



# MONTHLY HOUSE VIEW

Giugno 2025

Dopo aver perso la AAA, Trump cerca di assicurarsi la BBB

• Sommario

01• Editoriale	P3
DOPO AVER PERSO LA AAA, TRUMP CERCA DI ASSICURARSI LA BBB	
02• Macroeconomia	P4
LA COMPLESSITÀ DELL'INFLAZIONE	
03• Reddito fisso	P6
IL PREZZO DI UN RATING AAA	
04• Azioni	P8
UN RALLY DALLE FONDAMENTA TRABALLANTI	
05• Cambi	P10
È L'ORA DELLE ALTERNATIVE	
06• Private Markets	P12
PRIVATE DEBT: LA RIVOLUZIONE DEL CREDITO DI CUI NESSUNO PARLA	
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



## DOPO AVER PERSO LA AAA, TRUMP CERCA DI ASSICURARSI LA BBB



Delphine  
DI PIZIO TIGER  
Global Head  
of Asset Management

Cari Lettori,

Gli investitori americani rimangono positivi sul loro mercato azionario e continuano a investirvi i loro risparmi. Ma fino a che punto? E fino a quando? La domanda rimane aperta, soprattutto considerando le crescenti aspettative delle famiglie riguardo alle misure fiscali promesse da Donald Trump. In attesa della potenziale attuazione dei tagli fiscali previsti dal "Big Beautiful Bill Act" (o "BBB"), i ritardi nei pagamenti delle carte di credito raggiungono livelli senza precedenti negli ultimi 20 anni, aumentando di quasi il 60% in volume negli ultimi tre anni per rappresentare il 20% del totale (cioè un default su cinque). Alcuni americani arrivano persino ad attingere ai loro risparmi pensionistici per coprire spese correnti come affitti o spese mediche.

La discussione su questo budget, che dovrebbe costare almeno 3.000 miliardi di dollari in 10 anni, avviene proprio mentre Moody's, l'ultima agenzia a dare un rating AAA al debito degli Stati Uniti, declassa questa valutazione. Evidenzia la traiettoria negativa del deficit, che, secondo le loro previsioni, dovrebbe continuare a peggiorare e raggiungere il 9% in 10 anni. Questo delicato contesto fiscale è reso ancora più difficile dalla crescente polarizzazione dell'economia americana, che aggiunge un ulteriore livello di complessità alle sfide finanziarie del paese.

In effetti, è sorprendente vedere quanto l'economia degli stati democratici, chiamata "economia blu", differisca da quella degli stati repubblicani, chiamata "economia rossa". È quasi come se fossero due paesi distinti. Oggi, gli stati blu hanno un'economia il cui PIL è equivalente a quello della Cina, cioè circa due terzi dell'economia americana. In confronto, l'economia rossa rappresenta circa un terzo del PIL degli Stati Uniti, cioè più di 10.000 miliardi di dollari. Tuttavia, il numero di milionari cresce più rapidamente nell'economia rossa, che ora conta quasi la metà degli americani con un reddito superiore a un milione di dollari. Inoltre, le aspettative sull'inflazione e sulla crescita variano enormemente tra queste due aree. Anche i beni consumati e le preferenze culinarie differiscono fortemente. Per quanto riguarda i portafogli azionari, quelli dei repubblicani hanno una performance nettamente migliore.

Mentre l'economia americana appare più divisa che mai, è cruciale trovare modi per finanziare il piano fiscale BBB. Il programma di riduzione dei costi e del personale del servizio pubblico, gestito dal "DOGE", non ha dato i risultati attesi. L'obiettivo iniziale era di ridurre le spese di 2.000 miliardi di dollari, ma finora sono stati risparmiati solo 160 miliardi.

L'altra fonte di finanziamento privilegiata dal governo passa attraverso l'introduzione di dazi doganali. L'amministrazione americana si è posta l'ambizioso obiettivo di firmare 90 accordi in 90 giorni. Ad oggi, sono stati conclusi solo due accordi principali: uno con la Gran Bretagna e l'altro con la Cina. Considerando che un tale progetto dovrebbe richiedere anni, è molto probabile che gli altri 88 accordi non saranno firmati entro la scadenza dell'8 luglio e che la danza diplomatica delle negoziazioni bilaterali su questo tema continuerà per tutta l'estate.

In questo contesto, i negoziati commerciali tra gli Stati Uniti e l'Europa saranno cruciali per l'evoluzione futura dell'inflazione. Abbiamo rivisto al ribasso le previsioni di crescita mondiale per l'anno prossimo, con una probabile convergenza delle crescite americana ed europea. L'inflazione dovrebbe rimanere elevata negli Stati Uniti, mentre dovrebbe normalizzarsi in Europa.

Nelle nostre gestioni, rimaniamo fortemente diversificati, con una preferenza per le azioni delle aree che beneficiano di una ripresa economica e una bassa esposizione alla duration americana nella parte obbligazionaria. Parallelamente, l'oro rimane il rifugio per eccellenza, mentre rimaniamo prudenti nei confronti del dollaro. Gli asset non quotati rimangono attraenti, e in questa edizione discuteremo l'interesse di detenere del *private debt*, in particolare tramite fondi semi-liquidi nelle allocazioni di portafoglio.

Vi auguro una piacevole lettura!



Bénédicte KUKLA  
Senior Investment Officer

Mentre negli Stati Uniti si osserva una stabilità apparente dei prezzi, temporaneamente sostenuta dai livelli di scorte, l'effetto degli imminenti aumenti tariffari dovrebbe manifestarsi a breve. In Europa, la situazione è inversa: una disinflazione importata dalla Cina potrebbe persistere, a meno che non vi sia una risposta commerciale coordinata con gli Stati Uniti. Lo scenario macroeconomico rimane ancora fortemente dipendente dal rischio politico.



+41%  
di importazioni  
americane nel  
PRIMO  
TRIMESTRE DEL  
2025

#### STATI UNITI: TREGUA SULL'ATTIVITÀ, INCERTEZZA SUI PREZZI

L'economia americana si è contratta a un ritmo annualizzato dello 0,3% nel primo trimestre del 2025, zavorrata da un balzo del 41,3% delle importazioni, con le imprese che anticipano l'entrata in vigore dei nuovi dazi doganali. Si prevede una ripresa parziale del PIL nel secondo trimestre (+1% annualizzato), man mano che i flussi commerciali si normalizzano. L'attenuazione del conflitto commerciale con la Cina - con i dazi sui beni cinesi ridotti dal 145% al 30% - ha rassicurato i mercati finanziari, portando le condizioni finanziarie a livelli più accomodanti.

L'inflazione (IPC: Indice dei prezzi al consumo) ha rallentato al 2,3% su base annua ad aprile, il livello più basso da febbraio 2021. Il calo dei prezzi dell'energia e degli alimenti, in particolare della benzina (-11,8%), ha frenato la media dei prezzi. I prezzi delle uova altamente simbolici sono scesi del 12,7% in un mese - un record dal 1984 - ma resta del 49% più alto rispetto ad aprile 2024. L'inflazione core è rimasta stabile al 2,8% su base annua. Per ora, gli alti livelli di scorte delle imprese hanno ammortizzato l'aumento dei prezzi al consumo, ma gli effetti dovrebbero materializzarsi nei dati di maggio/giugno. Le aspettative di inflazione a lungo termine delle famiglie, monitorate da vicino dalla Federal Reserve (Fed), aumentano leggermente ma restano ancorate intorno al 3% secondo l'indagine della Fed di New York. Resta da vedere se gli aumenti tariffari saranno assorbiti a monte: le imprese sono spinte dall'amministrazione Trump a non trasferirli sui consumatori. Il ruolo dominante del dollaro nella fatturazione internazionale contribuisce anche a limitare l'impatto potenzialmente inflazionistico del calo del dollaro.

Se i prezzi al consumo dovessero comunque aumentare in un contesto di politica fiscale espansionistica (con incentivi fiscali anticipati), il rischio di un ritorno dell'inflazione e di un numero più limitato di riduzioni dei tassi da parte della Fed aumenterebbe. I mercati stanno ora prevedendo solo due tagli dei tassi per la seconda metà del 2025, rispetto ai quattro previsti alla fine di aprile, nonostante un mercato del lavoro stabile ma immobile.

#### AREA EURO: DISINFLAZIONE CON RISCHI DI CRESCITA RITARDATA

La disinflazione avanza nell'Area Euro, sostenuta dal calo dei prezzi dell'energia e dal precedente inasprimento monetario. Il PIL è cresciuto dello 0,3% nel primo trimestre, probabilmente grazie alla ripresa della domanda interna dopo le incertezze politiche alla fine del 2024 e alla forte domanda americana per le esportazioni europee. La produzione industriale è aumentata del 3,6% a marzo su base annua (+50,2% in Irlanda grazie alle esportazioni farmaceutiche). Gli indicatori di fiducia, in particolare in Germania, sono rimasti ben orientati ad aprile, sostenuti dal miglioramento delle prospettive di reddito grazie a un nuovo accordo salariale nel settore pubblico. Tuttavia, una contrazione dell'attività rimane molto probabile nel terzo trimestre, più tardi di quanto inizialmente previsto, influenzando negativamente le previsioni di crescita per il 2026.



L'inflazione annuale è stata confermata al 2,2% ad aprile, appena sopra l'obiettivo del 2% della Banca Centrale Europea (BCE). L'energia ha contribuito negativamente (-0,35 punti), mentre i servizi sono stati il principale motore, in particolare a causa di un effetto calendario di Pasqua sui trasporti. La BCE ha già effettuato sette riduzioni dei tassi, e un'altra è attesa a giugno. Il prosieguo dipenderà dai dati del terzo trimestre e dagli sviluppi degli accordi con gli Stati Uniti. Diversi elementi sostengono una persistente pressione al ribasso sui prezzi: rafforzamento dell'euro, moderazione salariale, sovrapproduzione cinese. Le discussioni commerciali con gli Stati Uniti procedono lentamente, con probabilmente un periodo di negoziati prolungato. Bruxelles esita ad accettare i "guadagni rapidi" proposti da Washington. Mantenere il tasso tariffario medio al 10%, come previsto nel nostro scenario, sembra ottimistico: i dirigenti europei ritengono che questo livello non sarà sufficiente a evitare misure di ritorsione – potenzialmente inflazionistiche, anche se la forza dell'euro attenuerebbe parzialmente l'effetto.

#### CINA: MOTORE DI DISINFLAZIONE MONDIALE

La Cina rimane una fonte di disinflazione per l'economia mondiale: i prezzi alla produzione sono diminuiti del 2,7%, segnando il 31° mese consecutivo di calo. L'Indice dei Prezzi al Consumo (IPC) è sceso dello 0,1% ad aprile su base annua, per il terzo mese consecutivo. Nonostante una robusta crescita nel primo trimestre (+5,2%), trainata dall'industria e dalle esportazioni anticipate, il secondo trimestre dovrebbe segnare un rallentamento a causa dell'attuazione dei dazi doganali americani e di un effetto base.

Lo scenario peggiore dei dazi statunitensi sembra essere stato evitato e gli indicatori di sorpresa economica per la Cina sono di conseguenza aumentati. Di fronte al contesto geopolitico, Pechino ha intensificato il suo sostegno fiscale e diplomatico. Sul fronte fiscale, Pechino ha ampliato le sovvenzioni per l'acquisto di elettrodomestici e veicoli elettrici per stimolare i consumi. Dodici categorie sono ora idonee, comprese le lavastoviglie, le cuocerisole e i purificatori d'acqua. Queste misure mirano a rafforzare la domanda interna sostenendo al contempo gli obiettivi di produzione ed efficienza energetica. La Banca Popolare Cinese ha tagliato il coefficiente di riserva obbligatoria di 50 punti base (pb) quest'anno, con probabilmente un'ulteriore riduzione di 50 pb in arrivo.

L'impegno regionale della Cina è anch'esso in aumento. La visita del presidente Xi in Vietnam ad aprile ha portato a 49 nuovi accordi di cooperazione, in particolare nelle catene di approvvigionamento e nelle infrastrutture. Attraverso tali iniziative, la Cina consolida il proprio ruolo di forza stabilizzatrice in Asia.

TABELLA 1: PREVISIONI MACROECONOMICHE 2024 - 2026, %

● Previsioni al ribasso da maggio

● Previsioni al rialzo da maggio

	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%	0,8%	1,4%	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%	2,9%	-	-	-

Fonte: Indosuez Wealth Management.



## 03 • Reddito fisso

# IL PREZZO DI UN RATING AAA



Thomas GIQUEL  
Head of Fixed Income

Con la collaborazione  
del team del Reddito fisso

L'agenzia di *rating* Moody's ha declassato il *rating* AAA degli Stati Uniti venerdì 16 maggio. Già nel 2011, S&P aveva tolto al paese la massima qualità del credito (Tabella 2). Il cambio di amministrazione non ha ridotto il deficit di bilancio dello stato federale. Il gestore di *hedge fund* [Ray Dalio](#)<sup>2</sup> avverte da diversi anni sui rischi associati al debito americano.

L'epoca dei primi anni 2000, quando i mercati temevano che non ci fosse abbastanza debito americano a lungo termine, sembra ormai lontana. Gli avanzi di bilancio della fine degli anni '90 riducono significativamente lo stock del debito federale al punto che l'Ufficio del bilancio del Congresso (Congressional Budget Office) prevedeva che il debito pubblico potesse scomparire entro un decennio.

Oggi, il rapporto debito/PIL raggiunge il 121%, il deficit il 7% (fonte: Bloomberg). In aumento di alcuni punti base dopo l'annuncio, la curva dei tassi americana rimane sotto controllo. Il mercato prevede fino a quattro riduzioni dei tassi nei prossimi 18 mesi. Il tasso a 2 anni rimane ancorato a queste aspettative. Tuttavia, i tassi a lungo termine (10 anni e oltre) dovrebbero continuare la loro salita progressiva. Riflettono anche una forma di sfiducia, o premio per il rischio, da parte degli investitori stranieri. La differenza tra il tasso a 30 anni e quello a 2 anni dovrebbe continuare a crescere (grafico 1, pagina 7).

Tuttavia, i cambiamenti normativi in corso libereranno le banche dai vincoli prudenziali instaurati dalla crisi del 2008, in particolare la loro capacità di detenere il debito emesso dal governo federale. Parallelamente, la Federal Reserve (Fed) sta avviando una revisione del suo quadro di intervento per incorporare i cambiamenti macroeconomici avvenuti dall'ultima revisione del 2019-2020. In particolare, la banca centrale potrebbe tollerare un'inflazione leggermente superiore al 2% per un certo periodo di tempo.

Nell'Area Euro, la Banca Centrale Europea (BCE) continua il suo ciclo di allentamento monetario, al ritmo di 25 pb per riunione. Il tasso terminale previsto dal mercato è ora inferiore all'1,75%. Senza una dinamica molto chiara, i tassi a lungo termine dovrebbero rimanere in un corridoio inferiore al 3% sul decennale tedesco.



Il rapporto debito/  
PIL raggiunge il  
**121%**,  
il deficit il  
**7%**

TABELLA 2: RATING DEL DEBITO AMERICANO, PER AGENZIA

Agenzia di rating	Da quando	Previsione	Rating
S&P	Marzo 2024	Stabile	AA+
Fitch	Agosto 2024	Stabile	AA+
Moody's	Maggio 2025	Stabile	Aa1

Fonti: Fitch, Moody's, S&P, Indosuez Wealth Management.

2 - "Bridgewater founder Ray Dalio warns of danger of US debt to Treasury market":  
<https://www.ft.com/content/d54e5886-7f9a-49c4-a915-61ca506e4514>

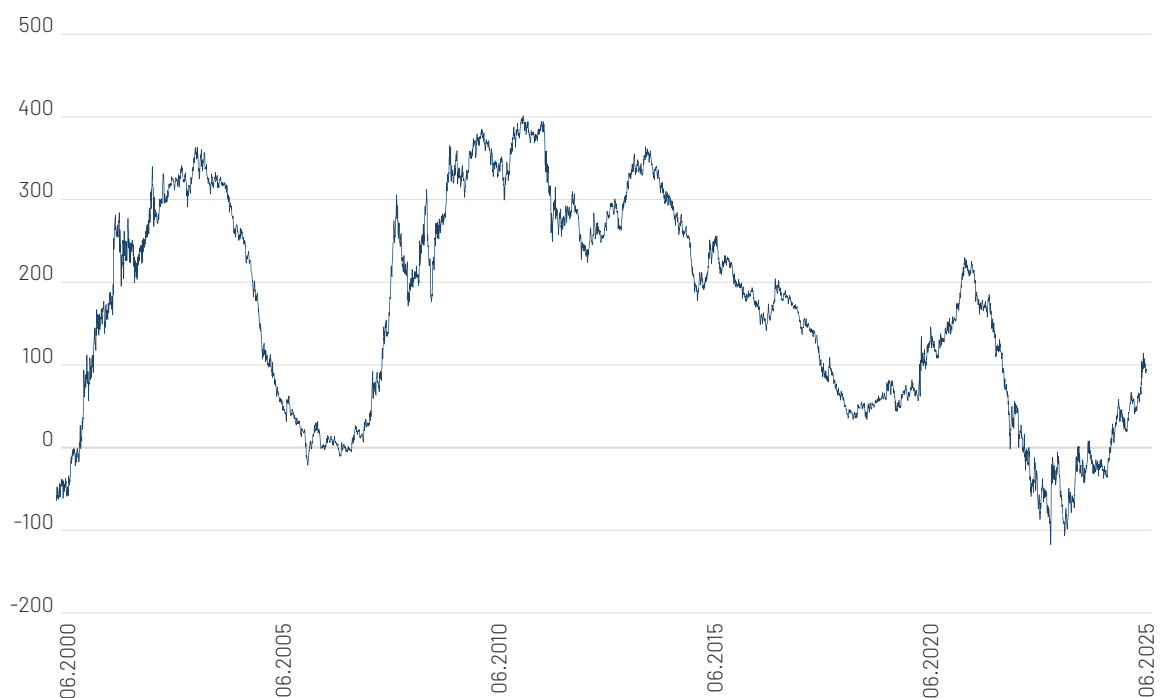


## MERCATI DEL CREDITO

A seguito di una stagione di pubblicazioni di risultati operativi senza sorprese, i fondamentali rimangono di buona qualità sui mercati del credito dei paesi sviluppati. L'episodio di volatilità del mese di aprile è ormai un lontano ricordo. Gli emittenti stanno approfittando del tempo a disposizione durante i negoziati tariffari per rifinanziare il proprio debito. Gli emittenti americani stanno beneficiando di condizioni di finanziamento più attraenti in Europa per finanziarsi in euro. Dopo la copertura del rischio di cambio in dollari, ottengono alcuni punti base a loro favore. Al contrario, le banche europee alla ricerca di finanziamenti in dollari emettono su varie scadenze in questa valuta, in condizioni che permettono loro di assicurare la liquidità a medio termine. Sul segmento AT1 in euro, le banche spagnole devono colmare un deficit regolamentare. Per l'intera area, rimangono circa 20 miliardi di euro da finanziare su un totale di 40 miliardi di euro (51 miliardi di euro nel 2024). Le condizioni di mercato attuali sono favorevoli per gli emittenti.

Nei mercati emergenti, le valute locali hanno beneficiato del calo del dollaro (circa 2-2,5%). Il *carry*, vicino al 9%, è particolarmente attraente per questa classe di attivi. Gli *spread* in valuta locale (585 pb) compensano gli investitori per la volatilità delle valute. L'America Latina beneficia di un deficit commerciale con gli Stati Uniti, con l'eccezione significativa del Messico. Pertanto, il subcontinente è relativamente immune all'aumento dei dazi doganali. Nell'Europa centrale, la Polonia e l'Ungheria dovrebbero riprendere il ciclo di riduzione dei tassi nel secondo semestre. Nei paesi del Golfo, la persistenza del prezzo del barile sotto i 70 dollari inizia a generare esigenze di finanziamento. Infine, l'Asia genera il surplus commerciale più significativo nei confronti degli Stati Uniti. Lo yuan cinese si mantiene su livelli bassi rispetto al dollaro o a un paniere di valute internazionali (yen, euro).

GRAFICO 1: DIFFERENZA DI RENDIMENTO TRA 30 ANNI E 2 ANNI NEGLI STATI UNITI, PB



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Nicolas GAZIN  
Global Head of Equity Solutions



Laura CORRIERAS  
Equity Portfolio Manager

I mercati azionari mondiali mostrano tutti un rimbalzo eccezionale nell'ultimo mese, come dimostra il DAX in aumento del 23% dal punto più basso all'inizio di aprile. Il cambio di rotta nella politica tariffaria di Donald Trump, unita alla de-escalation con la Cina, ha rassicurato i mercati. Una certa normalizzazione del sentiment, dopo una fase di stress estremo, il ritorno degli investitori privati e il *short covering*<sup>3</sup> spiegano anche questo aumento fulminante degli indici azionari. Tuttavia, la tendenza di fondo rimane fragile a causa della natura "provvisoria" delle tregue sui dazi doganali e dei dati macroeconomici in decelerazione.

### EUROPA

L'area conserva un'attrattiva relativa grazie a valutazioni storicamente basse e a un posizionamento degli investitori ancora debole. La de-escalation tariffaria sino-americana ha temporaneamente riorientato i flussi verso gli Stati Uniti, ma potrebbe offrire all'Europa una finestra di opportunità se le tensioni commerciali si attenuassero in modo più duraturo. Inoltre, il differenziale di politica monetaria tra la Banca Centrale Europea (BCE) e la Federal Reserve (Fed), unito alle misure di stimolo fiscale in Germania e nell'intera Unione Europea, crea un ambiente più favorevole nel lungo periodo.

Una potenziale riduzione duratura dei prezzi dell'energia, legata ad una distensione geopolitica (Iran/Stati Uniti o Ucraina/Russia), potrebbe anche offrire un sostegno indiretto al consumo e alle prospettive di inflazione.

Tuttavia, la crescita economica e le prospettive degli utili attese rimangono relativamente deboli (grafico 2, pagina 9). La stagione di pubblicazione dei risultati delle imprese del primo trimestre 2025 è stata piuttosto mista, con una contrazione degli utili per azione (EPS) del 2% su base annua.

In sintesi, il *momentum* economico rimane debole, ma la dinamica relativa migliora e la BCE è di supporto.

### STATI UNITI

Il rimbalzo del mercato americano è stato fulminante, come dimostra l'S&P 500 in aumento di quasi il 23% dai punti più bassi dell'8 aprile scorso. L'indice di riferimento della borsa americana è persino tornato ai livelli precedenti il famoso "*Liberation Day*" (in italiano: Giorno della Liberazione) che ha visto una serie di annunci di nuove tariffe doganali. Tuttavia, l'incertezza politica e macroeconomica rimane elevata, in particolare per quanto riguarda le conseguenze delle "*Trumponomics*" (commercio, fiscalità, immigrazione). Inoltre, la Fed si trova in una situazione difficile, con un'inflazione persistente ed una crescita economica minacciata dalle tensioni commerciali.

Da un punto di vista microeconomico, la stagione delle pubblicazioni è stata mista. Sebbene la crescita degli utili sia stata del +12% su base annua (ovvero il doppio delle aspettative), i manager hanno mostrato prudenza nelle loro prospettive, menzionando l'incertezza legata al contesto attuale.

Tuttavia, un certo numero di grandi aziende continua a mostrare bilanci solidi, a giudicare dal livello record dei programmi di riacquisto di azioni.

Dopo la recente crescita, i livelli di valutazione sono tornati ai massimi di inizio dell'anno.



Aumento del  
**+12%**  
DEGLI UTILI  
delle imprese  
americane nel  
primo trimestre

3 - In italiano: Copertura di posizioni corte.





## ASIA

Il calo del dollaro sostiene parzialmente i mercati emergenti, sebbene la prudenza rimanga. In Cina, nonostante un recente miglioramento dei dati macroeconomici, le previsioni dei risultati sono nuovamente riviste al ribasso. La de-escalation commerciale con gli Stati Uniti potrebbe ridurre i rischi sistemici, ma il sentiment rimane fragile. La tregua è per ora di soli 90 giorni. Tuttavia, la Cina sembra oggi meglio preparata a una guerra commerciale prolungata con gli Stati Uniti. La significativa riduzione delle esportazioni verso il mercato americano, unitamente alla diversificazione dei suoi partner commerciali all'interno della zona asiatica, permette al paese di affrontare Trump. Inoltre, queste nuove tensioni commerciali potrebbero anche accelerare la transizione della Cina verso motori più domestici (consumo interno, produzione locale di alta tecnologia, innovazione).

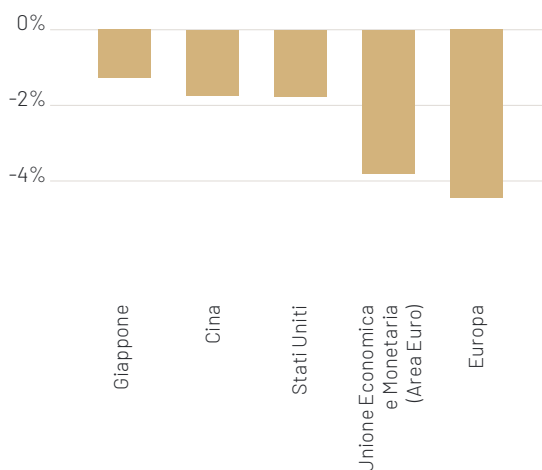
Al di fuori della Cina, le prospettive sono più disparate. Il Giappone rimane influenzato dal livello delle esportazioni e da una valuta più forte a seguito di un cambiamento di tono della Banca del Giappone.

## STILI DI INVESTIMENTO

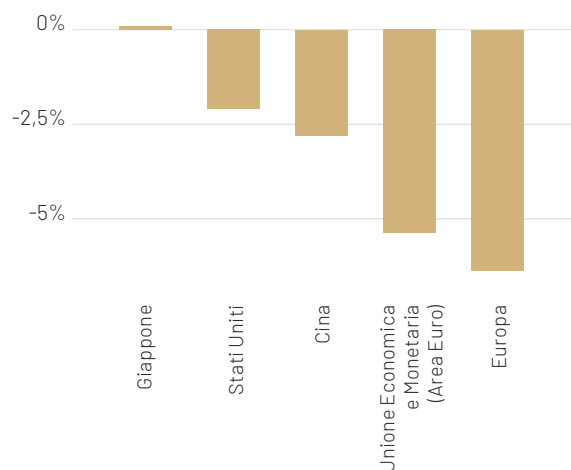
Il mese scorso ha visto un marcato ritorno dei titoli *Growth*, in particolare nella tecnologia americana, grazie a una serie di risultati solidi e al massiccio supporto dei programmi di riacquisto di azioni. Tuttavia, i settori ciclici europei continuano la loro ripresa, in linea con la prevista normalizzazione monetaria e il potenziale di stimolo fiscale. La dispersione delle performance rimane significativa, così come quella delle valutazioni tra stili (*Growth* contro *Value*). Negli Stati Uniti, i titoli difensivi di qualità appaiono come una buona alternativa di fronte alle persistenti incertezze in un ambiente caratterizzato da una volatilità globalmente più elevata. In Europa, lo stile *Value* rimane una scelta privilegiata in considerazione della valutazione relativa del segmento, sempre molto attraente.

GRAFICO 2: REVISIONI DEGLI UTILI DELLE IMPRESE PER AREA GEOGRAFICA SU 1 MESE E 3 MESI, %

### Revisioni degli utili a 1 mese



### Revisioni degli utili a 3 mesi



Fonti: DPAM, FactSet, Indosuez Wealth Management.



Lucas MERIC  
Investment Strategist

L'allentamento delle tensioni commerciali offre un po' di respiro al dollaro dopo diverse settimane di caduta libera. Tuttavia, sebbene a breve termine i rischi sembrano equilibrati, a lungo termine l'attenzione degli investitori rimane focalizzata sulle debolezze strutturali del biglietto verde (valutazione elevata, desiderio di svalutazione dell'amministrazione americana, dedollarizzazione). Ciò ci invita a mantenere una visione negativa sul dollaro, in particolare rispetto all'euro e all'oro.

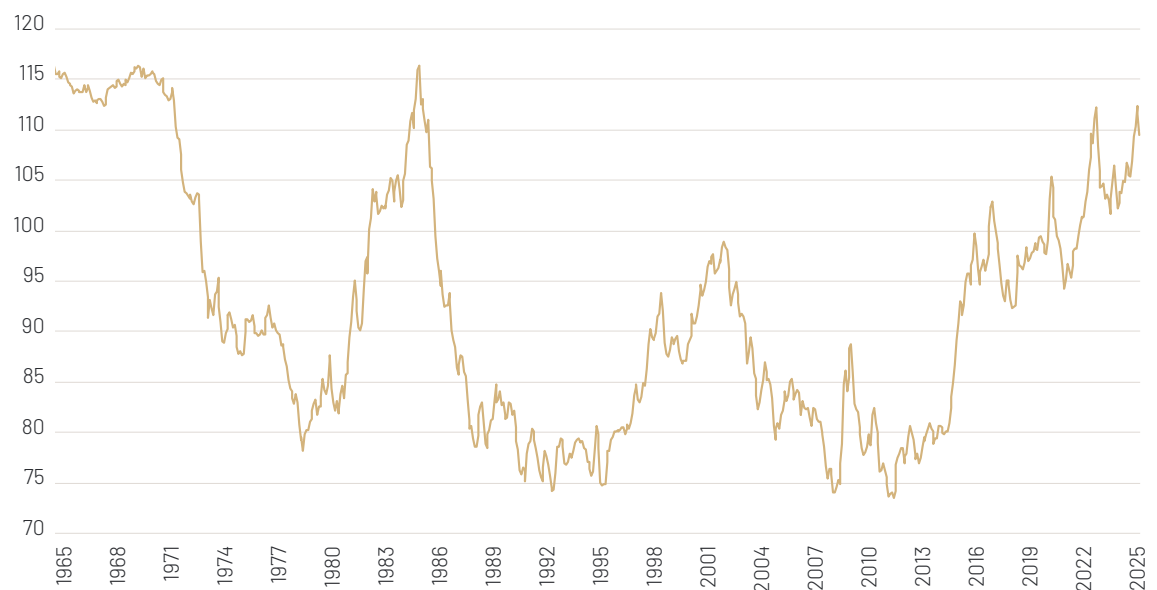
### USD: UNA TREGUA MA SENZA CONVINZIONE

Queste ultime settimane hanno visto una stabilizzazione del dollaro dopo il picco di pessimismo raggiunto ad aprile, conseguenza della guerra commerciale aggressiva e isolazionista avviata dall'amministrazione americana. Le preoccupazioni riguardo all'indipendenza della Federal Reserve (Fed) a seguito delle minacce di Donald Trump di licenziare Jerome Powell, nonché l'idea emergente di un accordo di "Mar-a-Lago" che vedrebbe il governo americano negoziare una svalutazione del dollaro con i suoi principali partner commerciali, hanno anch'esse giocato un ruolo. Questa combinazione esplosiva ha portato a una certa fuga degli investitori dai mercati in dollari, portando il biglietto verde al suo livello più basso dall'inizio del 2022.

Questa stabilizzazione è stata favorita principalmente dall'allentamento delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina a maggio, che ha giustificato agli occhi degli investitori un miglioramento delle prospettive di crescita degli Stati Uniti, attenuando al contempo la visione conflittuale che i mercati avevano sulla politica economica americana.

Inoltre, questa tregua ha dato luogo a un flusso di notizie più positive per la crescita americana, con un progetto di bilancio per il 2026 che prevede maggiori stimoli fiscali e annunci di investimenti negli Stati Uniti, sia da parte delle imprese americane che dei paesi stranieri.

GRAFICO 3: TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO REALE (STATI UNITI)



Fonti: FRED, Indosuez Wealth Management.



Questi annunci hanno portato a una riduzione del sentimento di rischio globale e hanno pesato leggermente sulle valute rifugio come il franco svizzero o lo yen, che avevano beneficiato delle tensioni commerciali di aprile e potrebbero continuare a deprezzarsi rispetto al dollaro se gli accordi commerciali continuassero a essere stipulati con gli Stati Uniti e le principali economie mondiali colpite dagli aumenti tariffari. In particolare, un accordo commerciale con il Giappone potrebbe pesare sullo yen, mentre il franco svizzero potrebbe rimanere penalizzato dalla politica dei tassi bassi, che lo rende il candidato designato per il finanziamento delle operazioni di *carry trade*.

Tuttavia, manteniamo una visione piuttosto neutrale sul dollaro rispetto al franco svizzero e allo yen, poiché il dollaro rimane storicamente sopravvalutato (grafico 3, pagina 10) e gli investitori hanno iniziato ad adottare una visione strutturalmente più ribassista su di esso in un contesto di diversificazione delle esposizioni in dollari degli operatori finanziari.

Certamente, l'aumento delle emissioni di obbligazioni statali tedesche, conseguenza dei piani infrastrutturali e di difesa annunciati a marzo, dovrebbe dare maggiore profondità al mercato dell'euro. Tuttavia, la dimensione di questo mercato rimarrebbe comunque molto inferiore al suo equivalente americano (grafico 4), mentre la frammentazione del mercato obbligazionario europeo, con in particolare l'assenza di un finanziamento comune, rappresenta per il momento un freno al processo di internazionalizzazione dell'euro.

Detto questo, la posizione dell'euro come alternativa più credibile al dollaro potrebbe continuare a sostenere la moneta unica, oltre al miglioramento delle prospettive di crescita grazie ai piani di difesa e infrastruttura, ma anche al movimento di riposizionamento degli investitori sugli attivi in euro. Inoltre, un eventuale cessate il fuoco in Ucraina rappresenterebbe un ulteriore supporto per la valuta. In questo contesto, mostriamo una preferenza per l'euro, per il quale anticipiamo una fascia di 1,1 - 1,15, mentre continuiamo ad apprezzare l'oro. Il posizionamento sull'oro può infatti sembrare elevato, tuttavia, le correzioni sul metallo giallo, come quella osservata a seguito dell'allentamento delle tensioni tra Stati Uniti e Cina a maggio, ci appaiono sempre come opportunità per posizionarsi sull'oro, che dovrebbe rimanere sostenuto dagli acquisti delle banche centrali, dal proseguimento del ciclo di riduzione dei tassi della Fed e dal rischio geopolitico latente in molteplici aree geografiche.

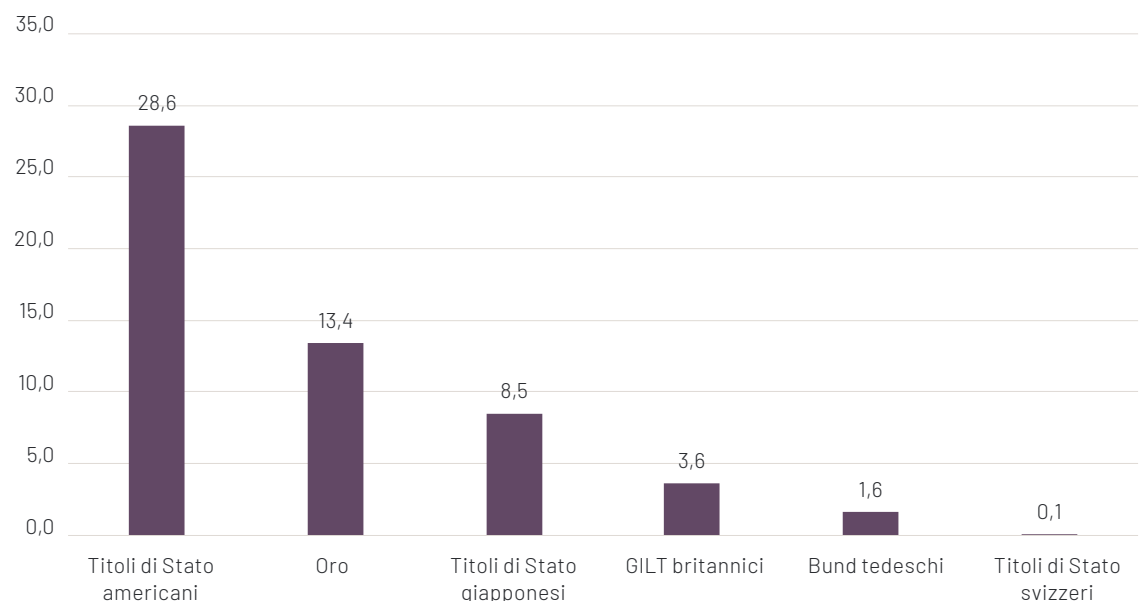


La  
**DIVERSIFI-  
CAZIONE**  
delle esposizioni al  
**DOLLARO**  
guadagna terreno

#### PREFERENZA PER L'EURO E L'ORO

Questo movimento di diversificazione dal dollaro appare sempre più come un supporto a lungo termine per l'euro, che si posiziona, se ce ne fosse bisogno, come l'alternativa più credibile al dollaro, anche se ancora incompleta.

GRAFICO 4: DIMENSIONE DEL MERCATO PER ASSET RIFUGIO (MIGLIAIA DI MILIARDI DI DOLLARI)



Fonti: Financial Times, Indosuez Wealth Management.



## PRIVATE DEBT: LA RIVOLUZIONE DEL CREDITO DI CUI NESSUNO PARLA



Matthieu ROUMAGNAC  
Private Markets - Head of Real Assets Investments

Negli ultimi anni, il *private debt* ha registrato una crescita continua sui mercati mondiali. Tuttavia, nonostante il suo percorso impressionante, è rimasto in gran parte sconosciuto agli investitori privati. Cosa distingue il *private debt* dai prestiti tradizionali e perché gli investitori dovrebbero iniziare a prestare attenzione a questa classe di attivi emergente?



UN'ALTERNATIVA  
ATTRAENTE  
alle obbligazioni  
quotate

Il *private debt* si riferisce ai prestiti concessi alle imprese da attori non bancari, come fondi privati. Sebbene possa offrire rendimenti più elevati rispetto alle obbligazioni quotate, è generalmente stato più difficile per gli investitori non istituzionali accedere a queste strategie di debito specializzate. Tuttavia, il mercato si è aperto significativamente negli ultimi anni: la classe di attivi ha continuato a crescere, nuovi veicoli di investimento sono stati creati, e il *private debt* è diventato una fonte di finanziamento essenziale per un'ampia gamma di imprese.

### IL NUOVO VOLTO DEL CREDITO

Prima della crisi finanziaria mondiale del 2008, le banche rappresentavano la principale fonte di prestiti alle imprese, in particolare per le piccole e medie imprese. Offrivano una vasta gamma di prestiti, talvolta con criteri di credito relativamente flessibili. Questo ambiente era sostenuto da un quadro normativo che permetteva un effetto leva più elevato e requisiti di capitale meno rigorosi, consentendo così alle banche di concedere crediti con maggiore facilità.

Dopo il 2008, le banche hanno dovuto affrontare regole più severe, che hanno influenzato significativamente la loro capacità di prestare. I regolatori hanno introdotto misure che obbligano gli istituti bancari a mantenere livelli di capitale più elevati per proteggersi dalle perdite. Hanno anche imposto limiti di indebitamento, restringendo la capacità delle banche di prestare oltre certi livelli. Questi controlli hanno reso il prestito alle piccole e medie imprese meno attraente per le istituzioni bancarie.

Man mano che le banche si sono ritirate dal concedere prestiti, i fondi di *private debt* sono intervenuti per colmare il vuoto. All'inizio del 2010, mentre i fondi di Private Equity acceleravano la loro espansione e raccoglievano capitali a un ritmo più rapido, avevano bisogno di finanziamenti flessibili per realizzare acquisizioni, ristrutturare aziende o sostenere la crescita. Con le banche fortemente vincolate dalle restrizioni post-crisi, la flessibilità del *private debt* si è rivelata particolarmente attraente, seducendo molte imprese. Alla fine del 2024, i gestori di Private Equity in Nord America disponevano di più di 630 miliardi di dollari di liquidità pronte per essere investite. Supponendo che prendano in prestito circa il 55% del valore di ogni transazione, ciò potrebbe portare a più di 770 miliardi di dollari di nuovi prestiti. La maggior parte di questi prestiti dovrebbe assumere la forma di debiti privati senior.

Nell'ultimo decennio, il credito privato è diventato una fonte naturale di finanziamento per le imprese di tutte le dimensioni. I risultati parlano da soli: dal 2007, gli importi globali del *private debt* sono aumentati a un tasso medio del 30% all'anno, raggiungendo 850 miliardi di dollari nel 2024.

### PRIVATE DEBT E FLESSIBILITÀ

Un'innovazione importante che rende il *private debt* accessibile agli investitori privati è il formato dei fondi semi-liquidi. Gli investimenti tradizionali nei mercati privati spesso richiedono impegni minimi elevati, calendari di investimento complessi e immobilizzano il capitale per diversi anni.



---

20%  
dell'allocazione ai  
MERCATI  
PRIVATI  
in *private debt*,  
ovvero il  
4% - 5%  
del portafoglio  
globale

---

I fondi semi-liquidi semplificano notevolmente il processo di investimento. Richiedono un impegno iniziale più basso e prevedono un pagamento unico anticipato, eliminando la necessità di molteplici contributi di capitale. Inoltre, gli investitori possono riscattare i loro investimenti periodicamente, su base trimestrale o annuale, offrendo una maggiore flessibilità e liquidità rispetto ai fondi privati tradizionali.

Il *private debt* come classe di attivi si adatta particolarmente bene alla struttura semi-liquida poiché i prestiti offrono flussi di cassa relativamente prevedibili provenienti dai pagamenti di interessi regolari. Le valutazioni dei prestiti tendono anche a essere meno volatili rispetto ad altre classi di attivi. Inoltre, i prestiti sono distribuiti tra molte aziende e settori di attività, riducendo il rischio e stabilizzando i rendimenti. Infine, la periodicità trimestrale degli interessi di credito permette una distribuzione regolare di liquidità agli investitori. Questa aggiunge uno strato di protezione extra, rafforzando così i fondi semi-liquidi di debito privato come una strategia versatile attraverso i cicli economici.

#### ALLOCAZIONE: TROVARE IL GIUSTO EQUILIBRIO

Gli investitori ben diversificati tendono a distribuire i loro investimenti tra i mercati quotati (azioni, obbligazioni) e i mercati privati (Private Equity, *private debt*, asset reali), con generalmente il 75% - 80% destinato ai mercati quotati e il 20% - 25% allocato ai mercati privati.

Nella parte di un portafoglio investita nei private market, è generalmente consigliato allocare circa il 20% al *private debt*, il che significa che il *private debt* costituirebbe circa il 4% - 5% del portafoglio globale.

Anche se costituisce una porzione relativamente ridotta di un portafoglio, il *private debt* si distingue per la sua resilienza storica attraverso i cicli economici. I prestiti generalmente presentano una volatilità inferiore rispetto alle obbligazioni quotate, in particolare le obbligazioni ad alto rendimento (*high yield*), che possono fluttuare considerevolmente in valore. Per gli investitori che cercano un'esposizione al credito, il *private debt* offre un rapporto rischio-rendimento complessivamente più attraente rispetto alle obbligazioni quotate.

Un'altra caratteristica interessante del *private debt* è l'esistenza delle quote di distribuzione. I fondi semi-liquidi di *private debt* offrono la maggior parte delle volte questo tipo di quote, che versano redditi regolari, generalmente su base trimestrale, invece di reinvestirli. In una struttura semi-liquida, le quote di distribuzione offrono agli investitori flussi di cassa più accessibili e prevedibili senza immobilizzare il loro capitale per anni.

Il *private debt* non è più riservato solo agli investitori istituzionali. Grazie ai numerosi vantaggi dei fondi semi-liquidi, gli investitori privati possono ora accedere a questo attivo stabile generatore di reddito con una maggiore flessibilità. Anche una piccola allocazione ha il potenziale di migliorare la tenuta complessiva di un portafoglio.



Grégory STEINER  
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE  
Portfolio Manager

## SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** manteniamo le nostre previsioni di crescita negli Stati Uniti all'1,5% per il 2025 e all'1,6% per il 2026. I dati macroeconomici si dimostrano relativamente resilienti, ma l'incertezza riguardo alla politica commerciale continua a pesare sul sentiment generale e riduce la visibilità economica. Nell'Area Euro, aggiustiamo le nostre ipotesi allo 0,8% per il 2025 e all'1,4% per il 2026, con una dinamica di ripresa ciclica che si è mostrata robusta nel primo trimestre. Infine, puntiamo a una crescita del 4,5% in Cina: il riequilibrio verso il consumo interno è in corso e le misure di sostegno delle autorità mirano a sostenere la domanda.
- **Inflazione:** le nostre stime sull'inflazione negli Stati Uniti e nell'Area Euro rimangono invariate. Sebbene l'inflazione indotta dai dazi doganali rimanga una delle preoccupazioni principali, le aspettative rimangono per il momento ben salde e i recenti dati sull'inflazione americana hanno sorpreso al ribasso. In Europa, il processo di disinflazione continua sotto l'effetto combinato dell'apprezzamento dell'euro e della diminuzione dei prezzi dell'energia. Al contrario, le dinamiche salariali in atto meritano di essere monitorate da vicino.
- **Banche centrali:** la Federal Reserve (Fed) dovrebbe mantenere il suo approccio prudente nei prossimi mesi a causa dei rischi inflazionistici indotti dai dazi doganali. Tuttavia, dato il rallentamento progressivo dell'attività economica, prevediamo sempre due riduzioni dei tassi entro la fine dell'anno. Nell'Area Euro, la Banca Centrale Europea (BCE) dovrebbe anche procedere con due ulteriori riduzioni dei tassi nel 2025, con un tasso di deposito previsto all'1,75% entro la fine dell'anno.
- **Risultati aziendali:** nonostante una stagione di risultati relativamente buona, la mancanza di visibilità sull'impatto dei dazi doganali e sulle previsioni degli utili dovrebbe portare gli analisti a essere più cauti.

- **Ambiente di rischio:** l'allentamento delle tensioni commerciali ha permesso di ridurre la volatilità, ma i rischi economici e finanziari rimangono importanti. Ci sembra opportuno implementare coperture a buon mercato nelle strategie più flessibili, tanto più che gli asset rifugio tradizionali, come il dollaro e il debito sovrano americano, hanno perso il loro status di copertura a breve termine.

## CONVINZIONI DI ALLOCAZIONE

### Azioni

- Abbiamo osservato un rapido rimbalzo dei mercati azionari nelle ultime settimane, con i livelli pre-annuncio delle tariffe doganali reciproche di Donald Trump che sono stati recuperati. Questa rapida ripresa, dovuta a una fase di de-escalation sul fronte della politica commerciale tra Cina e Stati Uniti, potrebbe mantenere un certo slancio nel brevissimo termine: i riacquisti di azioni da parte delle aziende americane sono consistenti, gli investitori privati americani rimangono compratori e il posizionamento degli investitori istituzionali rimane leggero.
- Tuttavia, diversi argomenti invitano alla prudenza tattica sulle azioni, in particolare sui mercati americani. Alcuni indicatori anticipatori indicano un rallentamento dell'attività economica mentre la questione dell'impatto dei dazi doganali sui consumatori americani rimane aperta. Inoltre, i margini di manovra della Fed sono limitati in un contesto di tassi d'interesse a lungo termine tornati su livelli elevati. Infine, le revisioni degli utili non costituiscono più un motore di supporto a breve termine per i mercati azionari. In questo contesto, beneficiamo del rimbalzo per alleggerire le nostre esposizioni ai titoli americani, sui quali siamo ora leggermente sottopesati rispetto ai nostri indici di riferimento.



ALLEGGERI-  
MENTO  
tattico delle  
AZIONI  
americane e del  
DOLLARO



- Se le nostre allocazioni integrano un elevato livello di diversificazione geografica, manteniamo una preferenza per le azioni europee, che beneficino dell'attuazione dei piani annunciati (difesa e infrastrutture) nonché delle riduzioni dei tassi della BCE, oltre a presentare livelli di valutazione più attraenti. I mercati emergenti, in particolare quelli asiatici, rimangono sovrappesati all'interno delle nostre allocazioni. Le prospettive economiche cinesi migliorano con una stabilizzazione delle aspettative di crescita e la priorità data dal governo al consumo.

### Reddito

- La volatilità dei tassi d'interesse sui debiti sovrani rimane relativamente elevata, in particolare sulle scadenze lunghe. Le traiettorie fiscali dei paesi sviluppati suscitano preoccupazioni importanti, in particolare negli Stati Uniti, dove la politica fiscale e le discussioni sul bilancio rappresentano un rischio a breve termine per questa classe di attivi. Stimiamo quindi che il debito americano non costituisca più un attivo di diversificazione e di copertura efficace.
- Privilegiamo i titoli di stato dell'Area Euro, avendo maggiore fiducia nella traiettoria di disinflazione di questa regione, con una preferenza per le scadenze più brevi, più sensibili alle riduzioni dei tassi ufficiali.

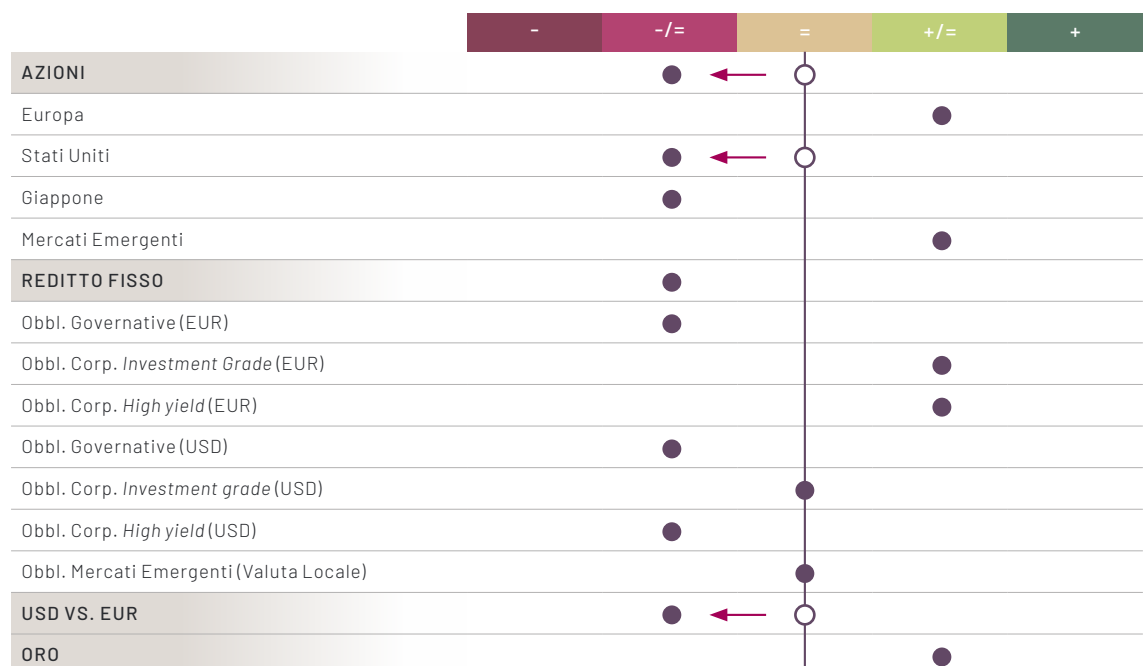
- Rimaniamo prudenti sul credito americano ma costruttivi sul debito aziendale di qualità nell'Area Euro. Questa classe di attivi presenta un rendimento aggiustato per il rischio attraente, in particolare in considerazione della solidità finanziaria delle società sottostanti. Dovrebbe anche continuare a beneficiare di flussi aggiuntivi a causa delle necessità di reinvestimento degli investitori e di una potenziale riallocazione dei fondi monetari.

### Mercati dei tassi

- Dopo un picco di pessimismo ad aprile, il dollaro si è stabilizzato rispetto alle valute mondiali, grazie all'allentamento delle tensioni commerciali e all'attenuazione del rischio di recessione negli Stati Uniti. Persistono preoccupazioni a causa di un contesto globale di diversificazione delle riserve valutarie, dell'idea emergente di un accordo di "Mar-a-Lago" e del fatto che il dollaro sembra aver perso il suo status di valore rifugio a breve termine. Manteniamo una visione prudente nei confronti del biglietto verde.
- Nonostante il posizionamento sull'oro possa sembrare elevato, i periodi di correzione, come quello osservato dopo l'allentamento delle tensioni tra Stati Uniti e Cina a maggio, sono considerati da noi come opportunità di investimento.

## CONVINZIONI CHIAVE - VISIONE TATTICA

○ Aprile 2025      ● Maggio 2025



Fonte: Indosuez Wealth Management.



DATI AGGIORNATI AL 22 MAGGIO 2025

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	4,53%	21,38	-4,03
Francia 10A	3,32%	15,50	12,60
Germania 10A	2,64%	19,60	27,80
Spagna 10A	3,26%	16,70	20,00
Svizzera 10A	0,40%	-3,60	7,20
Giappone 10A	1,56%	24,80	47,90

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	38,89	1,04%	7,76%
Titoli di Stato in EUR	211,57	-0,45%	1,13%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	235,09	1,03%	1,68%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	370,14	1,25%	2,37%
Titoli di Stato USA	323,15	-0,36%	2,43%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	44,65	0,09%	0,61%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9352	-0,71%	-0,52%
GBP/USD	1,3419	0,58%	7,21%
USD/CHF	0,8290	0,24%	-8,64%
EUR/USD	1,1281	-0,96%	8,95%
USD/JPY	144,01	0,97%	-8,39%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	20,28	-6,19	2,93

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	5.842,01	6,51%	-0,67%
FTSE 100 (Regno Unito)	8.739,26	3,95%	6,93%
STOXX Europe 600	550,27	6,10%	8,40%
Topix	2.717,09	4,80%	-2,44%
MSCI World	3.818,90	6,19%	3,00%
Shanghai SE Composite	3.913,87	3,42%	-0,53%
MSCI Emerging Markets	1.165,38	6,62%	8,36%
MSCI Latam (America Latina)	2.245,20	2,66%	21,19%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	223,40	1,62%	9,42%
MSCI Asia Ex Japan	758,05	7,91%	7,66%
CAC 40 (Francia)	7.864,44	4,82%	6,55%
DAX (Germania)	23.999,17	8,77%	20,54%
MIB (Italia)	40.256,59	9,37%	17,76%
IBEX (Spagna)	14.272,50	8,29%	23,09%
SMI (Svizzera)	12.269,95	2,96%	5,77%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.051,00	0,36%	-7,49%
Oro (USD/Oncia)	3.294,52	-1,64%	25,53%
Greggio WTI (USD/Barile)	61,20	-2,53%	-14,67%
Argento (USD/Oncia)	33,05	-1,36%	13,01%
Rame (USD/Tm)	9.500,50	1,15%	8,35%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	3,25	11,02%	-10,46%

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

	FEBBRAIO 2025	MARZO 2025	APRILE 2025	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (22 MAGGIO 2025)
MIGLIORI	3,27%	4,27%	6,26%	7,91%	21,19%
+	1,91%	2,12%	1,04%	6,62%	9,42%
	1,57%	0,38%	0,86%	6,51%	8,40%
	0,96%	-0,07%	0,74%	6,19%	8,36%
	0,37%	-0,16%	0,53%	6,10%	7,66%
	0,35%	-0,87%	0,32%	4,80%	6,93%
	-0,81%	-2,58%	-0,76%	3,95%	3,00%
	-1,42%	-4,18%	-1,02%	3,42%	-0,53%
	-2,28%	-4,64%	-1,21%	2,66%	-0,67%
PEGGIORI	-3,82%	-5,75%	-3,00%	1,62%	-2,44%

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 23.05.2025.



