasione della Russia in Ucraina. In un secondo momento, l'approccio aggressivo, ma soprattutto estremamente imprevedibile di Donald Trump nel contesto delle politiche tariffarie, con annunci di aumenti dei dazi che, a seconda dei giorni, sono stati smentiti, confermati, implementati o annullati, sta ovviamente pesando sulle prospettive di crescita mondiale. Questa strategia crea un'incertezza considerevole, in particolare per l'economia americana, influenzando i consumatori e disturbando le decisioni di investimento e di assunzione delle aziende.

Infine, il contesto geopolitico, che vede gli Stati Uniti opporsi al resto del mondo, minacciando ogni paese con dazi spesso esorbitanti e a livelli difficilmente giustificabili, porta anche gli investitori a mettere in discussione la fiducia nelle istituzioni e nella governance americana, riducendo il loro interesse per gli asset americani. Questa evoluzione si riflette nei movimenti dei mercati di metà aprile, che hanno evidenziato una sorta di fuga degli investitori stranieri dai mercati americani con una simultanea diminuzione dell'S&P 500, dei buoni del Tesoro americano e del dollaro, dinamiche generalmente osservate sui mercati emergenti.

Storicamente, un aumento dei tassi americani costituisce un fattore positivo per il dollaro, a causa del rendimento più elevato che tale mossa implica e della fiducia degli investitori nel dollaro, soprattutto per il suo status di valuta di riserva mondiale. Inoltre, gli investitori tengono anche presente l'idea di un accordo di "Mar-a-Lago", in cui Donald Trump cercherebbe prima o poi di negoziare una svalutazione del dollaro con i principali partner commerciali per sostenere la competitività delle aziende domestiche americane. Tuttavia, questo tema dovrebbe essere visto più come uno sviluppo a medio termine, con un dollaro forte considerato anche da alcuni membri dell'amministrazione come un mezzo a breve termine per compensare l'impatto inflazionistico degli aumenti dei dazi.



L'EUR/USD  
sfiora 1,14,  
IL MASSIMO  
DALL'INIZIO DEL  
2022



## RITORNO ALLA NEUTRALITÀ SUL DOLLARO

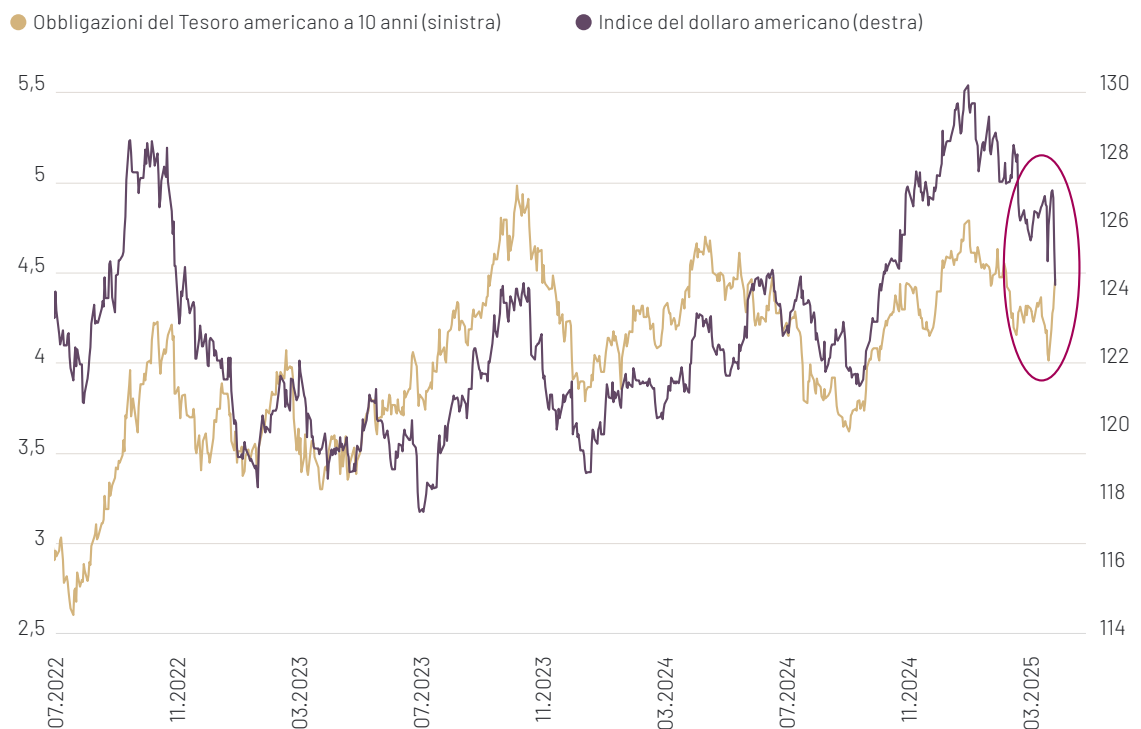
In un contesto in cui i venti contrari sul dollaro si moltiplicano, abbiamo deciso di passare da positivi a neutrali sulla valuta. Infatti, consideravamo il dollaro come un asset di diversificazione rilevante nei nostri portafogli, soprattutto con l'emergere della politica tariffaria di Donald Trump che vedevamo all'inizio dell'anno come un fattore di supporto significativo per il biglietto verde, con l'imposizione di tariffe che agiscono come un freno alle importazioni e creano una scarsità più pronunciata del dollaro nell'economia globale.

Tuttavia, i crescenti timori di una recessione, soprattutto negli Stati Uniti, e la crescente sfiducia nei confronti degli asset denominati in dollari hanno messo in ombra questo meccanismo nella mente degli investitori, e l'aumento dell'avversione al rischio ha sostenuto le valute rifugio come lo yen e il franco svizzero, nonché l'euro. Nel breve termine, pensiamo che queste dinamiche potrebbero continuare se Donald Trump manterrà il suo atteggiamento politico conflittuale e imprevedibile, in grado di creare ulteriori preoccupazioni su una possibile erosione dell'attività economica americana e dell'attrattiva degli investitori per gli asset americani.

Rimaniamo molto attenti sugli sviluppi del dollaro e in particolare sul rischio di un deprezzamento più marcato del biglietto verde. Tuttavia pensiamo anche che, come avanzato nel nostro [Global Outlook 2025](#), le discussioni sulla dedollarizzazione siano esagerate, poiché le alternative come attivo di riserva, l'euro o il renminbi sembrano per ora poco competitive rispetto al biglietto verde, non solo in termini di quota attuale delle riserve delle banche centrali (58% per il dollaro), ma anche in termini di profondità del mercato finanziario e di potenziale di crescita e produttività.

Allo stesso tempo, se l'economia americana dovesse entrare in recessione, è probabile che le ripercussioni si facciano sentire sull'economia mondiale, e che l'aumento dell'avversione al rischio che ne deriverebbe vedrebbe il dollaro ritrovare una certa attrattiva come valuta di rifugio globale. In questo ambiente in rapida evoluzione sulle valute e dove i rischi economici ma anche geopolitici rimangono numerosi, la nostra unica vera convinzione rimane quindi l'oro, che appare come un ovvio beneficiario, sia dei timori di rallentamento economico sia della crescente sfiducia nei confronti dei mercati finanziari americani.

## GRAFICO 5: IL CALO DELLA CORRELAZIONE USD/UST RIFLETTE L'EROSIONE DELLA FIDUCIA NEL USD



Fonti: Reuters, Indosuez Wealth Management.



Grégory STEINER  
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE  
Portfolio Manager



RIPOSIZIONA-  
MENTO  
sulle zone che  
beneficiano  
DI PIANI DI  
STIMOLO

### SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** Abbiamo rivisto al ribasso le nostre previsioni di crescita per gli Stati Uniti all'1,5% e all'1,6% rispettivamente per il 2025 e il 2026. Queste revisioni riflettono l'aumento dei dazi annunciato da Donald Trump e l'incertezza che grava sull'attività economica americana. La nostra nuova ipotesi di base prevede un tasso medio dei dazi del 15%. Per ragioni analoghe, tenendo conto del piano di spesa tedesco, rivediamo la crescita dell'Area Euro allo 0,5% per il 2025 (invariata all'1,6% per il 2026). Infine, puntiamo ora al 4,5% di crescita per la Cina nel 2025, anche se riteniamo che le autorità cinesi abbiano la capacità di riequilibrare la crescita tramite piani di sostegno.
- **Inflazione:** L'integrazione di uno scenario più aggressivo sui dazi ci porta a rivedere al rialzo le nostre previsioni di inflazione negli Stati Uniti, con tassi del 3,4% e del 2,9% previsti per il 2025 e il 2026. Le nostre stime per la Area Euro rimangono stabili al 2% per il 2025 e il 2026, influenzate dalla diminuzione dei prezzi dell'energia e dalla recente rivalutazione dell'euro.
- **Banche centrali:** La Fed dovrebbe mantenere un approccio attendista nei prossimi mesi a causa dei rischi inflazionistici indotti dai dazi. Ma, considerando il rallentamento progressivo della crescita, continuiamo a prevedere due riduzioni dei tassi entro la fine dell'anno. Nell'Area Euro, la traiettoria di disinflazione e i rischi che gravano sulla crescita offrono maggiori margini di manovra alla BCE per allentare la sua politica monetaria. Prevediamo tre ulteriori riduzioni dei tassi nel 2025, con un tasso di deposito all'1,75% entro la fine dell'anno.
- **Utili aziendali:** Il livello elevato di incertezze economiche comporta revisioni al ribasso degli utili, che dovrebbero continuare nelle prossime settimane. Monitoreremo attentamente le previsioni delle aziende durante la pubblicazione dei risultati del primo trimestre.

- **Contesto di rischio:** Come menzionato in precedenza, si prevede che la volatilità rimanga elevata in un contesto politico altamente incerto. I rischi per la crescita dipendono in gran parte dalle evoluzioni future in materia di politica tariffaria. sui mercati, la sfida risiede anche nella scarsità di attivi di copertura per proteggere i portafogli, con il dollaro e il debito sovrano che hanno perso il loro status di beni rifugio a breve termine.

### CONVINZIONI DI ALLOCAZIONE

#### Azioni

- Dopo aver ridotto il nostro grado di convinzione sulle azioni, ora adottiamo una posizione neutrale rispetto ai nostri indici di riferimento, mantenendo un elevato livello di diversificazione.
- Sebbene non prevediamo una recessione negli Stati Uniti, l'ambiente macroeconomico ha continuato a deteriorarsi in un contesto di inasprimento delle condizioni finanziarie. Sul piano microeconomico, le valutazioni negli Stati Uniti sono sicuramente corrette ma rimangono comunque intorno alla loro media storica, mentre le prospettive degli utili potrebbero rivelarsi meno incoraggianti. In altre parole, le proiezioni di crescita degli utili non fungono più da driver a breve termine, e le revisioni dovrebbero ora tendere al ribasso in quasi tutte le aree geografiche.
- Sul piano geografico, aumentiamo la nostra convinzione sulle azioni sottovalutate dell'Area Euro. Orientate verso la crescita domestica, queste ultime dovrebbero essere meno sensibili all'introduzione di dazi e presentano valutazioni più attraenti. I mercati asiatici rimangono leggermente sovrappesati nelle nostre allocazioni. In particolare, le prospettive economiche cinesi stanno migliorando grazie alla stabilizzazione delle aspettative di crescita e alla priorità data dal governo ai consumi. La riduzione del rischio avviene tramite la diminuzione della nostra convinzione sulle azioni giapponesi, che potrebbero mostrarsi vulnerabili di fronte alla risalita dello yen a breve termine. Infine, manteniamo per ora una visione neutrale sulle azioni americane.



### Reddito fisso

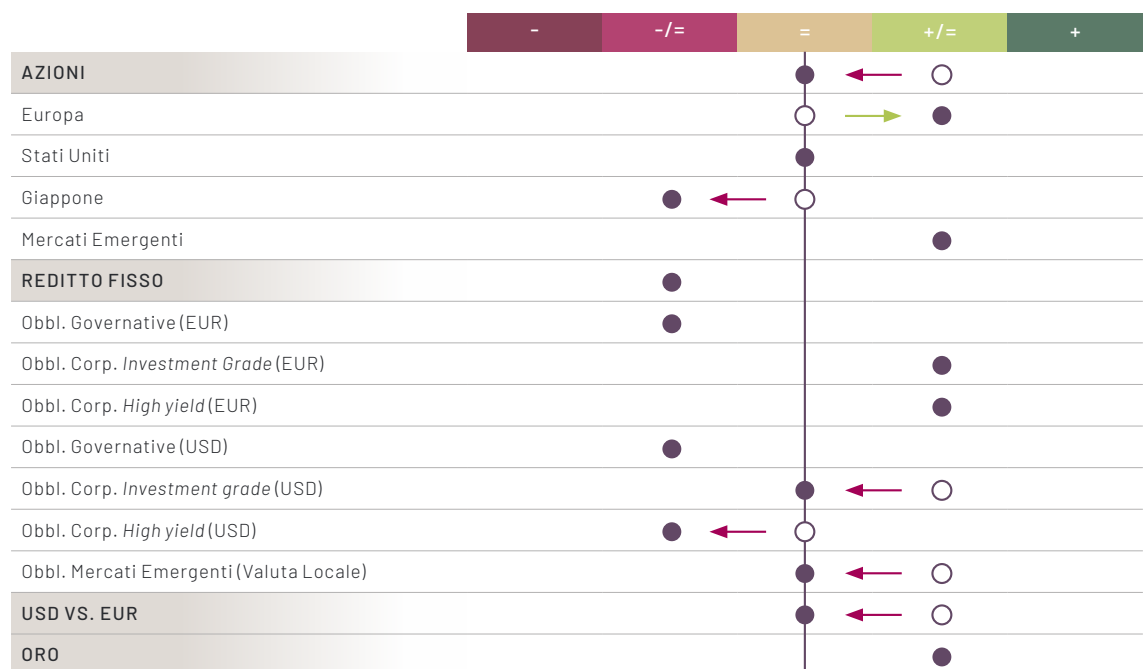
- Manteniamo un approccio prudente in materia di duration. A breve termine, riteniamo che il debito sovrano, in particolare il debito americano, non sia più un asset di diversificazione e copertura efficace. Questa prospettiva è alimentata dall'incertezza che circonda la traiettoria fiscale degli Stati Uniti, dai rischi inflazionistici e dagli effetti tecnici sfavorevoli sul mercato dei titoli di Stato americani. Di conseguenza, privilegiamo i titoli di Stato dell'Area Euro per i portafogli denominati in euro, avendo maggiore fiducia nella traiettoria di disinflazione di questa regione.
- Riduciamo la nostra convinzione sul credito americano, che potrebbe soffrire del deterioramento delle condizioni finanziarie. Manteniamo la nostra preferenza per il credito europeo, i cui fondamentali rimangono solidi. Questa classe di asset dovrebbe anche continuare a beneficiare di flussi supplementari a causa delle esigenze di reinvestimento degli investitori e di una potenziale riallocazione dei fondi monetari.
- Infine, sebbene i rendimenti dei debiti emergenti in valuta locale rimangano attraenti, il deterioramento del sentiment di mercato, la diminuzione dei prezzi delle materie prime e la volatilità delle valute emergenti ci portano ad adottare un atteggiamento maggiormente prudente.

### Mercati dei tassi

- Riduciamo la nostra convinzione sul dollaro americano rispetto all'euro. Il biglietto verde non svolge più il suo ruolo di asset decorrelante a causa del contesto attuale di sfiducia verso gli asset americani. A medio termine, adottiamo un atteggiamento neutrale nei confronti del dollaro, che rimane comunque la principale valuta di scambio per il commercio internazionale e che potrebbe ritrovare vigore se l'economia mondiale dovesse deteriorarsi significativamente.
- In questo contesto di incertezze, rimaniamo strategicamente positivi sull'oro, che continua a essere uno dei migliori asset di copertura contro i rischi politici e geopolitici e che beneficia della domanda delle banche centrali.

### CONVINZIONI CHIAVE

○ Marzo 2025      ● Aprile 2025



Fonte: Indosuez Wealth Management.



DATI AGGIORNATI AL 17.04.2025



TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	4,32%	8,80	-24,41
Francia 10A	3,24%	-24,10	4,50
Germania 10A	2,47%	-31,00	10,50
Spagna 10A	3,17%	-25,50	11,20
Svizzera 10A	0,40%	-32,70	7,60
Giappone 10A	1,31%	-19,80	22,60

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	38,17	1,44%	5,77%
Titoli di Stato in EUR	211,95	1,72%	1,31%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	230,94	-1,14%	-0,12%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	362,25	-1,54%	0,19%
Titoli di Stato USA	324,02	0,51%	2,70%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	44,31	-1,84%	-0,16%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,93	-2,57%	-0,80%
GBP/USD	1,33	2,28%	5,90%
USD/CHF	0,82	-6,92%	-9,55%
EUR/USD	1,14	4,67%	9,68%
USD/JPY	142,46	-4,24%	-9,47%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	29,65	9,85	12,30

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	5.282,70	-6,71%	-10,18%
FTSE 100 (Regno Unito)	8.275,66	-4,90%	1,26%
STOXX Europe 600	506,42	-8,42%	-0,24%
Topix	2.530,23	-9,50%	-9,15%
MSCI World	3.474,06	-5,94%	-6,31%
Shanghai SE Composite	3.772,22	-5,10%	-4,13%
MSCI Emerging Markets	1.067,07	-6,45%	-0,78%
MSCI Latam (America Latina)	2.047,78	-3,82%	10,54%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	214,83	-2,01%	5,22%
MSCI Asia Ex Japan	687,83	-7,30%	-2,31%
CAC 40 (Francia)	7.285,86	-9,99%	-1,29%
DAX (Germania)	21.205,86	-7,80%	6,51%
MIB (Italia)	35.980,43	-8,19%	5,25%
IBEX (Spagna)	12.918,00	-2,92%	11,41%
SMI (Svizzera)	11.660,96	-10,96%	0,52%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.028,00	-3,26%	-8,19%
Oro (USD/Oncia)	3.316,18	9,02%	26,36%
Greggio WTI (USD/Barile)	64,68	-5,24%	-9,82%
Argento (USD/Oncia)	32,47	-3,90%	11,04%
Rame (USD/Tm)	9.188,50	-7,53%	4,80%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	3,25	-18,36%	-10,68%

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

	GENNAIO 2025	FEBBRAIO 2025	MARZO 2025	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (17.04.2025)
MIGLIORI	5,92%	13,64%	14,92%	-2,01%	10,54%
	4,55%	8,76%	8,94%	-3,82%	5,22%
	4,02%	6,78%	7,38%	-4,90%	1,26%
	3,66%	6,60%	6,47%	-5,10%	-0,24%
	3,52%	5,71%	6,06%	-5,94%	-0,78%
	3,48%	5,37%	5,39%	-6,45%	-2,31%
	0,64%	4,92%	1,02%	-6,71%	-4,13%
	-0,27%	4,46%	0,40%	-7,30%	-6,31%
	-1,71%	0,13%	-0,39%	-8,42%	-9,15%
PEGGIORI	-3,50%	-0,63%	-3,72%	-9,50%	-10,18%

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](http://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](http://www.bde.es)) e della Commissione Nazionale del Mercato Azionario (Comision Nacional del Mercado de Valores, CNMV, [www.cnmv.es](http://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.º 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 17.04.2025.



