

MONTHLY HOUSE VIEW

Novembre 2024

Itinerario di un equilibrista

• Sommario

01• Editoriale	P3
UNA STORIA DA NOBEL	
02• Focus	P4
ITINERARIO DI UN EQUILIBRISTA	
03• Macroeconomia	P6
ORIZZONTI CONTRASTANTI	
04• Reddito fisso	P8
100.000 MILIARDI DI DOLLARI DI DEBITO	
05• Azioni	P10
LE STELLE SI ALLINEANO PER I MERCATI AZIONARI	
06• Cambi	P12
IL RISVEGLIO DEL RE DOLLARO	
07• Asset allocation	P14
SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE	
08• Monitor dei mercati	P16
PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI	
09• Glossario	P17
Dichiarazione di esclusione di responsabilità	P18



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

Cari Lettori,

Novembre sarà il mese del grande cambiamento? In ogni caso, l'elezione presidenziale americana del 5 novembre, che mostra un'America più divisa che mai, potrebbe contribuire a questo.

I rischi sono evidenti:

- Innanzitutto le questioni interne agli Stati Uniti, con una polarizzazione del paese, dove dei rialzi quest'estate il partito repubblicano del Texas ha brandito la minaccia della secessione sostenendo l'idea di un referendum affinché il "Lone Star State" diventi un paese indipendente. Un "Texit" ci sembra inconcepibile. Tuttavia, fino al 1836, questo stato faceva parte integrante del Messico prima di diventare indipendente nel 1845, anno in cui si unì agli altri stati americani.
- Questioni esterne attraverso focolai instabili che si intensificano, come la guerra in Ucraina alle porte dell'Europa, il conflitto in Medio Oriente e le tensioni intorno a Taiwan.

Possibilmente controintuitivo, sembra che una vittoria di Donald Trump, sotto un certo punto di vista, potrebbe placare le tensioni interne ed esterne. Infatti, internamente, il rischio di contestazione dei risultati diminuirebbe e un nuovo episodio della presa del Capitol Hill sarebbe allora escluso. Esternamente, Donald Trump, anche se minaccia di lasciare la NATO e di mettere di fatto l'Europa in una situazione difficile, potrebbe essere un facilitatore per la pace in Medio Oriente. Ricordiamoci che è stato più volte nominato al premio Nobel per la Pace per la sua mediazione tra Israele e gli Emirati Arabi Uniti che ha portato alla firma degli accordi di Abramo nel 2020 alla Casa Bianca. Oggi, in continuità con questi eventi, Donald Trump mostrerebbe al suo stretto cerchio la sua ambizione di giocare un ruolo determinante nella pace, in particolare in Medio Oriente, e di vincere (finalmente!) il premio Nobel.

È interessante notare che a metà ottobre, il premio Nobel per l'economia ha distinto i tre ricercatori Daron Acemoglu, Simon Johnson e James Robinson per i loro studi sull'impatto delle istituzioni sulla prosperità delle nazioni: hanno dimostrato che un paese dotato di un tessuto di istituzioni sociali e societarie solide ottiene uno sviluppo economico maggiore di una società basata sull'arricchimento di un'élite.

Questo spiegherebbe come gli Stati Uniti, colonizzati dall'Europa 500 anni fa, siano diventati un paese ricco, grazie al loro quadro istituzionale inclusivo.

Tuttavia, considerando l'accelerazione dell'economia cinese, che è diventata la seconda potenza mondiale senza aver abbandonato il proprio modello autocratico, dobbiamo chiederci se, oltre alle istituzioni, la stabilità dei team dirigenziali non giochi anche un ruolo determinante, in particolare quando si tratta di implementare politiche sociali e ambientali a lungo termine. Oggi, quasi 150 paesi nel mondo si sono impegnati per la neutralità carbonica, per la maggior parte entro il 2050-2060. Sapendo che l'alternanza politica potenzialmente avviene ogni due anni negli Stati Uniti (comprese le elezioni di metà mandato), come possiamo garantire continuità e proteggerci dalla messa in discussione di orientamenti cruciali, come all'inizio del primo mandato di Donald Trump, quando decise di far uscire gli Stati Uniti dagli accordi di Parigi?

Per il momento, i mercati finanziari sposano questa idea di continuità e non integrano grandi cambiamenti in vista dell'elezione americana. La nuova "rivoluzione industriale" dell'intelligenza artificiale (IA) è ormai in corso. All'inizio della stagione dei risultati aziendali per il terzo trimestre, il mercato azionario americano stava registrando il suo miglior anno in termini di performance dal 1997! La progressiva riduzione dei tassi rappresenta un ulteriore catalizzatore, mentre il mercato sembra adottare pienamente lo scenario di un *soft landing* dell'economia.

La vita dei mercati non è però un fiume tranquillo e torneremo in questa edizione su ciò che abbiamo scelto di chiamare "l'itinerario di un funambolo". Forze instabili agiscono sulla borsa in base alle revisioni dei dati economici. E se, alla fine, tutto non andasse come previsto?

Tutto il Team si unisce a me per augurarvi una piacevole lettura!



Lucas MERIC
Investment Strategist

Il mercato, come un equilibrista, continua ad anticipare un *soft landing* dell'economia americana, alternando però scenari in base ai dati. Dopo un'estate turbolenta, costellata di timori di recessione, le aspettative si sono ora riequilibrate e la tenuta della crescita e dell'inflazione, nel momento in cui la Federal Reserve (Fed) avvia il proprio ciclo di riduzione dei tassi, potrebbe spingere i mercati a riconsiderare a medio termine la possibilità di un "No landing": uno scenario non necessariamente positivo per i mercati azionari.

IL PENDOLO DELLE ASPETTATIVE

Queste preoccupazioni sulla crescita erano emerse in seguito alla debolezza del rapporto sull'occupazione all'inizio dell'estate e hanno portato alla riduzione inaspettata di 50 punti base (pb) a settembre da parte della Fed. Da allora, i dati macroeconomici continuano a migliorare ed i numeri sull'occupazione sono stati rivisti al rialzo. Inoltre, il tasso di risparmio, il cui basso livello faceva temere ai più pessimisti un forte rallentamento dei consumi delle famiglie, è stato anch'esso rivisto al rialzo. È evidente che la crescita americana rimane resiliente, l'inflazione sottostante mostra alcuni segni di rigidità dall'estate, in un'economia dove non sembra emergere alcun squilibrio macro-finanziario, mentre le condizioni finanziarie sono notevolmente migliorate, tanto da farci chiedere se la politica monetaria sia realmente restrittiva. È in questo contesto che la Fed ha intrapreso una riduzione aggressiva dei tassi. Una dinamica che può ragionevolmente sollevare interrogativi sul possibile ritorno della narrativa del "No landing" sui mercati.

Continuiamo a pensare che la crescita dovrebbe normalizzarsi per avvicinarsi al 2% nel 2025. Il riequilibrio del mercato del lavoro dovrebbe in particolare implicare un rallentamento dei salari e una normalizzazione dei consumi. Un rallentamento che dovrebbe anche permettere di attenuare la pressione sull'inflazione dei servizi mentre l'inflazione delle componenti immobiliari dovrebbe continuare a recuperare, con ritardo, il calo già osservato sui prezzi degli affitti. Allo stesso modo, la componente dei beni di consumo, attualmente in deflazione, dovrebbe normalizzarsi leggermente, senza giustificare comunque una particolare pressione al rialzo sull'inflazione totale.

I rischi allo scenario centrale di un *soft landing* ci sembrano oggi sempre equilibrati (vedi la sezione Focus della nostra edizione "[Il tempo del riposo e delle riflessioni](#)" di quest'estate). Tuttavia, il cocktail descritto sopra, potrebbe portare la macchina delle aspettative dei mercati a orientarsi maggiormente verso questo scenario senza atterraggio, come è stato il caso nell'estate del 2023 e all'inizio di quest'anno.

NESSUN ATERRAGGIO: UN POSSIBILE RISCHIO PER LE AZIONI

Le aspettative di riduzione dei tassi rimangono confermate. Un'evoluzione da tenere d'occhio per identificare l'inizio di una simile dinamica è quella di vedere in che misura i mercati iniziano a non considerare più il ciclo di riduzione dei tassi attualmente previsto. Ciò si rifletterebbe in un rapido aumento a livelli elevati del rendimento del Tesoro decennale statunitense, una sequenza che ha notevolmente pesato sulle valutazioni azionarie durante gli ultimi due episodi di "No landing" (con un picco del 5% nell'ottobre 2023 e del 4,7% nell'aprile 2024). Tuttavia, i tassi a lungo termine si compongono sia nelle aspettative future sui tassi a breve termine (che riflettono le aspettative di crescita e inflazione) sia nel premio a scadenza: il premio ricevuto dagli investitori che acquistano obbligazioni a lungo termine invece di reinvestire continuamente nei tassi a breve termine. Questo dettaglio è importante perché se un aumento dei tassi a seguito di aspettative di crescita nominale maggiormente positive non è necessariamente negativo per le azioni, un aumento del premio a termine tende a pesare direttamente sulle valutazioni, come è avvenuto nell'estate del 2023 (grafico 1, pagina 5).



Le attese di
**RIDUZIONE
DEI TASSI**
rimangono radicate



Questo aumento del premio a scadenza può, per esempio, riflettere un aumento dell'incertezza riguardo alle prospettive di inflazione e di politica monetaria della Fed; i disaccordi attuali dei membri della Fed sul reale livello del tasso di neutralità potrebbero rientrare in questo quadro. Inoltre, un aumento delle emissioni di buoni del tesoro sulla parte lunga della curva americana, che rifletta l'aumento del deficit o gli arbitraggi del Tesoro statunitense, implicherebbe un ulteriore aumento di questo premio.

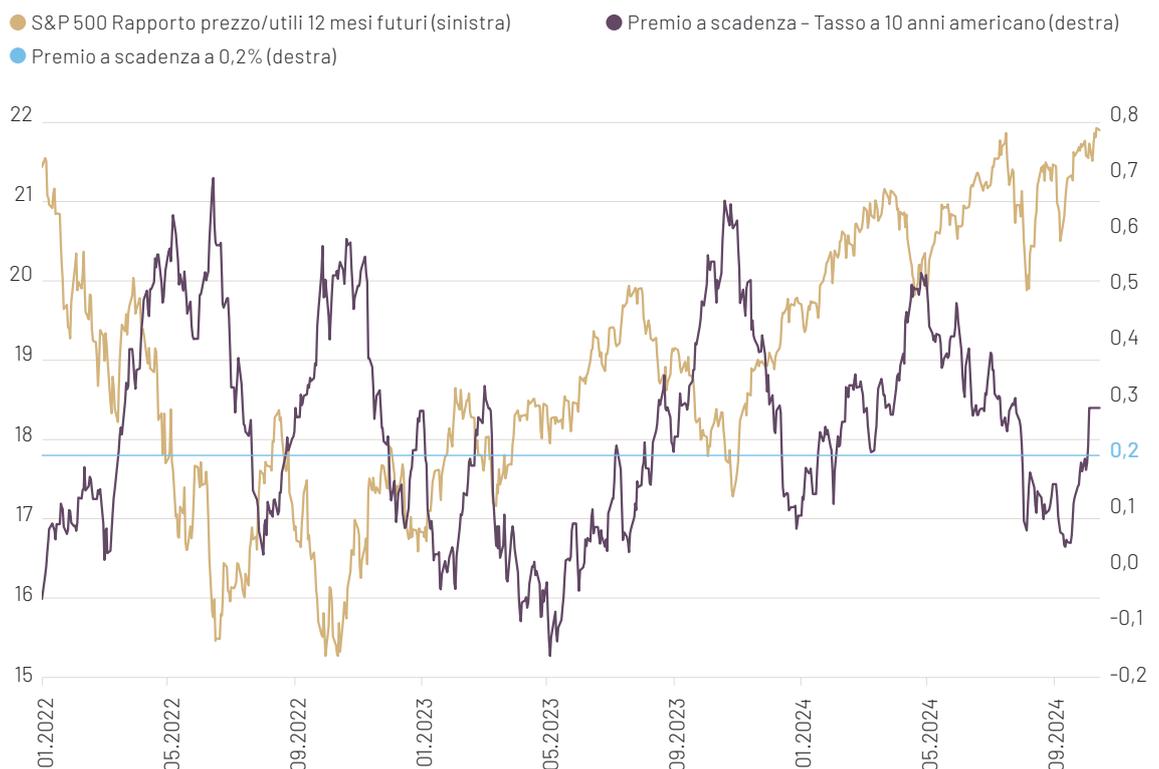
I movimenti di aumento osservati da quest'estate sul tasso a 10 anni americano e sul premio a scadenza potrebbero segnalare l'inizio di una zona di pressione per le valutazioni azionarie. Tuttavia, le aspettative di un ciclo di riduzione dei tassi sembrano al momento ben consolidate. Sebbene i mercati azionari abbiano ritrovato i massimi storici dopo i timori dell'estate, l'appetito per il rischio sembra ancora modesto in un ambiente dove le incertezze geopolitiche sembrano numerose. Il posizionamento degli investitori, sebbene elevato, è ancora ragionevole, il che suggerisce che ci sia ancora spazio per un ulteriore progresso prima di temere realmente un ritorno di uno scenario di "No landing" negativo per le azioni.

Infine, la dinamica dei profitti americani rimane positivamente orientata, sostenuta in particolare dalla tematica dell'IA, e, anche se l'aumento dei tassi a lungo termine dovesse limitare le valutazioni azionarie, la crescita dei profitti dovrebbe continuare a sostenere la performance del mercato.

PROSPETTIVE SEMPRE COSTRUTTIVE PER LE AZIONI

Così, mentre il mercato potrebbe concentrarsi nuovamente su un possibile "No landing", una tale evoluzione non verrebbe necessariamente a compromettere un aumento dei mercati azionari, finché il ciclo di riduzione dei tassi non è messo in discussione e un eventuale aumento dei tassi a lungo termine, e in particolare del premio a scadenza, rimane misurato. Detto ciò, come scritto sopra, il nostro scenario centrale continua a delineare i tratti di un *soft landing*, combinando un'economia che converge verso livelli di crescita potenziale e un proseguimento della disinflazione che permette alla Fed di intraprendere il suo ciclo di riduzione dei tassi: un contesto favorevole per gli asset rischiosi e in particolare per le azioni, anche se i dati sull'occupazione rumorosi in ottobre, l'incertezza relativa alle elezioni presidenziali e la situazione geopolitica potrebbero portare volatilità a breve termine.

GRAFICO 1: UN AUMENTO DEL PREMIO A SCADENZA PESA DIRETTAMENTE SULLE VALUTAZIONI AZIONARIE



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

Mentre la Cina adotta una politica più favorevole, l'Europa si confronta con una realtà diversa, lasciandosi alle spalle un'estate olimpica vibrante per affrontare un autunno finanziariamente più sobrio. Nel frattempo, negli Stati Uniti, il nostro scenario di *soft landing* si sta realizzando come previsto, sostenuto da una base di consumatori solida e da un mercato del lavoro ancora robusto. Tuttavia, con condizioni meteorologiche estreme e elezioni imminenti, sono previste alcune turbolenze.

MERCATI EMERGENTI: IL BICCHIERE MEZZO PIENO

Dopo aver introdotto la sua prima serie di misure di politica monetaria a fine settembre (comprese misure per stimolare il mercato immobiliare e azionario in crisi, ridurre i costi di prestito e aumentare la capacità di prestito delle banche), i legislatori cinesi hanno lasciato gli economisti "in attesa di più azioni", in particolare sul fronte fiscale (vedi la nostra pubblicazione CIO Perspectives del 30 settembre, "[Introducing XiNomics](#)"). Forse gli economisti stanno trascurando l'essenziale: l'importanza risiede nel cambiamento di postura dei legislatori e nella fiducia che possono ispirare all'interno della Cina. Anche se la fiducia esterna nella ripresa della Cina rimane limitata, i cittadini cinesi potrebbero iniziare a vedere la luce alla fine di un lungo tunnel economico. Durante la stagione delle vacanze della "Golden Week" in Cina, i consumatori cinesi hanno aumentato i loro viaggi domestici (+6% su base annua) e le loro spese (+6,3%), anche se queste ultime sono rimaste al di sotto dei livelli pre-pandemia secondo i dati del ministero del Turismo. Attendiamo l'annuncio di ulteriori misure di stimolo prima di rivedere al rialzo il nostro scenario di crescita del PIL per la Cina nel 2025.

Per gli altri mercati emergenti, il ciclo di disinflazione è in corso, permettendo alle banche centrali di continuare ad allentare, inclusa recentemente la Corea del Sud. Sebbene continuiamo a essere il motore della crescita mondiale, i dati sulla produzione in Asia si indeboliscono a causa del calo della domanda di esportazione. Tuttavia, paesi come il Vietnam e l'India continuano a beneficiare dello spostamento della produzione manifatturiera fuori dalla Cina, un movimento che si accentuerebbe se l'ex presidente Donald Trump tornasse alla Casa Bianca.

Al di fuori dell'Asia, il Messico potrebbe, ironicamente, essere il più grande beneficiario delle tariffe doganali previste da Trump sulla Cina.

EUROPA: IL BICCHIERE MEZZO VUOTO

Abbiamo rivisto al ribasso il nostro profilo di crescita del PIL dell'Area Euro per il 2025 (Tabella 1, pagina 7), posizionandolo al di sotto del consenso (all'1,3%). Sebbene i dati del terzo trimestre dovrebbero essere stimolati dall'effetto dei Giochi Olimpici in Francia (aggiungendo +0,3 punti percentuali al PIL francese del T3 2024), la crescita sottostante nell'Area Euro è stata più debole del previsto (+0,2% su base trimestrale nel T2 2024) con una domanda interna inferiore alle aspettative. Un'eccezione notevole è stata la Spagna, che grazie a una domanda interna robusta e al turismo supera di gran lunga i suoi pari europei (0,7% nel T2 2024).

In Francia e in Germania, i tassi di risparmio hanno raggiunto rispettivamente il 17% e il 22%, con i consumatori più propensi a risparmiare che a consumare nonostante la riduzione dei tassi e dei prezzi (l'inflazione è al di sotto del 2% nell'Area Euro per la prima volta da più di tre anni). Prevediamo che i consumatori rimarranno cauti nei prossimi mesi con preoccupazioni geopolitiche accresciute e un significativo irrigidimento fiscale in arrivo in Francia, il che induce i consumatori a riflettere due volte prima di aprire il portafoglio. In questo contesto, la Banca Centrale Europea (BCE) dovrebbe continuare a ridurre i tassi (4 riduzioni in totale nel 2024 e 4 riduzioni nel 2025 per arrivare al 2%), possibilmente ad un ritmo più veloce di quanto inizialmente previsto. Tuttavia, sarà più difficile per la presidente Lagarde ridurre i tassi dopo la sua riunione di ottobre, poiché l'inflazione complessiva dovrebbe nuovamente aumentare verso la fine dell'anno.



Tasso di risparmio
tedesco al
22%



Questo è dovuto all'inversione degli effetti di base favorevoli dei prezzi dell'energia che hanno contribuito a ridurre l'inflazione totale questo mese. Infine, le misure di stimolo della Cina sono una buona notizia per i servizi e il turismo dell'Area Euro, ma non dovrebbero cambiare fundamentalmente la situazione per la produzione tedesca: le esportazioni cinesi verso la Germania (in calo del 9% a luglio 2024) rallentavano già prima della pandemia e le relazioni tra Unione Europea e Cina stanno per entrare in una nuova era con l'introduzione continua di tariffe e restrizioni regolamentari.

STATI UNITI: PIÙ EQUILIBRATI, MA TURBOLENZE IN ARRIVO

Come sottolineato nel Focus (pagina 4), il consumatore americano continua a resistere, sostenuto da un mercato del lavoro robusto. Revisioni significative dei dati del PIL hanno rivelato che la ripresa americana era ancora più forte di quanto si pensasse in precedenza. Si stima ora che il reddito personale disponibile reale sia aumentato più rapidamente e il tasso di risparmio storicamente basso sia stato notevolmente sottostimato (rivisto al 5,2% contro il 3,3% stimato in precedenza). Inoltre, i posti di lavoro del settore non agricolo hanno superato le aspettative con 254.000 posti di lavoro aggiunti a settembre. Tuttavia, è importante notare che i dati del mercato del lavoro dei prossimi mesi potrebbero essere temporaneamente influenzati da condizioni meteorologiche estreme e dai recenti scioperi.

A livello settoriale, il settore manifatturiero rimane debole (l'ISM a 47,2 a settembre, al di sotto della soglia di 50 punti), mentre i servizi rimangono forti (a 54,9 contro 51,5 ad agosto). Combinato con il solido rapporto sull'occupazione, ciò ha spinto l'indicatore GDPNow della Federal Reserve di Atlanta a stimare una crescita annualizzata del 3,2% nel terzo trimestre del 2024. In futuro, con un mercato del lavoro più equilibrato (il numero di posti di lavoro per disoccupato è ora di 1, contro quasi 2 subito dopo la pandemia), una crescita dell'occupazione stabile e salari più bassi, la crescita del PIL americano dovrebbe rallentare verso un tasso di crescita trimestrale annualizzato del 2%. L'inflazione dovrebbe anche continuare il suo percorso discendente. L'inflazione ritardata del settore immobiliare dovrebbe continuare a rallentare, e l'aumento della flessibilità del mercato del lavoro dovrebbe contribuire ad ammorbidire ulteriormente l'inflazione dei servizi, mentre l'inflazione dei beni rimane moderata. Infine, le elezioni del 2024 contribuiscono all'incertezza economica: secondo un'indagine dell'Università Duke, il 30% dei direttori finanziari negli Stati Uniti riducono i loro investimenti a causa delle preoccupazioni legate alle elezioni. Questo suggerisce un possibile recupero degli investimenti e dell'occupazione all'inizio del 2025.

TABELLA 1: PREVISIONI MACROECONOMICHE 2024 - 2025, %

● Previsioni al ribasso da settembre

● Previsioni al rialzo da settembre

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.

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

La preponderanza dei dati economici lascerà per alcune settimane spazio alla politica americana: composizione delle camere e, naturalmente, nuova amministrazione. Sullo sfondo, la questione della futura politica di bilancio per i prossimi esercizi. Una sola certezza: più deficit negli Stati Uniti. Fino a un richiamo all'ordine dei mercati obbligazionari?



L'INVERNO
FISCALE
sarà duro in
EUROPA!

MERCATO DEI TASSI

L'ultimo trimestre annuncia tradizionalmente le misure di bilancio per l'esercizio fiscale successivo. Per il 2025, il nuovo governo britannico e francese preparano tagli di bilancio e aumenti delle imposte. Un cocktail esplosivo per la crescita del prossimo anno. Il concetto di dominanza fiscale (o budgetaria) torna con forza. Si tratta di un contesto in cui la politica monetaria diventa dipendente dalla politica di bilancio (leggi Vitor Constâncio, "The Return of Fiscal Policy and the Euro Area Fiscal Rule", Comparative Economic Studies, volume 62, numero 3, settembre 2020). La diminuzione dell'inflazione permetterà alle banche centrali di continuare le loro politiche di allentamento monetario. Quale sarà la reazione dei mercati, in particolare in termini di differenziale di finanziamento degli stati? Dall'estate 2024, il clima politico in Francia ha spinto lo *spread* a 10 anni rispetto alla Germania su un nuovo livello, stabilmente superiore a quello del decennio precedente. Le agenzie di *rating* stanno rivedendo le loro prospettive, e, senza sorprese, quelle della Francia sono state riviste al ribasso. Al contrario, l'Italia beneficia di buone sorprese riguardanti le entrate fiscali ed il tasso di disoccupazione è al minimo dal 2008. In ritardo rispetto al piano di dispiegamento iniziale, il *Recovery and Resilience Plan*⁴ (RRP) messo in atto con la Commissione Europea dal 2021 accompagnerà la trasformazione del paese fino al 2027. Questa visione ottimistica deve essere mitigata con i bisogni di finanziamento molto elevati per il 2025: 160 miliardi di euro (stima HSBC). Le agenzie di *rating* potrebbero rivedere al rialzo le loro prospettive per il paese.

Dall'altra parte dell'Atlantico, il rendimento del Tesoro americano a 10 anni è aumentato di 45 pb rispetto al punto più basso del 3,62% (16 settembre 2024), il che rappresenta una consolidazione del 41% del *rally* di quest'anno, iniziato con un picco di rendimento del 4,71% il 25 aprile (grafico 2, pagina 9). Bisogna preoccuparsi per la direzione dei tassi a lungo termine? I tassi reali a lungo termine americani sono ancora vicini ai massimi dell'ultimo decennio, riflettendo le aspettative di un tasso di equilibrio superiore a quello della Fed. Inoltre, l'interconnessione dei mercati dei tassi richiede di osservare le prospettive in Europa, Inghilterra, Cina, tra gli altri. Sebbene fattori locali, ciclici e specifici degli Stati Uniti abbiano spinto i rendimenti al rialzo, il motore strutturale della diminuzione dei tassi a lungo termine presenta un argomento che va nella direzione opposta.

Mantenendo un approccio internazionale, il resto del mondo è in modalità di allentamento monetario. Quasi tutti i grandi paesi hanno ridotto i loro tassi d'interesse (la Cina, l'India, l'Area Euro) con l'eccezione notevole del Giappone, del Brasile e della Russia. Queste azioni accompagnano la diminuzione della crescita e la disinflazione alimentate da timori di deflazione in Cina.

I tassi a lungo termine dovrebbero continuare a sottoperformare i tassi a breve termine nei prossimi mesi (irripidimento delle curve). Non vi è alcuna modifica sostanziale del punto di atterraggio sui tassi della Fed e, di conseguenza, gli argomenti che hanno sostenuto la diminuzione dei rendimenti obbligazionari negli ultimi sei mesi non sono improvvisamente diventati obsoleti.

3 - Fonte: Fondo Monetario Internazionale (FMI).

4 - Piano per la ripresa e la resilienza.



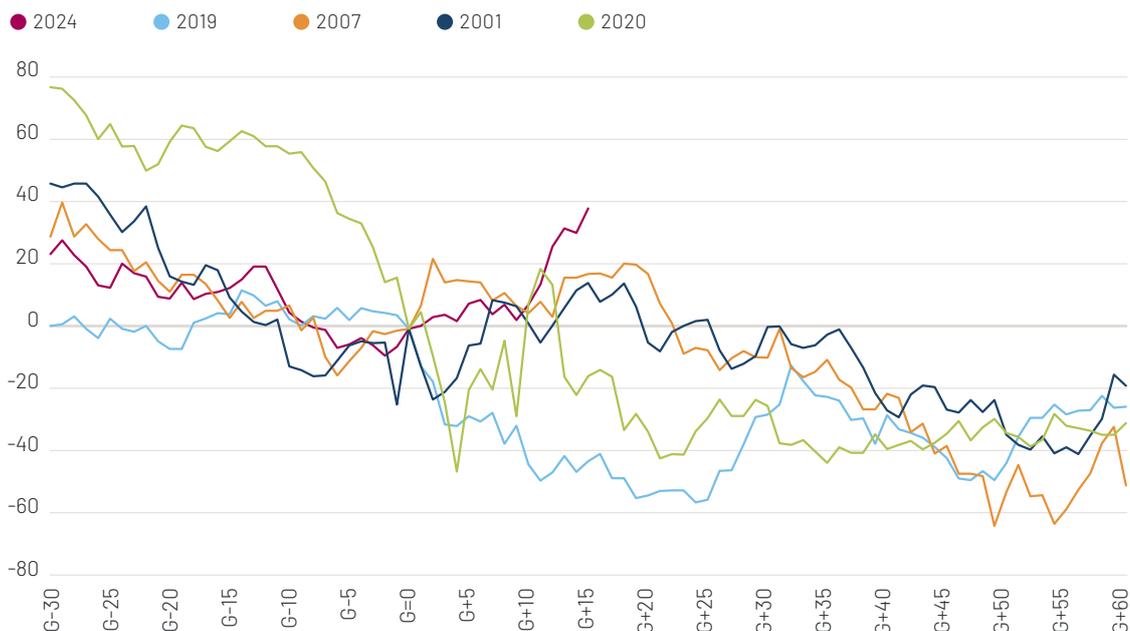
MERCATI DEL CREDITO

Il risultato delle elezioni presidenziali americane apporterà certamente la sua dose di volatilità in un universo del credito attualmente ben orientato. L'aumento dei rendimenti compensa la diminuzione del premio al rischio. Alla fine, gli investitori mantengono più o meno gli stessi rendimenti da diversi mesi.

Il costruttore aeronautico Boeing è stato posto sotto prospettive negative dalle agenzie Moody's e S&P a poche settimane di distanza, al confine dell'*high yield*. Il declassamento, molto probabile nei prossimi mesi, lo renderà il più grande *fallen angel*⁵ della storia in termini di volume di debito (52 miliardi di dollari). Il mercato avrà la capacità di assorbire una tale quantità?

Questo volume corrisponde a più di un anno di nuove emissioni sul mercato americano. L'emittente è relativamente piccolo sul mercato *investment grade* (<1%) ma rappresenterà fino al 3,5% del mercato *high yield*, diventando di fatto l'esponente maggiore. Non bisogna temere vendite forzate a brevissimo termine, e si dovrebbe prevedere un aggiustamento delle posizioni nel tempo in base ai vincoli specifici di ciascun profilo di investitore.

GRAFICO 2: TASSO A 10 ANNI AMERICANO PRIMA E DOPO LA PRIMA RIDUZIONE DEI TASSI, PB



Nota: Rendimenti dei buoni del Tesoro americano a 10 anni. Giorni prima e dopo la prima riduzione della Fed. Variazione in punti base dei rendimenti rispetto alla prima riduzione.

Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

5 - I "fallen angels" sono obbligazioni di imprese declassate da una valutazione di categoria "investment grade", diventate titoli ad alto rendimento.



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

Con la collaborazione
del team del Azioni

Dopo l'annuncio tanto atteso della Banca Centrale Americana di ridurre i tassi di interesse, è la Cina a sorprendere il mercato con un piano di rilancio massiccio volto a rivitalizzare la propria economia. I dati macroeconomici e le revisioni degli utili aziendali si coordinano, lasciando intravedere uno scenario possibile di "No landing" dell'economia. Le elezioni americane e la stagione dei risultati del terzo trimestre restano le ultime incertezze da risolvere per considerare il tradizionale *rally* di fine anno.

EUROPA

In Europa, l'eterogeneità del mercato è sempre più marcata. Il peso del deficit francese e il crollo industriale in Germania continuano a pesare sul morale degli investitori e compromettono l'attrattiva dell'Area Euro. Anche se i paesi periferici mostrano oggi un dinamismo economico migliore, le recenti misure di allentamento annunciate dalla Cina potrebbero essere più favorevoli ai paesi esposti ai settori ciclici, sensibili alla crescita economica (industriale, petrolio/materiali, chimica). Il settore petrolifero, che peraltro fatica a performare dall'inizio dell'anno, costituisce anche una buona copertura contro i rischi geopolitici sempre elevati (Medio Oriente, Ucraina).

Il mercato britannico, attraverso l'indice FTSE 100, presenta una significativa esposizione a questi settori. Dalla Brexit del 2016 il posizionamento sulle azioni britanniche è debole, ma il cambiamento di governo e di politica ha suscitato un rinnovato interesse degli investitori per l'area. Dal punto di vista fondamentale, il mercato britannico tratta ancora con uno sconto record rispetto ad altre regioni (anche all'interno dell'Europa), offrendo al contempo un profilo di ritorno agli azionisti attraente (6% di rendimento medio includendo il tasso di dividendo più alto al mondo e programmi di riacquisto di azioni, grafico 3, pagina 11).

STATI UNITI

I mercati americani continuano la loro progressione e registrano nuovi record storici, sostenuti dall'ampliamento del mercato che vede un numero maggiore di azioni contribuire alla crescita. Il Russell 2000, ad esempio, l'indice delle piccole e medie capitalizzazioni, è vicino a raggiungere un nuovo massimo e mostra una performance superiore agli indici delle grandi capitalizzazioni come il Nasdaq o l'S&P 500 negli ultimi due mesi. La partecipazione al *rally* di mercato sembra sana e riflette anche le continue revisioni al rialzo degli utili del mercato americano nel suo complesso.

La stagionalità di inizio autunno è storicamente meno favorevole ai mercati azionari, la sospensione dei riacquisti di azioni da parte delle aziende prima della stagione delle pubblicazioni e le incertezze legate alle elezioni americane costituiscono venti contrari fino ai risultati di inizio novembre. Tuttavia, le aspettative di un *soft landing* negli Stati Uniti, sostenute dall'allentamento monetario avviato dalla Fed e dal piano di rilancio della Cina, potrebbero alimentare il tradizionale *rally* di fine anno. Sarà comunque necessario che i risultati del terzo trimestre delle aziende confermino il dinamismo dei dati macroeconomici.

ASIA

La Cina ha presentato a fine settembre un ampio piano di rilancio destinato a sostenere la propria crescita e stimolare il morale degli investitori. Le iniziative includono un maggiore allentamento monetario, con una serie di misure fiscali volte a sostenere i consumi e rivitalizzare la domanda interna, nonché il finanziamento di progetti infrastrutturali. La stabilizzazione del mercato immobiliare costituisce anche una questione strutturale e prioritaria per il governo cinese.



||

FTSE 100
potrebbe
beneficiare del
rilancio cinese



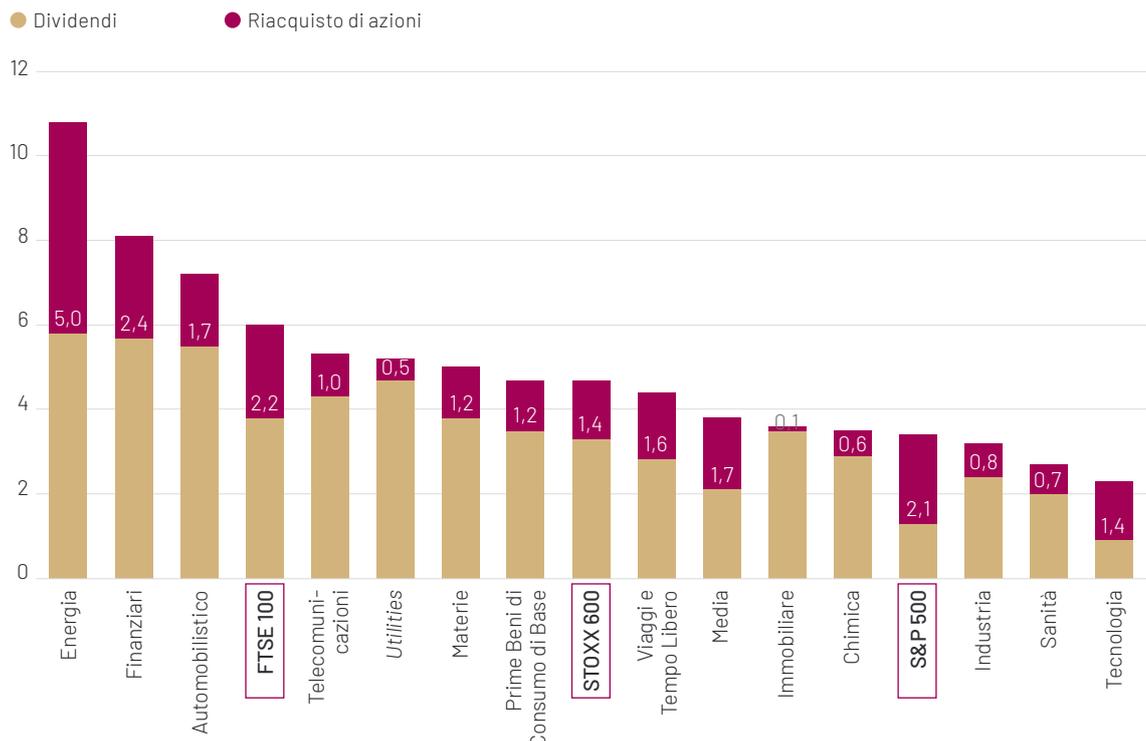
Nonostante un importante rimbalzo del mercato cinese a seguito degli annunci, restiamo in attesa di ulteriori misure e di impatti quantificabili sull'economia domestica. Secondo noi, è ancora troppo presto per anticipare una ripresa duratura dell'economia cinese, i futuri dati sui consumi interni e sul mercato immobiliare saranno da monitorare. Allo stesso modo, i risultati delle elezioni americane potrebbero influenzare il sentiment degli investitori sulla regione. Tuttavia, di queste iniziative dovrebbero beneficiare i settori ciclici e industriali dei paesi emergenti partner della Cina. Inoltre, storicamente, dopo la prima riduzione dei tassi della Fed, i paesi emergenti tendono a sovraperformare i paesi sviluppati su un orizzonte di 12 mesi. Infine, il posizionamento degli investitori rimane debole sulla regione.

STILI DI INVESTIMENTO

La stagionalità delle azioni dovrebbe essere più favorevole entro la fine di ottobre, e la migliore dinamica macroeconomica unita alla solidità degli utili rafforza l'idea di un approccio meno difensivo. Inoltre, il ciclo di allentamento monetario avviato dalle banche centrali e le misure di rilancio della Cina favoriscono lo scenario di un *soft landing*, favorevole per le azioni "Value/Cicliche", ma anche per le piccole e medie imprese, più sensibili alle condizioni di finanziamento.

I titoli "Growth" rimangono ben orientati in termini di utili, ma il posizionamento degli investitori rimane abbastanza elevato su alcune società. Tuttavia, le grandi tendenze secolari di lungo termine (come l'IA, l'elettrificazione, i *data center*, ecc.) supportano l'idea di mantenere una sostanziale esposizione a questo segmento. Tanto più che la riduzione dei tassi di interesse è generalmente positiva per le aziende con ricavi ricorrenti, così come per quelle con esigenze di investimenti che garantiscono la loro crescita a lungo termine.

GRAFICO 3: RENDIMENTO ANNUALE AGLI AZIONISTI SULLO STOXX EUROPE 600, %



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Lucas MERIC
Investment Strategist

Dopo un'estate difficile, il dollaro si è ripreso con l'arrivo dell'autunno, beneficiando di un mix di solidi dati economici statunitensi, di un aumento dei tassi di interesse a lungo termine e di una recrudescenza del rischio geopolitico. Nel frattempo, l'euro ha sofferto a causa delle dinamiche macroeconomiche divergenti con gli Stati Uniti e l'oro ha continuato a toccare nuovi massimi nonostante l'aumento dei tassi d'interesse reali statunitensi.

USD: LE PREOCCUPAZIONI ESTIVE PASSANO IN SECONDO PIANO

Il biglietto verde ha sofferto molto per i timori di recessione del mercato durante l'estate, che hanno portato gli investitori ad anticipare fortemente i tagli dei tassi della Fed. Durante la riunione di settembre, la Fed ha chiaramente sottolineato la sua volontà di sostenere l'occupazione con una riduzione di 50 pb, rassicurando allo stesso tempo sulla salute dell'economia. Questa "Fed put" ha spostato l'attenzione del mercato verso il possibile rischio di una politica monetaria troppo accomodante e di pressioni al rialzo sull'inflazione. Un sentimento rafforzato dal buon rapporto sull'occupazione di settembre che ha spinto i tassi a lungo termine americani e il dollaro.

Lo scenario di mercato sembra essere ancora una volta quello di un *soft landing* e il potenziale di rialzo del dollaro appare ancora presente, anche se più limitato. Ciononostante, il biglietto verde rimane un asset di copertura interessante, in particolare contro uno scenario di "No landing" per l'economia statunitense, che potrebbe vedere un aumento sostanziale dei tassi USA. Anche i molteplici conflitti in Medio Oriente e le tensioni commerciali globali legate ai dazi potrebbero sostenere il dollaro in caso di escalation.

EUR: DESTINI INCROCIATI

L'euro ha sofferto per l'aumento del differenziale dei tassi transatlantici e per l'aumento dei prezzi del petrolio, conseguenza delle nuove tensioni in Medio Oriente. Inoltre, mentre alcune dinamiche possono far temere una possibile rigidità dell'inflazione negli Stati Uniti e una Fed meno accomodante del previsto nei prossimi mesi, la situazione è completamente diversa nell'Area Euro.

Infatti, i dati sull'attività deludono gli investitori, in particolare in Germania, mentre la disinflazione continua senza intoppi sul vecchio continente, scendendo sotto la soglia del 2% a settembre. Allo stesso tempo, le tensioni geopolitiche e commerciali rimangono misurate ma costituiscono un punto di attenzione per l'euro, mentre le difficoltà di bilancio di alcuni paesi molto indebitati dell'Area Euro come la Francia e l'Italia sono anche da monitorare per la moneta unica, soprattutto in periodo di discussioni di bilancio in cui l'attenzione degli investitori potrebbe concentrarsi sui rischi di credito sovrani. Così, una dinamica di crescita e inflazione a metà, soprattutto rispetto agli Stati Uniti, e un contesto geo(politico) rischioso per la moneta unica ci invitano a mantenere una visione negativa.

CHF: PROSPETTIVE RIBASSISTE

Il franco svizzero continua a beneficiare di un contesto ad alto rischio su più fronti (economico, geopolitico e di bilancio), anche se la valuta elvetica ha sofferto di fronte al recupero del dollaro in seguito ai dati sull'occupazione americana di fine settembre. Il franco svizzero rimane ben valutato, con il tasso di cambio effettivo reale vicino ai livelli più alti degli ultimi dieci anni, il che ci porta a mantenere una visione tatticamente negativa sulla valuta, in un contesto di crescita modesta, debole inflazione (+0,8% a settembre) e una Banca Nazionale Svizzera particolarmente accomodante il cui discorso continua a tendere verso un tasso di politica monetaria in diminuzione, senza escludere nemmeno un ritorno dei tassi in territorio negativo in futuro.

Una combinazione di valutazioni elevate e prospettive di tassi orientate al ribasso potrebbe inoltre rendere il franco svizzero un'alternativa attraente allo yen per le operazioni di *carry trade* e pesare ulteriormente sulla valuta a medio termine.



EURO:
penalizzato
dalla risalita del
differenziale dei
tassi transatlantici



JPY: LA CALMA DOPO LA TEMPESTA

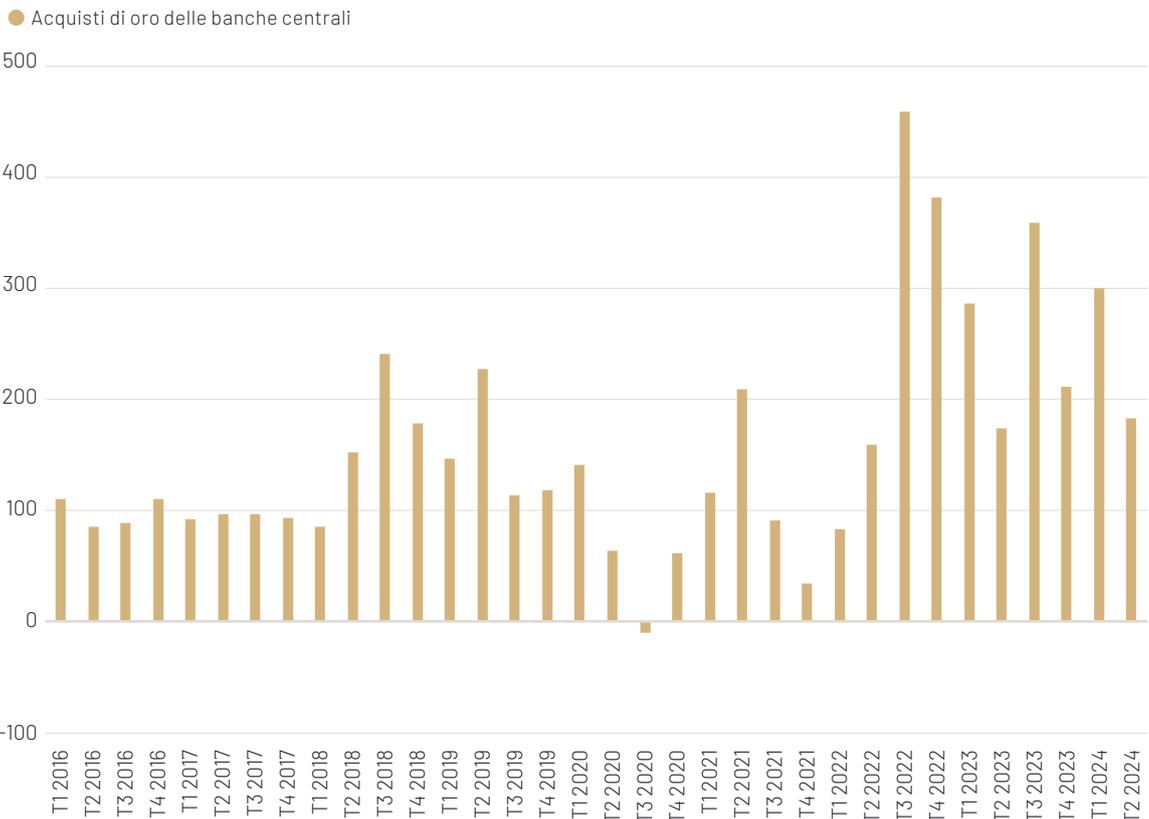
Lo yen non è sfuggito alla ripresa del dollaro e il differenziale tra i tassi giapponesi e americani rimane particolarmente marcato. Lo yen potrebbe continuare a essere penalizzato nel breve termine da una Banca del Giappone probabilmente ritarderà il suo processo di normalizzazione dei tassi, dalla tenuta dei dati economici statunitensi e dal contesto delle elezioni presidenziali americane. Lo yen ha sofferto nei confronti del dollaro nelle settimane successive alle elezioni statunitensi del 2016 e del 2020, soprattutto se il contesto di tensioni commerciali dovesse persistere o intensificarsi. Tuttavia, manteniamo una visione piuttosto neutrale sullo yen, che dovrebbe essere sostenuto a medio termine dal proseguimento dei rialzi dei tassi della Banca del Giappone mentre l'inflazione rimane ancora superiore all'obiettivo del 2%. Inoltre, il nuovo primo ministro Shigeru Ishiba sembra poco propenso a continuare la strategia "Abenomics" di politiche monetarie e fiscali molto accomodanti, il che dovrebbe sostenere lo yen.

ORO: ALLA RICERCA DI PUNTI D'INGRESSO

Nonostante l'aumento dei tassi reali americani dopo la riunione della Fed di settembre, l'oro continua a sfiorare i suoi massimi storici. È sostenuto da un ambiente di rischio geopolitico elevato e dalla domanda delle banche centrali (grafico 4). Sebbene questa domanda sia diminuita rispetto all'anno scorso a causa dell'interruzione degli acquisti della Banca Popolare Cinese, rimane sostenuta in particolare dagli acquisti delle banche centrali polacche, indiane e turche a fini di diversificazione delle loro riserve. Un fattore strutturale che dovrebbe continuare a sostenere il metallo giallo, con quasi l'80% delle banche centrali che ritengono in un recente sondaggio⁶ che le riserve d'oro delle banche centrali dovrebbero continuare ad aumentare entro metà 2025.

Tuttavia, il forte rally del metallo giallo (oltre il 30% nel 2024) invita alla prudenza e ci porta a restare opportunisti in attesa di punti d'ingresso, poiché la tenuta dell'economia americana potrebbe rappresentare un freno a questa dinamica.

GRAFICO 4: DOMANDA DI ORO DELLE BANCHE CENTRALI SOSTENUTA DAI MERCATI EMERGENTI, TONNELLATE



Fonti: World Gold Council, Indosuez Wealth Management.

6 - [2024 Central Bank Gold Reserves Survey, World Gold Council.](#)



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** Gli ultimi dati macroeconomici confermano il nostro scenario di *soft landing* per l'economia americana, che continua a mostrare solidità grazie alla forza della domanda interna, accompagnata da un ritorno progressivo all'equilibrio del mercato del lavoro statunitense. Rimaniamo più prudenti sull'attività nell'Area Euro, dove l'incertezza rimane elevata, soprattutto in relazione al prossimo restringimento fiscale in alcuni paesi dell'area e a un'attività manifatturiera che fatica a riprendersi in Germania. Le economie emergenti registrano ritmi di crescita relativamente sostenuti e potrebbero beneficiare del prossimo ciclo di allentamento monetario.
- **Inflazione:** Il processo di disinflazione continua nelle economie sviluppate, consentendo l'avvio delle prime riduzioni dei tassi. I rischi sulla dinamica dei prezzi rimangono comunque orientati al rialzo negli Stati Uniti, con un'inflazione che potrebbe stabilizzarsi su livelli più elevati rispetto al passato.
- **Banche centrali:** Dopo aver adeguato le nostre previsioni di riduzione dei tassi il mese scorso, le manteniamo invariate, puntando a un tasso terminale entro la fine del 2025 del 3,5% negli Stati Uniti e del 2% nell'Area Euro.
- **Utili aziendali:** La dinamica positiva delle revisioni degli utili continua, specialmente negli Stati Uniti, e si sta diffondendo in tutte le aree geografiche (esclusa la Cina) e su alcuni segmenti di mercato. Siamo più fiduciosi nella capacità delle aziende americane di soddisfare le aspettative di crescita degli utili per il 2025 (circa +15%) rispetto alle aziende europee (previsioni di crescita degli utili intorno al +10%, stimate dal consenso).
- **Contesto di rischio:** Dal punto di vista degli investitori, la grande dispersione degli scenari possibili riguardo alla traiettoria economica degli Stati Uniti accentua la volatilità del mercato in vista delle pubblicazioni macroeconomiche, come dimostra il rimbalzo del VIX dalla fine dell'estate. Le elezioni americane potrebbero anche portare a maggiore nervosismo e causare importanti rotazioni settoriali. A medio termine, i rischi associati alla traiettoria dei debiti pubblici rimangono una realtà e potrebbero tornare alla ribalta.

CONVINZIONI DI ALLOCAZIONE

Azioni

- Questa normalizzazione dell'economia mondiale, accompagnata dall'inizio delle riduzioni dei tassi delle banche centrali in tutti i paesi sviluppati (escluso il Giappone) e da aspettative di prospettive di utili ben orientate per il 2025, ci porta a mantenere una visione costruttiva sulle azioni per i prossimi mesi.
- Questo mese, rafforziamo la nostra preferenza per le azioni americane, che dovrebbero continuare a beneficiare di un ambiente macroeconomico favorevole, in particolare rispetto alle azioni dell'Area Euro, dove l'attività economica rimane più debole con una crescita prevista al di sotto del potenziale per il prossimo anno. Infine, riteniamo che il proseguimento del *rally* degli indici azionari negli Stati Uniti potrebbe derivare da altri segmenti del mercato, in particolare dalle piccole e medie imprese.
- Infine, diversi fattori potrebbero favorire le azioni dei mercati emergenti nel medio termine: l'inizio del ciclo di allentamento monetario, una crescita relativamente elevata rispetto alle economie avanzate, le misure di sostegno in Cina con potenziali ripercussioni sulle economie asiatiche adiacenti e un basso posizionamento degli investitori nell'*asset class*.

Mercati dei tassi e del credito

- Nella nostra precedente edizione abbiamo detto che le aspettative di riduzione dei tassi negli Stati Uniti ci sembravano eccessive rispetto alle nostre aspettative sul binomio crescita/inflazione americano. Da allora, i mercati hanno effettivamente recuperato parte di queste riduzioni dei tassi attesi. Pensiamo che il rischio persista per un proseguimento di questa dinamica nei prossimi mesi.
- Adottiamo una posizione ancora più prudente sui titoli di stato americani, più vulnerabili rispetto ai loro omologhi europei a un rischio di rivalutazione al rialzo delle aspettative di tassi, dato il differenziale di traiettoria economica tra gli Stati Uniti e l'Area Euro.



Maggiore
preferenza per le

AZIONI
AMERICANE



- Continuiamo a privilegiare le parti corte delle curve dei tassi, poiché le scadenze obbligazionarie più lunghe sono a rischio di una ricostituzione del premio a termine, legato, ad esempio, a un possibile aumento delle tensioni sulle traiettorie dei debiti pubblici.
- Sul mercato del credito, privilegiamo strategie di *carry* obbligazionario attraverso debiti societari di alta qualità, con una diversificazione nel miglior segmento dell'*high yield* e, in misura minore, sul debito subordinato. Manteniamo inoltre le nostre posizioni sul segmento dei debiti dei paesi emergenti in valuta locale, che diversifica le nostre esposizioni ai mercati del credito tradizionali.

Cambi

- Il dollaro americano si è apprezzato con la revisione al rialzo delle aspettative sui tassi della Fed per il 2025 (ora più in linea con il nostro scenario macroeconomico). Pensiamo che questa dinamica possa continuare, soprattutto rispetto all'euro, dato il divario delle prospettive di crescita tra le due aree e il rischio politico latente e le discussioni di bilancio in corso nell'Area Euro che potrebbero pesare sul sentiment degli investitori.
- Nonostante l'aumento dei tassi reali all'inizio di ottobre, l'oro continua a stabilire nuovi record. Se un rischio incombe su una potenziale estensione di questa dinamica sui tassi, il metallo giallo dovrebbe continuare a beneficiare a medio termine del proseguimento del movimento di diversificazione delle riserve valutarie delle banche centrali e di un contesto geopolitico sempre sotto pressione.

CONVINZIONI CHIAVE

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.



DATI AGGIORNATI AL 18 OTTOBRE 2024

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	4,08%	34,15	20,37
Francia 10A	2,90%	-6,50	34,10
Germania 10A	2,18%	-2,40	16,10
Spagna 10A	2,87%	-12,40	-11,00
Svizzera 10A	0,41%	-11,10	-28,80
Giappone 10A	0,97%	12,80	35,90

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	37,43	-2,04%	1,93%
Titoli di Stato in EUR	209,34	0,77%	2,54%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	227,95	0,73%	5,37%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	360,63	0,03%	7,67%
Titoli di Stato USA	317,98	-1,07%	3,23%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	45,57	-0,61%	3,26%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9399	-0,97%	1,19%
GBP/USD	1,3052	-2,02%	2,52%
USD/CHF	0,8648	1,74%	2,78%
EUR/USD	1,0867	-2,64%	-1,56%
USD/JPY	149,53	3,95%	6,02%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	18,03	1,88	5,58

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	5.864,67	2,84%	22,95%
FTSE 100 (Regno Unito)	8.358,25	1,56%	8,08%
STOXX Europe 600	524,99	2,09%	9,60%
Topix	2.688,98	1,76%	13,63%
MSCI World	3.753,04	2,07%	18,42%
Shanghai SE Composite	3.925,23	22,62%	14,40%
MSCI Emerging Markets	1.155,12	4,40%	12,83%
MSCI Latam (America Latina)	2.189,39	-1,61%	-17,78%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	208,75	-0,65%	3,97%
MSCI Asia Ex Japan	752,87	5,71%	17,35%
CAC 40 (Francia)	7.613,05	1,50%	0,93%
DAX (Germania)	19.657,37	5,01%	17,35%
MIB (Italia)	35.204,26	4,27%	15,99%
IBEX (Spagna)	11.925,20	1,46%	18,05%
SMI (Svizzera)	12.326,76	3,29%	10,68%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.252,00	3,96%	-19,50%
Oro (USD/Oncia)	2.721,46	3,80%	31,92%
Greggio WTI (USD/Barile)	69,22	-3,75%	-3,39%
Argento (USD/Oncia)	33,23	6,60%	37,98%
Rame (USD/Tm)	9.625,50	1,57%	12,46%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	2,26	-7,23%	-10,18%

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

	LUGLIO 2024	AGOSTO 2024	SETTEMBRE 2024	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (18 OTTOBRE 2024)
MIGLIORI	3,39%	2,51%	19,79%	22,62%	22,95%
	2,50%	2,28%	16,42%	5,71%	18,42%
	1,70%	1,83%	10,58%	4,40%	17,35%
	1,32%	1,75%	9,96%	2,84%	14,40%
	1,13%	1,40%	8,91%	2,09%	13,63%
	0,90%	1,33%	7,70%	2,07%	12,83%
	-0,14%	0,46%	7,46%	1,76%	9,60%
	-0,55%	0,10%	4,78%	1,56%	8,08%
	-0,57%	-2,92%	-6,85%	-0,65%	3,97%
PEGGIORI	-0,59%	-3,51%	-14,59%	-1,61%	-17,78%

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



AIE: Agenzia internazionale dell'energia.

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

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

BLS: Bureau of Labor Statistics.

BNEF: Bloomberg New Energy Finance.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FMI: Fondo monetario internazionale.

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

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

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

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

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

IPCC: Gruppo intergovernativo sul cambiamento climatico.

IRENA: Agenzia internazionale per le energie rinnovabili.

ISM: Institute for Supply Management.

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

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

OCSE: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico.

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

OMC: Organizzazione Mondiale del Commercio.

OPEC: Organizzazione dei paesi produttori di petrolio.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SRI: Investimenti sostenibili e responsabili.

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

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

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

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

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

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

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

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



DICHIARAZIONE DI ESCLUSIONE DI RESPONSABILITÀ

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- in **Francia**: la presente pubblicazione è distribuita da CA Indosuez, società anonima con capitale di 584.325.015 euro, istituto di credito e broker assicurativo, iscritta nel Registro degli intermediari assicurativi con il numero 07 004 759 e nel Registro di commercio e delle società di Parigi con il numero 572 171 635, con sede legale in 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 Parigi e supervisionata dall'Autorità francese di controllo prudenziale e di risoluzione e dall'Autorità francese dei mercati finanziari;

- in **Lussemburgo**: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe), società per azioni (società anonyme) di diritto lussemburghese con capitale di 415.000.000 euro e sede sociale in 39 allée Scheffer L-2520 Lussemburgo, immatricolata presso il Registro delle Società del Lussemburgo con il numero B91.986, operante come istituto di credito con sede in Lussemburgo sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Crediti fotografici: Adobe Stock.

Finito di redigere il 18.10.2024.

