

GLOBAL OUTLOOK 2025

UN MONDO IN TRASFORMAZIONE

Un mondo in trasformazione

Global Outlook 2025

• **Sommario**

| | |
|--|-----------|
| 01• Editoriale | 4 |
| UN MONDO IN TRASFORMAZIONE | |
| 02• Messaggi Chiave | 6 |
| CINQUE MESSAGGI CHIAVE SULLA STRATEGIA DI INVESTIMENTO | |
| 03• Macroeconomia | 10 |
| L'EFFETTO FARFALLA | |
| 04• Asset Allocation | 14 |
| MULTI-ASSET NEL 2025: IL MEGLIO DEI DUE MONDI | |
| 05• Focus | 18 |
| Azioni | 19 |
| L'IA E' IL NUOVO MOTORE DELLA CRESCITA DELLA PRODUTTIVITÀ? | |
| Reddito Fisso | 22 |
| UNA STORIA MACROECONOMICA A LUNGO TERMINE: SCRITTA IN R-STAR | |
| Forex | 25 |
| LA STORIA DI UNA VALUTA: I MITI DEL DOLLARO E I CERCATORI D'ORO | |
| Mercati Emergenti | 29 |
| L'ASEAN EMERGE IN MEZZO ALLE RIFORME DELLA CINA | |
| Finanza Sostenibile | 32 |
| ELETTRIFICAZIONE: IL NUOVO ELDORADO? | |
| Private Markets | 35 |
| PRIVATE MARKETS NEL 2025: ACQUISTANO SLANCIO! | |
| 06• Presenza Internazionale | 38 |
| 07• Glossario | 40 |
| 08• Dichiarazione Di Esclusione Di Responsabilità | 42 |



01 | Editoriale



Alexandre DRABOWICZ
Chief Investment Officer

UN MONDO IN TRASFORMAZIONE

Caro Lettore,

Nella nostra precedente edizione del Global Outlook, intitolata "Alla ricerca di un nuovo regime di inflazione," abbiamo sottolineato "la necessità di allontanarsi dall'inflazione elevata, evitare la stagflazione e raggiungere un regime di reflazione". Abbiamo raggiunto questo obiettivo? L'inflazione complessiva negli Stati Uniti è diminuita dal 3,4% al 2,4%, e nell'Area Euro è scesa dal 2,9% all'obiettivo della Banca Centrale Europea (BCE) del 2,0%. Questo progresso ha permesso a sette delle dieci principali banche centrali dei mercati sviluppati di iniziare a ridurre i tassi d'interesse, con la BCE che ha iniziato i tagli tre mesi prima della Federal Reserve (Fed) a giugno. Entrambi i consigli direttivi stanno ora avviando la normalizzazione della politica monetaria. È una missione compiuta per il 2025?

QUOTA DI CROCIERA

Per tutto il 2024, abbiamo mantenuto uno scenario di atterraggio morbido per l'economia degli Stati Uniti, nonostante un timore inflazionistico nel primo trimestre del 2024 e un timore di recessione durante l'estate.

Abbiamo mantenuto invariata la nostra visione e crediamo che questa situazione probabilmente persisterà fino al 2025. Ci aspettiamo che l'economia degli Stati Uniti cresca del 2%, leggermente al di sopra del potenziale, mentre l'inflazione dovrebbe attestarsi intorno al 2,2%. In effetti, la narrativa dell'atterraggio morbido è alquanto obsoleta: l'economia degli Stati Uniti non è mai realmente atterrata e continua a operare ad una quota di crociera. La domanda chiave per il 2025 sarà se la nuova amministrazione Trump sarà reflazionistica o stagflazionistica.

DALLE INCERTEZZE POLITICHE A QUELLE PROGRAMMATICHE

Nel 2024, il 40% della popolazione mondiale era previsto dovesse votare. Le elezioni in India e nell'Unione Europea (UE) hanno riservato sorprese, mentre l'esito delle elezioni negli Stati Uniti è stato chiaro e incontestato, ma ha aperto la porta a molte domande. Stiamo passando da un'era di incertezze politiche nel 2024 a un'era di incertezze programmatiche nel 2025.



La nuova amministrazione Trump è ampiamente vista come pro-crescita, pro-business e pro-de-regulation, probabilmente estenderà i tagli fiscali e ridurrà le tasse aziendali. Con l'economia degli Stati Uniti già su una traiettoria positiva, queste politiche reflazionistiche potrebbero spingere l'economia verso il surriscaldamento. In questo scenario senza atterraggio, la Fed potrebbe essere costretta a interrompere prematuramente il ciclo di taglio dei tassi, mettendo a rischio le azioni e le loro valutazioni elevate. Sarà un equilibrio delicato da mantenere.

BATTAGLIA TRA GIGANTI

Un'altra incertezza politica risiede nella politica tariffaria degli Stati Uniti. Non è chiaro se l'amministrazione Trump seguirà la proposta di aggiungere spazio, un dazio generalizzato del 10%-20% e di un dazio del 60% sulla Cina. Sono più probabili imposte più modeste, simili a quelle viste nel 2018/2019, mentre Donald Trump cerca di portare a casa "accordi trofeo". Anche se il mercato potrebbe preoccuparsi degli annunci e degli ordini esecutivi, la nostra ipotesi è che Donald Trump eviterà di creare un nuovo picco inflazionistico, concentrandosi invece sulla realizzazione di accordi commerciali. Donald Trump è stato eletto perché l'aumento dei prezzi sotto l'amministrazione Biden si è rivelato fatale, e cercherà di evitare di ripetere quell'errore.

L'altra battaglia potrebbe essere con la Fed. Prevediamo che la Fed taglierà i tassi per raggiungere il 3,5% nel 2025, anche se c'è il rischio che tagli meno se percepisce le minacce inflazionistiche legate ai dazi. Tuttavia, se i dazi rimarranno un effetto *tantum* e le aspettative di inflazione rimarranno stabili, la Fed potrebbe guardare oltre gli effetti di breve termine e continuare i suoi aggiustamenti di politica monetaria. Jerome Powell ha chiaramente affermato: "non tiriamo ad indovinare, non facciamo speculazioni e non diamo per scontate" le future politiche economiche di Donald Trump.

In definitiva, crediamo che il mercato obbligazionario sarà l'arbitro di quali politiche siano accettabili. Mentre l'S&P 500 sarà il barometro del successo economico di Donald Trump, il tasso di prestito decennale del Tesoro sarà il giudice della sua sostenibilità finanziaria.

Con il debito degli Stati Uniti che, nel peggiore dei casi, potrebbe raggiungere il 160% del PIL entro il 2035, il Senato vorrà evitare una spesa per di interessi fuori controllo, rendendo necessaria una maggiore attenzione alle finanze pubbliche.

A OGNI COSTO

Che dire dell'Europa, presa tra questi due giganti, gli Stati Uniti e la Cina? Ci aspettiamo che l'economia dell'Area Euro registri una crescita sotto il potenziale dello 0,8% nel 2025, con rischi al ribasso. La BCE, ben consapevole delle debolezze dell'economia, è pronta ad agire. Prevediamo ulteriori tagli per raggiungere il 2% nel 2025, ma notiamo che questa previsione è sbilanciata verso il basso per contrastare qualsiasi ulteriore debolezza derivante dai dazi e al loro impatto economico.

Una seconda amministrazione Trump potrebbe rappresentare un momento decisivo e di trasformazione per l'Europa, in particolare per quanto riguarda la propria difesa. Come ha dichiarato il Presidente francese dopo la vittoria di Donald Trump, "Vogliamo leggere la storia scritta da altri?" In altre parole, l'Europa ha bisogno di scrivere la propria storia proteggendo i propri interessi. L'improvvisa rottura della coalizione tedesca riapre il dibattito intorno al freno costituzionale del debito¹. Con il deficit tedesco al 63% del PIL, la Germania ha un ampio margine di manovra per stimolare gli investimenti, sia per se stessa che per unirsi agli sforzi di debito congiunto per la difesa europea. Questo potrebbe diventare il momento del "Whatever it takes" (a ogni costo) per proteggere l'Europa, anche se probabilmente ci vorrà tempo e potrebbe non essere un fattore di breve termine per cambiare la percezione degli investitori sull'Europa.

Questa nuova edizione, intitolata "Un Mondo in Trasformazione", esplora il panorama macroeconomico in evoluzione, compreso l'impatto dell'IA sulla crescita, la definizione dei tassi di interesse di equilibrio, l'allontanamento dal dollaro USA nei mercati valutari, il riequilibrio economico della Cina e la transizione energetica verso l'elettrificazione. Esaminiamo questi temi accattivanti per fornire preziosi approfondimenti.

Infine, è anche un mondo in trasformazione per Indosuez Wealth Management, dopo l'acquisizione di Degroof Petercam. Diamo il benvenuto a due nuovi collaboratori in questa edizione: Jérôme van der Bruggen, che condivide i nostri messaggi chiave, e Hans Bevers, che fornisce un affascinante articolo sulla definizione del tasso neutrale di politica della banca centrale, "Una storia macroeconomica a lungo termine: scritta in R-star²".

Vi auguro una piacevole lettura di questa nuova edizione del Global Outlook.

1 - In Germania, il governo federale e i 16 stati sono obbligati a bilanciare i loro bilanci e sono praticamente proibiti dal contrarre ulteriori prestiti.

2 - R-star: il tasso di interesse naturale al quale l'economia è in piena occupazione e l'inflazione è stabile, senza stimolare o rallentare la crescita economica.



02 | Messaggi Chiave



CINQUE MESSAGGI CHIAVE SULLA STRATEGIA DI INVESTIMENTO



Jérôme VAN DER BRUGGEN
Chief Investment Officer Private Banking,
Degroof Petercam

Le difficoltà che i decisori globali devono affrontare nella formulazione di una politica economica unificata per il mondo sono commisurate alla posta in gioco. La forte decelerazione (e in alcuni casi persino il calo) della crescita demografica e il cambiamento climatico richiedono risposte politiche coraggiose e coordinate.

Il mondo appare certamente diviso su molte questioni, ma, se si guarda da una prospettiva più ampia, i tre grandi blocchi valutari rappresentati dagli Stati Uniti, dalla Cina e dall'Area Euro mirano - in linea di massima - alla stessa risposta, sebbene con intensità diverse. Grandi investimenti pubblici e privati per stimolare la crescita della produttività, con il supporto di una politica monetaria accomodante. Il mondo è un luogo rischioso, ma le ricompense per l'investitore di lungo periodo sono attraenti.

Riassumiamo la nostra strategia di investimento in cinque messaggi chiave e rimandiamo agli articoli dedicati all'interno di questa edizione di Global Outlook.

I TAGLI DEI TASSI POTREBBERO ESSERE RITARDATI MA È IMPROBABILE CHE VENGANO FERMATI

Il contesto per i mercati azionari continua a essere positivo

Allentare o non allentare... Parlando su Odd Lots (il podcast) da Jackson Hole alla fine di agosto 2024, Adam Posen, attuale presidente del Peterson Institute ed ex membro votante del Comitato di Politica Monetaria della Banca d'Inghilterra, ha espresso l'opinione che l'atteggiamento della Federal Reserve (Fed) dovrebbe essere più sfumato. Ha definito l'intervento tanto atteso di Jerome Powell alla convention dei banchieri centrali un discorso "mirato". Quello che intendeva è che il presidente della Fed, che aveva mirato alla lotta contro l'inflazione nel 2022, ora stava concentrando troppo strettamente la sua attenzione sul mercato del lavoro, per abbattere i rischi di recessione.

L'agenda di Donald Trump sui tagli fiscali e i dazi potrebbe effettivamente rallentare il ritmo dei tagli dei tassi. Tuttavia, come spiega **Bénédicte Kukla**, se i tagli dei tassi saranno ritardati, probabilmente non saranno fermati. Il ciclo di allentamento ha ancora spazio per proseguire. Se è così, dove - a quale tasso terminale - si fermeranno i tagli della Fed per questo ciclo?

Hans Bevers sostiene che un Tasso di Interesse Neutrale si aggiri intorno all'1,5%. Dato che la Fed continua a puntare ad un tasso di inflazione del 2%, ciò significa che un tasso terminale del 3,5% non sarebbe né accomodante né restrittivo. Nel frattempo, si prevede che gli Stati Uniti raggiungano un "atterraggio morbido", con una crescita che si normalizza intorno al 2%. Con una crescita ancora robusta e ulteriori allentamenti in vista, il contesto per le azioni rimane positivo. Per quanto riguarda il mercato obbligazionario, che ha risentito ancora una volta del repricing al rialzo dell'inflazione e della crescita globale nel 2024, potrebbe riacquistare interesse nel 2025, ma a beneficiarne saranno soprattutto le obbligazioni a breve e medio termine rispetto a quelle a lungo termine che rimangono vulnerabili alle preoccupazioni sui premi a termine e sulla sostenibilità del debito pubblico. Infine, nei Private Markets, **Nicolas Renault, Remy Pomathios e Matthieu Roumagnac** vedono il miglioramento delle condizioni del mercato finanziario come i primi segnali di ottimismo per gli investitori in quello che potrebbe essere un anno di svolta.



L'ECCEZIONALITÀ DEGLI STATI UNITI PREVALE

Il peso delle azioni Statunitensi nei portafogli globali continua a crescere

La maggior parte degli osservatori attribuisce la tenuta del mercato azionario statunitense nell'ultimo decennio a una serie di condizioni eccezionali che sostengono la straordinaria crescita economica vissuta negli Stati Uniti. In primo luogo, la dimensione della sua economia e le sue vaste risorse naturali forniscono solide fondamenta. Poi c'è la cultura aziendale di innovazione e capacità di esecuzione, supportata da mercati finanziari affidabili che offrono ampie riserve di finanziamento.

La robustezza dei mercati finanziari statunitensi è in parte alimentata dallo status della sua valuta. Il dollaro è la valuta del commercio globale e rappresenta oltre il 58% delle riserve valutarie globali.

Come afferma **Lucas Meric**, sebbene il dominio del dollaro sia messo in discussione dal desiderio dei paesi emergenti di ridurre la loro dipendenza dalla valuta, i timori di una "de-dollarizzazione" sembrano esagerati. Un elemento finale che aiuta a spiegare l'eccezionalità degli Stati Uniti è la strategia politica delle istituzioni statunitensi che hanno implementato misure audaci come il Tax Cuts and Jobs Act (TCJA) del 2017 o il CHIPS and Science Act del 2022. Tutto questo ha aiutato le aziende statunitensi a mostrare una crescita degli utili superiore rispetto ai loro omologhi globali e ha sostenuto la performance del mercato azionario statunitense e il peso crescente delle azioni statunitensi nei portafogli globali.

L'INTELLIGENZA ARTIFICIALE E L'ELETTRIFICAZIONE: DUE TEMI DURATURI

Entrambi probabilmente continueranno ad attirare investimenti massicci

Due aree probabilmente parteciperanno al tanto necessario impulso alla crescita della produttività nei prossimi anni. Una - l'Intelligenza Artificiale (IA) - è attualmente alla base del mercato rialzista delle azioni tecnologiche statunitensi. **Nicolas Mougéot** spiega perché l'IA, nonostante i costi elevati di sviluppo e l'aumento della domanda di energia, è destinata a guidare la crescita della produttività come hanno fatto le passate rivoluzioni tecnologiche.

Aree come l'IA generativa, che crea nuovi contenuti a partire dai dati esistenti, hanno un grande potenziale economico. Egli identifica diverse altre aree come l'automazione, la complementarità dei compiti, la creazione di nuovi compiti e i progressi nella robotica dove (principalmente) le aziende tecnologiche statunitensi sono leader nell'adozione dell'IA.

Il secondo tema - l'elettrificazione - impatta più di un settore. **Fabrice de Sousa** e **Laura Corrieras** lo definiscono un Nuovo Eldorado e spiegano come modella la transizione energetica che a sua volta dipende dalla produzione di elettricità rinnovabile. Entro il 2050, la produzione di elettricità dovrebbe più che raddoppiare e diventare più verde, con il 70% proveniente da fonti non fossili, rispetto all'11% di oggi. I settori che probabilmente beneficeranno degli investimenti includono l'energia rinnovabile, lo stoccaggio di energia, la trasformazione della rete e i veicoli elettrici.



MENTRE LA CINA SI RIFORMA, L'ASEAN EMERGE

Rimaniamo positivi su una selezione di azioni dei mercati emergenti, specialmente in Asia

La crescita reale del PIL della Cina si è mantenuta intorno al 5% nel 2024, nonostante i persistenti problemi immobiliari che hanno influenzato investimenti e consumi. Le incertezze politiche hanno portato a dazi globali contro la Cina, riducendo le esportazioni cinesi del 4,7% a livello globale e del 13% verso gli Stati Uniti nel 2023. In risposta, la Cina ha avviato forti misure politiche alla fine del 2024, concentrandosi sulla ristrutturazione industriale e sul supporto fiscale.

Gli ottimisti, come **Francis Tan**, ritengono che questi sforzi si stiano stabilizzando, con implicazioni positive per i mercati emergenti (EM) e l'ASEAN. Il cambiamento delle catene di approvvigionamento, guidato dalle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina, avvantaggia l'ASEAN, che sta anche registrando anche una robusta crescita demografica, un aumento degli investimenti diretti esteri (IDE) e riforme favorevoli al mercato. Le economie dinamiche dell'ASEAN sono pronte a continuare a guidare la crescita globale. Rimaniamo positivi su una selezione di azioni dei mercati emergenti, specialmente in Asia, dove il potenziale di crescita è supportato da un ciclo di allentamento monetario in corso e dalla prospettiva di uno stimolo cinese che potrebbe fungere da catalizzatore regionale.

PORTAFOGLI MULTI-ASSET: IL MEGLIO DEI DUE MONDI

Tali portafogli sono bilanciati, diversificati e gestiti con forti idee di investimento

Gli investitori sono spesso perplessi su come esprimere le proprie convinzioni nei portafogli di azioni o obbligazioni. **Grégory Steiner** e **Adrien Roure** spiegano perché pensano che un approccio multi-asset offra il meglio dei due mondi. L'obiettivo di tale approccio è fornire un apprezzamento del capitale investendo in un'ampia gamma di strumenti finanziari, facendo affidamento sul premio per il rischio intrinseco a tutte le *asset class*. In questo modo, tali portafogli sono costruiti per offrire diverse caratteristiche attraenti che consentono agli investitori di affrontare la volatilità dei mercati finanziari. Sono bilanciati e progettati per ottimizzare i rendimenti rispetto al rischio assunto. Sono altamente diversificati sia a livello geografico che settoriale, e includono valute estere e materie prime, come l'oro. Infine, sono gestiti attivamente e, presso Indosuez Wealth Management, riflettono le principali idee espresse nella strategia di investimento sopra riassunta.



03 | Macroeconomia



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

Il 2024 è stato un anno cruciale per la democrazia, con elezioni chiave che hanno avuto conseguenze significative e di vasta portata. Nel 2025, l'incertezza politica lascerà il posto all'incertezza delle manovre politiche sotto Trump 2.0, creando potenzialmente ripercussioni in tutto il mondo. La domanda interna sarà la principale fonte di crescita sia in Europa che in Cina, poiché il riassetto della globalizzazione continua e mette in evidenza il rischio della dipendenza dal commercio estero. Mentre i dazi rappresentano un rischio per le aspettative di inflazione, ci si aspetta che le banche centrali continuino a ridurre i tassi nel 2025.



In rotta verso uno
**SCENARIO
DI "ATTER-
RAGGIO
MORBIDO"**
per gli Stati Uniti

UN'AZIONE UNITARIA

Nelle elezioni del 2024, alla fine non si è trattato di un cambiamento di stato o settore a favore di Donald Trump, ma di uno spostamento nazionale verso destra che ha dato a Donald Trump un chiaro mandato per l'economia statunitense e per l'"americanizzazione". L'impatto sulla crescita dipenderà dal grado in cui Donald Trump manterrà le sue significative promesse elettorali. Gli Stati Uniti sono in rotta verso uno scenario di "atterraggio morbido", in cui la crescita dovrebbe normalizzarsi intorno al 2% entro il 2025, leggermente al di sopra della crescita potenziale di lungo termine (stimata all'1,8%), poiché i consumi si raffreddano in linea con i salari in un mercato del lavoro meno rigido (ritorno al tasso di disoccupazione del 2019 del 4%).

La probabile estensione dei precedenti tagli fiscali di Trump (TCJA) alla fine del 2025 è inclusa nel nostro scenario e dovrebbe contribuire a mantenere il tasso di crescita. Anche l'implementazione di un dazio del 60% sui beni cinesi sembra probabile, giustificabile con l'acclarata iniquità dei sussidi alla produzione. Entrambe le note misure potrebbero ostacolare l'attuale calo dell'inflazione dei beni. Un picco a breve termine dell'inflazione potrebbe indurre la Federal Reserve (Fed) ad essere cauta. Tuttavia, ciò non dovrebbe impedire alla Fed di mantenere una politica meno restrittiva, anche se il tasso neutrale di interesse è presumibilmente più alto (vedi l'articolo "Una storia macroeconomica a lungo termine: scritta in R-star" a pagina 22).

La Fed ha chiarito in un documento del Federal Open Market Committee (FOMC) del 2018 (a seguito delle restrizioni commerciali iniziali di Trump) che una politica "see-through"—in base alla quale la risposta monetaria è quella di trascurare un aumento temporaneo dell'inflazione e di ridurre il tasso di politica monetaria—sarebbe appropriata in risposta agli aumenti dei dazi, a condizione che le aspettative di inflazione rimangano saldamente ancorate e non influenzino i salari. Questi ultimi saranno quindi gli elementi da tenere d'occhio. Gli elementi che non sono stati inclusi nel nostro scenario a causa dell'incertezza sull'implementazione includono la riduzione del tasso di imposta sulle società al 15%, che rappresenta un rischio al rialzo per il nostro scenario. Al contrario, gli effetti della proposta di un dazio globale del 10% e delle misure per ridurre drasticamente l'immigrazione sono stagflazionistici.

UN FRENO FISCALE O UNA ROTTURA FISCALE?

La crescita del PIL dovrebbe migliorare man mano che il potere d'acquisto aumenta e gli investimenti beneficiano di tassi più bassi, ma la divergenza nella crescita nell'Area Euro continuerà nel 2025. La Germania è l'incognita principale nel nostro scenario. La Germania ha un eccesso di risparmi delle famiglie (al 20% dei redditi nel secondo trimestre), che potrebbe essere sbloccato con la diminuzione dei tassi, ma le incertezze politiche continuano a minare la fiducia delle imprese. La rottura improvvisa della coalizione di governo in Germania riaprirà il dibattito attorno al freno costituzionale del debito e alla crescente necessità di stimolare gli investimenti.



Formare un nuovo governo richiede tempo, ma potrebbe rappresentare un barlume di speranza per un'Europa in difficoltà.

Purtroppo, le buone notizie finiscono qui, poiché la Germania continua a trovarsi sulla difensiva nella competizione fiscale con gli Stati Uniti (la Germania ha il sesto tasso di imposta sul reddito delle società più alto dell'OCSE, al 29,9%) e nella competizione dei prezzi con la Cina. In Francia, dove il rapporto debito pubblico/PIL raggiungerà il 115% nel 2025, gli sforzi per contenere la spesa sono significativi, con un aggiustamento di oltre l'1% del PIL previsto nel progetto di bilancio. Negli ultimi 20 anni, c'è stato solo un caso di stretta di bilancio superiore a un punto percentuale del PIL registrato in Francia (ed è avvenuto durante la crisi del debito sovrano europeo). Per Spagna e Italia, la stretta fiscale interna sarà probabilmente almeno parzialmente compensata dalla spesa del Fondo di Recupero e Resilienza dell'UE, che dovrebbe aumentare l'anno prossimo prima della scadenza del 2026 (solo il 40% dei 650 miliardi di euro assegnati ai paesi è stato erogato).

Con entrambi i principali motori economici in calo nel 2025, si prevede che l'Area Euro crescerà meno dell'1% nel 2025 (Tabella 1). La Banca Centrale Europea (BCE) potrebbe dover tagliare i tassi in modo più aggressivo se la crescita del PIL europeo si indebolisce significativamente. Tuttavia, un significativo deprezzamento dell'euro insieme alla ritorsione tariffaria europea potrebbe alimentare timori di inflazione.

MERCATI EMERGENTI

Per i mercati emergenti, i risultati elettorali sono stati contrastanti in termini di stabilità. In India, la caduta dei governi di maggioranza potrebbe rendere più difficile portare avanti le ambiziose agende di riforma. In Messico, la continuità nella leadership con il Presidente Claudia Sheinbaum potrebbe consentire una certa coerenza nelle politiche. Tuttavia, la sua amministrazione affronta sfide, tra cui la gestione di un alto deficit e l'imminente rinegoziazione dell'accordo commerciale USMCA nel 2026, che limiterà la sua flessibilità politica, in particolare con la Cina.

L'Asia emergente continuerà a essere il principale motore della crescita del PIL nel 2025, anche se la crescita cinese dovrebbe rallentare e quella indiana si normalizzerà sui livelli pre-pandemia. La Cina dovrebbe destinare più risorse allo sviluppo della domanda interna e regionale. La trasformazione in corso della globalizzazione si intensificherà (grafico 1, pagina 13), e i mercati emergenti (ME) sono vulnerabili ai dazi sulla Cina, che potrebbero ostacolare la crescita cinese e influenzare le economie che dipendono da essa. Tuttavia, paesi come il Vietnam, l'India e la Corea del Sud potrebbero beneficiare dei potenziali dazi sulla Cina, come è già evidente. Pertanto, si prevede che l'Asia supererà l'America Latina, con la forza della crescita del PIL del Brasile che spicca rispetto al Messico.



CRESCITA
dell'Area Euro
INFERIORE
ALL'1%
nel 2025

TABELLA 1: PREVISIONI MACROECONOMICHE 2024-2026, %

| | GDP | | | INFLATION | | |
|--------------|------------|------------|------------|-----------|------|------|
| | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2026 |
| Stati Uniti | 2,7 | 2,1 | 2,0 | 2,9 | 2,2 | 2,2 |
| Area Euro | 0,7 | 0,8 | 1,2 | 2,3 | 1,7 | 2,0 |
| Cina | 4,8 | 4,7 | 4,5 | 0,7 | 1,8 | 1,5 |
| Giappone | 0,3 | 1,1 | 0,8 | 2,2 | 2,0 | 2,0 |
| Mondo | 3,1 | 2,9 | 2,7 | - | - | - |

Fonte: Indosuez Wealth Management.



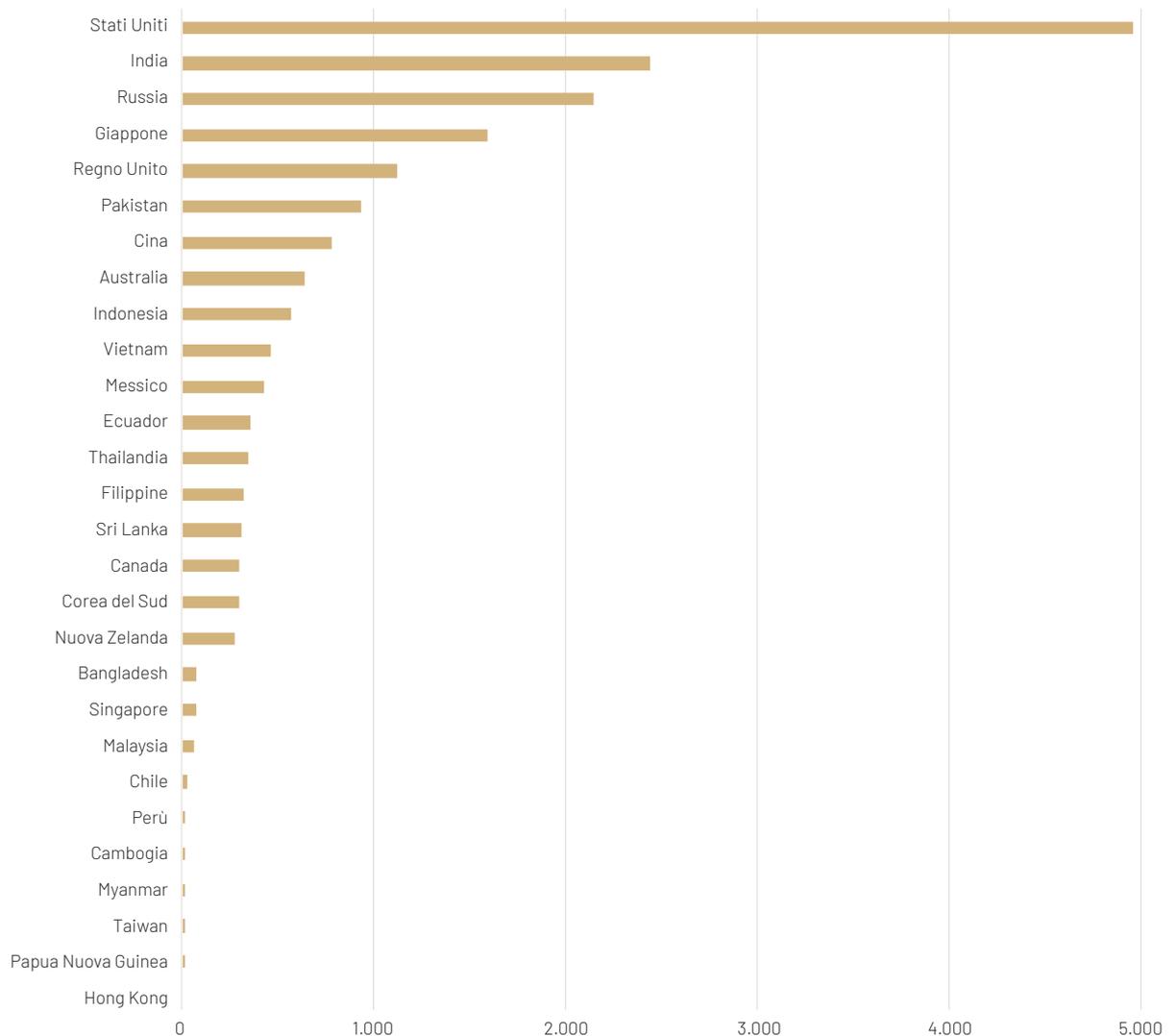
ESPONENZIALI RISCHI DI GUERRA COMMERCIALE

Con le elezioni statunitensi alle spalle, l'incertezza politica è diminuita, ma con il ritorno di Trump in carica, l'incertezza normativa è aumentata. Il principale rischio evidenziato dal recente rapporto del Fondo Monetario Internazionale (FMI) è che un aumento universale dei dazi si traduca in più inflazione, con solo piccoli effetti sul saldo commerciale. Sebbene i dazi più alti negli Stati Uniti riorientino la domanda americana lontano dai beni prodotti nell'Area Euro o in Cina, riducendo conseguentemente l'inflazione in queste regioni, portano anche ad un apprezzamento del dollaro statunitense, rendendo le importazioni più costose per i consumatori globali.

Inoltre, si prevede che entro il 2026 entreranno in vigore dazi di ritorsione, che faranno salire ulteriormente i prezzi al consumo. Sotto Donald Trump, una maggiore inflazione, tassi di interesse più alti e un dollaro più forte potrebbero anche avere un impatto negativo sulle valute dei mercati emergenti. Se queste tendenze si prolungheranno o saranno eccessive, le banche centrali dei Paesi emergenti potrebbero essere costrette a stabilizzare le loro valute attraverso aumenti dei tassi di interesse (o minori tagli).

Infine, si prevede che il conflitto in Ucraina e le operazioni in Medio Oriente si estenderanno nel prossimo anno. Tuttavia, l'impatto sui prezzi globali del petrolio (spesso il capro espiatorio della geopolitica) potrebbe essere mitigato da un cambiamento strutturale nella domanda di energia, poiché l'adozione di veicoli elettrici riduce il consumo di petrolio e la produzione incoraggiata dagli Stati Uniti, il principale produttore di petrolio al mondo.

GRAFICO 1: NUMERO DI DAZI³



Fonti: Sustainable Trade Index(2022), Indosuez Wealth Management.

3 -Secondo il Global Trade Alert, un dazio è qualsiasi tassa sulle merci importate che discrimina gli interessi commerciali esteri.



04 | Asset Allocation



Grégory STEINER, CFA
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

Il 2025 sembra destinato a essere un anno impegnativo, con l'adattabilità che sarà fondamentale per catturare le rotazioni settoriali, gestire l'aumento della volatilità e navigare in ambienti politici e monetari frammentati. Il successo si baserà su una gestione fondata sulle convinzioni, mantenendo al contempo un approccio selettivo alle azioni statunitensi e dei mercati emergenti, agli asset di alta qualità con rendimento e, inoltre, agli asset diversificanti.



2025:
gli investitori
dovranno essere
**AGILI E
FLESSIBILI**

2024: UN ANNO DI TRANSIZIONE E DI TENUTA ECONOMICA

Il 2024 si è rivelato una tappa fondamentale nel ciclo economico globale, con le dinamiche economiche e monetarie che si stanno gradualmente normalizzando. Mentre gli economisti prevedevano una crescita globale uniformemente fragile, le economie sviluppate hanno preso traiettorie divergenti. Negli Stati Uniti, la forza economica ha superato le aspettative, trainata dalla robustezza dei consumatori statunitensi. Questa dinamica ha contribuito a una disinflazione più lenta del previsto, portando a tagli dei tassi più tardivi e moderati rispetto ad altre economie avanzate.

Il contrasto è sorprendente in Europa. Dopo una lieve ripresa all'inizio dell'anno, l'Area Euro ha infine registrato una crescita modesta ed eterogenea. Le economie del sud hanno beneficiato dei pacchetti di stimolo europei e di una ripresa del turismo, mentre le economie del nord, in particolare la Germania, sono state ostacolate dalla loro dipendenza dal settore manifatturiero e dai legami commerciali con la Cina.

Nei paesi emergenti, le situazioni sono state varie, ma complessivamente la rilocalizzazione industriale e l'inizio di un ciclo di allentamento monetario hanno stimolato la crescita, soprattutto in Asia. La Cina rimane un'eccezione notevole poiché ha continuato ad affrontare le conseguenze della crisi immobiliare e delle sfide strutturali. Tuttavia, l'introduzione di importanti nuovi piani di stimolo alla fine del 2024 potrebbe dare una spinta all'economia cinese per i prossimi trimestri.

2025: UN ANNO VOLATILE INFLUENZATO DAI DATI ECONOMICI?

Il messaggio chiave per il 2025 ci sembra chiaro: l'investitore dovrà essere agile e flessibile di fronte agli episodi di volatilità che probabilmente si moltiplicheranno e intensificheranno. A nostro avviso, sono diversi i fattori che contribuiscono a questa visione:

- **Incertezza sulla traiettoria dell'economia statunitense:** Mentre il consenso si è rapidamente adeguato per prevedere una forte economia statunitense nel 2024, le prospettive per il 2025 rimangono discordanti. Se ci aspettiamo un atterraggio morbido dell'attività economica statunitense, i frequenti cambiamenti di politica tra crescita sostenuta e rallentamento potrebbero aumentare il nervosismo degli investitori e portare a significative rotazioni settoriali.
- **Politica monetaria asincrona:** La forza dell'economia statunitense rispetto all'Area Euro ci porta a prevedere tagli dei tassi di interesse più moderati negli Stati Uniti. Questa divergenza probabilmente porterà a significative differenze di performance tra aree geografiche. Tuttavia, riteniamo che l'attuale ciclo globale di allentamento monetario stia creando condizioni favorevoli per alcuni segmenti, come il settore immobiliare quotato europeo e le piccole e medie imprese statunitensi, per recuperare.
- **Implicazioni politiche e protettive:** Ci aspettiamo che emergano le prime implicazioni concrete delle elezioni del 2024, in particolare negli Stati Uniti, dove una rivalutazione delle priorità economiche potrebbe avvantaggiare le azioni domestiche. In Europa, il consolidamento fiscale potrebbe frenare la crescita e rendere l'ambiente più difficile per gli asset europei.



Nel frattempo, i mercati emergenti dovranno continuare ad adattare le proprie strategie, in particolare attraverso nuove alleanze commerciali, mentre la Cina ed i suoi sforzi di stimolo fiscale saranno un punto chiave di attenzione.

- **Fattori geopolitici:** L'onnipresenza delle tensioni geopolitiche rende il panorama degli investimenti più incerto con potenzialmente più episodi di volatilità. Tuttavia, il contesto geopolitico e l'aumento del protezionismo potrebbero presentare opportunità tattiche per i mercati, ma potrebbero anche avvantaggiare segmenti specifici come le azioni della difesa e dei semiconduttori nel lungo termine.

Le azioni statunitensi rimangono il nostro focus, non solo per le prospettive economiche più solide, ma anche perché le aziende sono maggiormente in grado di soddisfare le aspettative di crescita degli utili. Mentre la forte domanda di Intelligenza Artificiale (IA) ha inizialmente favorito i titoli tecnologici, riteniamo che la sua diffusione nell'intera economia dovrebbe consentire un allargamento della performance dei mercati azionari, soprattutto quando alcuni segmenti dimenticati del mercato azionario recupereranno terreno. Tuttavia, le valutazioni attuali limitano il potenziale per un'espansione dei multipli nel breve termine.

Al contrario, nonostante le valutazioni attraenti nell'Area Euro, rimaniamo cauti di fronte al momento economico meno favorevole, alla prospettiva di un consolidamento fiscale e al crescente protezionismo globale che potrebbe colpire la regione. Il Regno Unito potrebbe comunque essere un'area di sovraperformance, beneficiando di un rinnovato slancio politico, di un atteggiamento più conciliante degli Stati Uniti e di un possibile riavvicinamento con l'Unione Europea.

Infine, rimaniamo positivi su una selezione di azioni dei mercati emergenti, soprattutto in Asia, dove il potenziale di crescita è sostenuto da un ciclo di allentamento monetario in corso e dalla prospettiva di uno stimolo cinese che potrebbe fungere da catalizzatore regionale.



2025:

Scegliere i

SETTORI E
LE AZIENDE
GIUSTE

sarà fondamentale

MERCATI AZIONARI: VERSO UN MERCATO DI IDEE FORTI?

Nel 2024, il quadro macroeconomico ha permesso ai mercati azionari di crescere notevolmente e in modo direzionale, con performance concentrate su alcuni segmenti, in primis il settore tecnologico statunitense. Nel 2025, ci aspettiamo un passaggio verso un contesto in cui la capacità di scegliere i settori e le aziende giuste sarà fondamentale. Pur rimanendo costruttivi sugli asset rischiosi, le sfide del prossimo anno richiedono un atteggiamento flessibile e opportunistico.



Il
**MERCATO
OBBLIGAZIO-
NARIO**
potrebbe tornare
a suscitare
interesse nel
2025

DIVERSIFICAZIONE OBBLIGAZIONARIA ACCANTO ALLE AZIONI

Se da un lato ci aspettiamo rendimenti positivi dai mercati azionari, il mercato obbligazionario, colpito da un rialzo dei prezzi dell'inflazione e della crescita globale nel 2024, potrebbe tornare a suscitare interesse nel 2025.

Da un lato, è probabile che la correlazione tra azioni e obbligazioni si normalizzi, restituendo alle obbligazioni il loro ruolo di copertura nei portafogli. Dall'altro, il ciclo di allentamento monetario è in corso, a vantaggio soprattutto delle obbligazioni a breve e medio termine. Al contrario, le obbligazioni a lungo termine rimangono vulnerabili alle preoccupazioni riguardanti i premi per il rischio e sulla sostenibilità del debito pubblico.

Dal punto di vista geografico, i titoli di stato europei, sebbene offrano rendimenti più bassi, potrebbero beneficiare di tagli dei tassi di interesse più pronunciati, offrendo un potenziale di apprezzamento del capitale aggiuntivo rispetto ai titoli di stato statunitensi. Per quanto riguarda il credito, ribadiamo il nostro focus sul debito societario di alta qualità e sui migliori segmenti *high yield*, che ci permettono di sfruttare un livello di rendimento attraente adeguatamente compensato dal rischio incorporato.

PER APPROFONDIRE: ALCUNE OPPORTUNITÀ DI DIVERSIFICAZIONE

Alcune classi di attività dovrebbero anche svolgere un ruolo chiave nella diversificazione del portafoglio:

- **Linker statunitensi:** In uno scenario di "no landing", i tassi reali incorporati nei linker statunitensi forniscono un vero carry.
- **Debito dei mercati emergenti in valuta locale:** Oltre a beneficiare di un rendimento attraente, questa classe di attivi rimane rilevante per trarre vantaggio da un ambiente monetario più favorevole.
- **Oro e dollaro statunitense:** L'oro rimane un asset di diversificazione, il cui prezzo continua a essere sostenuto dalla crescente domanda delle banche centrali dei mercati emergenti. Nel frattempo, il dollaro continua a fungere da copertura contro scenari alternativi e potenziale volatilità.



05 | Focus



L'IA E' IL NUOVO MOTORE DELLA CRESCITA DELLA PRODUTTIVITÀ?



Nicolas MOUGEOT
Head of Investment Strategy
& Sustainability

Le rivoluzioni tecnologiche hanno rimodellato l'economia globale una dopo l'altra. Oggi, l'Intelligenza Artificiale (IA) sta guidando l'ultima trasformazione. Questo articolo esplora il potenziale impatto economico dell'IA, i suoi effetti su vari settori e le sfide nel misurare la sua reale influenza.



La potenza dei
CHIP
RADDOPPIA
ogni 2 anni

Negli ultimi 200 anni, l'economia globale ha subito numerose rivoluzioni tecnologiche. Queste includono l'avvento dell'elettricità e lo sviluppo delle ferrovie nel XIX secolo, l'espansione del telefono all'inizio del XX secolo, l'ascesa dei personal computer negli anni '70 e l'emergere di internet alla fine degli anni '90.

Il decennio attuale non è diverso, poiché è segnato da una nuova rivoluzione tecnologica: l'Intelligenza Artificiale e, in particolare, l'IA generativa. L'IA generativa è una branca dell'Intelligenza Artificiale che può creare nuovi contenuti—come testi, immagini, musica o interi ambienti virtuali—apprendendo modelli e strutture dai dati esistenti. Utilizzando tecniche come le reti neurali e il *deep learning*, i modelli di IA generativa possono produrre output altamente realistici e innovativi che imitano la creatività umana. Discutiamo quindi del potenziale impatto che l'IA potrebbe avere sull'economia globale e di come potrebbe influenzare le azioni nei diversi settori.

PERCHÉ È DIFFICILE MISURARE L'IMPATTO DELL'IA?

Iniziamo con una parola di cautela, traendo spunto dal Paradosso di Solow e dalla Legge di Moore. Innanzitutto, Robert Solow, economista statunitense e premio Nobel, una volta osservò: "Puoi vedere l'era del computer ovunque tranne che nelle statistiche sulla produttività". Questo sottolineava il fatto che la rapida espansione dei personal computer negli anni '70 e '80 non riuscì a incrementare significativamente la produttività durante quel periodo. Questa osservazione probabilmente si applica anche all'avvento di altre tecnologie, come internet o il 5G. Spesso, l'entusiasmo iniziale che circonda nuove tecnologie svanisce poiché le loro applicazioni pratiche si rivelano più limitate di quanto inizialmente previsto.

L'IA potrebbe essere diversa? Sì. Gordon Moore, un ingegnere, predisse famosamente nel 1965 che il numero di transistor su un microprocessore sarebbe raddoppiato approssimativamente ogni due anni. Quasi 60 anni dopo, questa previsione si mantiene vera, come dimostrato dal grafico 2 (pagina 20). Mentre i semiconduttori hanno aumentato esponenzialmente la loro potenza, i nostri cervelli sono strutturati per pensare linearmente. Per noi, questo rende difficile comprendere il potenziale futuro aumento della potenza di calcolo e le sue implicazioni per l'IA. In sostanza, i progressi effettivi nell'IA potrebbero superare di gran lunga le nostre aspettative attuali.

L'IMPATTO DELL'IA SULLA CRESCITA ECONOMICA

Numerosi studi hanno valutato l'impatto dell'IA sulla crescita economica globale. L'Intelligenza Artificiale è destinata ad avere un impatto trasformativo sia sulla crescita economica che sul mercato del lavoro. Da un lato, le tecnologie IA promettono di aumentare la produttività, semplificare le operazioni e favorire l'innovazione in vari settori. Questa maggiore efficienza può portare a una crescita economica sostanziale, poiché le aziende possono produrre di più con meno, ridurre i costi e creare nuovi prodotti e servizi. Goldman Sachs ha menzionato che l'adozione dell'IA generativa potrebbe aumentare il PIL globale di quasi 7 trilioni di dollari, ovvero del 7% in un decennio. Nel frattempo, un rapporto del McKinsey Global Institute indica un potenziale aumento del PIL compreso tra 17 e 25 trilioni di dollari, rappresentando un aumento annuo dell'1,5-2,4% nei prossimi 10 anni.



Tuttavia, Daron Acemoglu, destinatario del Premio Nobel per l'Economia nel 2024 e professore al Massachusetts Institute of Technology (MIT), sostiene in un recente articolo che, sebbene l'IA porterà a risparmi sui costi e miglioramenti della produttività, non vi sono prove dell'effetto rivoluzionario dell'IA sull'economia che potrebbe giustificare tali impatti significativi sulla crescita del PIL⁴. Invece, si concentra sulla capacità dell'IA di migliorare la produttività e ridurre i costi in varie attività, nonché sul suo impatto sui salari e sulle disuguaglianze. I guadagni di produttività derivanti dall'IA possono provenire da:

- **Automazione:** I modelli di IA potrebbero assumere alcuni compiti o ridurre i costi.
- **Complementarità dei compiti:** I lavoratori potrebbero utilizzare l'IA per accedere a informazioni migliori o input complementari, aumentando così la loro produttività.
- **Approfondimento dell'automazione:** I compiti già automatizzati potrebbero essere ulteriormente migliorati dall'IA generativa.
- **Creazione di nuove attività:** L'IA potrebbe creare nuove attività che migliorano la produttività complessiva.

Daron Acemoglu stima che l'IA potrebbe incrementare la produttività totale dei fattori—misurata come il rapporto tra PIL e input totali—dello 0,7% in un decennio, il che si tradurrebbe in un modesto aumento annuale dello 0,07%. A seconda della scala degli investimenti in IA, egli crede che l'impatto complessivo sulla crescita del PIL potrebbe variare dallo 0,9% all'1,8% in 10 anni.

Sebbene le stime di Acemoglu siano più conservative rispetto ad altri studi, non sono affatto insignificanti. Un ulteriore incremento di 15-20 punti base nella crescita del PIL è comunque notevole, soprattutto quando gli economisti prevedono che la crescita del PIL globale si attesterà intorno al 2,7%-2,8% all'anno.

QUALI AZIENDE TRARRANNO MAGGIOR BENEFICIO DALL'IA?

Nessun rifugio dove nascondersi. Negli Stati Uniti

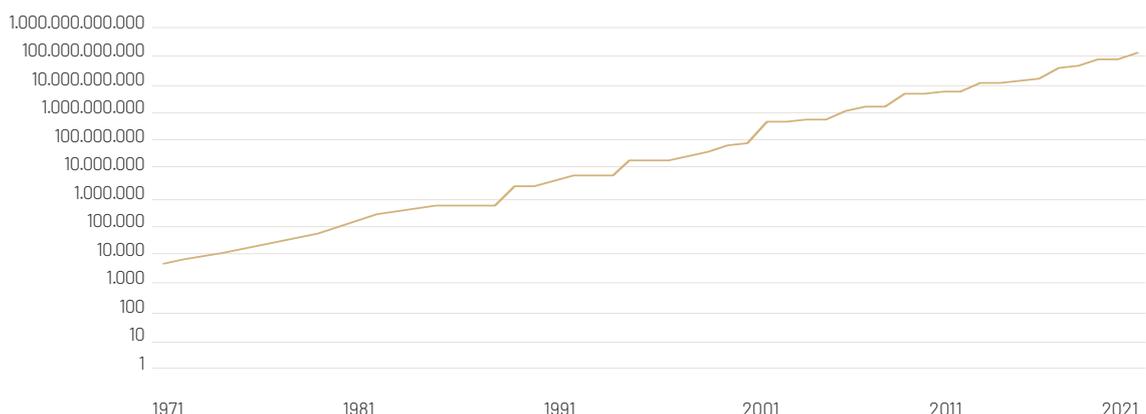
L'IA generativa ha compiuto significativi progressi negli ultimi decenni, ma ha davvero catturato l'attenzione globale nel 2022 con il lancio pubblico di ChatGPT. Come illustrato nel grafico 3 (pagina 21), numerose aziende stanno cavalcando questa onda; le menzioni dell'IA durante le pubblicazioni degli utili operativi da parte delle aziende statunitensi sono aumentate vertiginosamente, passando da meno di 500 prima del debutto di ChatGPT ad oltre 3.000 ad oggi. Al contrario, le aziende europee e asiatiche sembrano essere in ritardo nell'adozione dell'IA, con riferimenti all'IA che oscillano tra 500 e 900 ogni trimestre.

La disparità tra gli Stati Uniti e l'Europa può essere attribuita a differenze settoriali, poiché gli Stati Uniti ospitano numerose aziende tecnologiche che sono all'avanguardia nello sviluppo dell'IA. Tuttavia, ciò suggerisce che l'impatto dell'IA è probabilmente più pronunciato per le aziende americane rispetto alle loro controparti europee. Il dominio degli Stati Uniti nell'IA è ulteriormente evidenziato dal numero significativamente inferiore di riferimenti all'IA fatti dalle aziende asiatiche durante le loro pubblicazioni dei risultati operativi, nonostante la presenza di molti specialisti dell'IA in Cina, Corea del Sud e Taiwan.



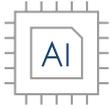
L'IA potrebbe aumentare il
PIL GLOBALE DEL 2% o più

GRAFICO 2: TRANSISTOR PER MICROPROCESSORE, SCALA LOGARITMICA



Fonti: Our World in Data, Indosuez Wealth Management.

4 - Vedi Daron Acemoglu, "The Simple Macroeconomics of AI", 2024, [Economic Policy](#).



10 MILIARDI DI USD:

il costo dell'IA potrebbe diventare troppo proibitivo?

Produzione vs. Automazione e complementarità dei compiti

Le aziende possono beneficiare dell'IA sia attraverso la produzione e l'intero ecosistema sia attraverso l'automazione dei compiti. Infatti, le aziende tecnologiche, che vanno dai produttori di semiconduttori alle aziende di hardware e software, sono pronte a trarre vantaggio dall'aumento dell'adozione dell'IA. Tuttavia, le utilities potrebbero emergere come i prossimi grandi beneficiari. I modelli di IA richiedono enormi quantità di dati per l'addestramento, chip sempre più efficienti e potenti e, quindi, una crescente domanda di elettricità. Non sorprende che aziende energetiche come Vistra, una società energetica in Texas, abbiano visto il prezzo delle loro azioni aumentare nel 2024. Allo stesso modo, Sam Altman, fondatore di OpenAI, è diventato presidente di Oklo, una società californiana specializzata in piccoli reattori nucleari, evidenziando l'importante intersezione tra i settori dell'IA e dell'energia.

L'automazione e la complementarità dei compiti avranno un impatto su diversi settori, con le industrie dei servizi che probabilmente subiranno le maggiori ripercussioni. Questi settori impiegano lavoratori altamente istruiti in occupazioni ad alta capacità conoscitiva, rendendoli più suscettibili all'integrazione dell'IA. Ad esempio, nel settore dei media, l'IA può migliorare la creazione di contenuti, mentre nel settore finanziario, l'IA può essere utilizzata per migliorare la gestione del rischio, rilevare frodi e offrire consulenze finanziarie personalizzate.

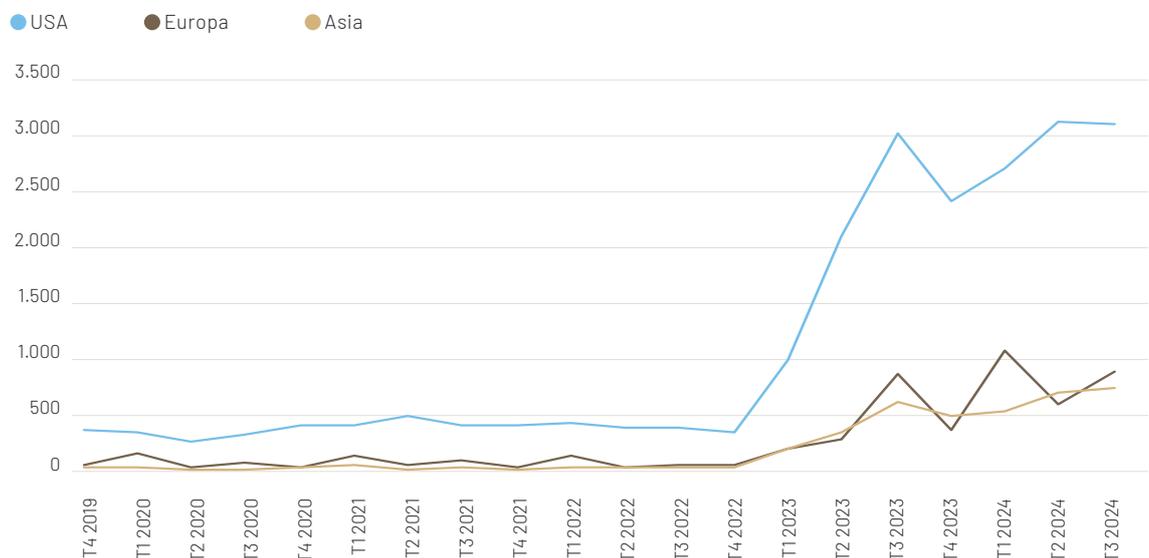
L'aumento della produttività non dovrebbe avvenire a qualsiasi costo. Addestrare un modello di IA generativa attualmente costa circa 10 miliardi di dollari, e secondo Dario Amodei, CEO della società di IA Anthropic ed ex vicepresidente della ricerca presso OpenAI, questo costo potrebbe aumentare di dieci o addirittura mille volte. Questo aumento esponenziale delle spese pone un rischio: lo sviluppo di futuri modelli di IA potrebbe diventare proibitivamente costoso e creare una significativa barriera all'ingresso per le nuove *startup*.

L'ascesa dei robot, la prossima frontiera?

Infine, oltre all'IA generativa, che può migliorare la produttività (ed eventualmente sostituire) lavori altamente qualificati, la prossima grande tendenza potrebbe essere lo sviluppo di robot capaci di svolgere mansioni poco qualificate, dalla raccolta dei rifiuti all'estrazione mineraria, per esempio. È probabilmente troppo presto per prevedere l'impatto economico dei robot altamente qualificati, poiché la loro commercializzazione è ancora a qualche anno di distanza.

L'IA è stata al centro dell'attenzione degli investitori negli ultimi due anni, poiché ha determinato cambiamenti strutturali nel modo in cui lavoriamo e interagiamo, e ha avuto un impatto sull'economia globale e sul panorama degli investimenti. Tuttavia, potrebbe esserci una discrepanza tra la velocità con cui l'IA può svilupparsi ed il ritmo con cui viene adottata. Sebbene la sintassi di questo articolo sia stata migliorata utilizzando l'IA generativa, riconvociamoci tra un anno per vedere se il nostro Global Outlook 2026 sarà interamente scritto da IA e robot!

GRAFICO 3: NUMERO DI MENZIONI DELL'IA DURANTE LE PUBBLICAZIONI DEGLI UTILI OPERATIVI DA PARTE DELLE AZIENDE STATUNITENSIS ED EUROPEE



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Hans BEVERS

Chief Economist
Degroof Petercam

Proprio come gli astronomi studiano la luce delle stelle per comprendere la storia dell'universo, gli economisti esaminano il concetto di R-star per scoprire le forze che hanno plasmato la sua evoluzione passata. Inoltre, fornisce un quadro per discutere i livelli dei tassi d'interesse da una prospettiva strutturale. In un mondo in rapida trasformazione, possiamo dire qualcosa di significativo sulla futura traiettoria di R-star? O è solo una speranza vana e tutto ciò che resta è polvere di stelle (R-)?

R-STAR: CONCETTO E RILEVANZA

R-star, o tasso naturale di interesse, è un concetto macroeconomico chiave. Indipendente dalle azioni delle banche centrali, rappresenta il tasso di interesse reale di quando l'economia opera al pieno potenziale, con inflazione stabile (intorno al 2%) e piena occupazione. Essenzialmente, R-star è il tasso di interesse di equilibrio che né stimola né frena l'attività economica.

Le banche centrali utilizzano R-star per fissare i tassi di interesse. Confrontare il tasso di politica monetaria reale attuale con R-star aiuta a determinare se la politica monetaria è espansiva o restrittiva. Più specificamente, se il tasso attuale è inferiore a R-star, suggerisce una politica espansiva; se superiore, come è stato il caso nella maggior parte dei paesi durante il 2023 e il 2024, una politica restrittiva. In tal modo, guida gli aggiustamenti tempestivi della politica volti a mantenere la stabilità economica.

Per gli investitori, R-star può aiutare a prendere decisioni informate per massimizzare i rendimenti. Ad esempio, con bassi tassi di interesse gli investitori potrebbero decidere di diversificare i fondi in strumenti finanziari che offrono rendimenti aggiustati per il rischio più elevati. R-star può anche aiutare gli investitori a valutare i potenziali rischi all'interno dei loro portafogli di investimento. I portafogli obbligazionari con duration inferiore, ad esempio, sono meno sensibili a tassi di interesse strutturalmente in aumento.

Il concetto di R-star è stato introdotto per la prima volta dall'economista svedese Knut Wicksell alla fine del XIX secolo, influenzando il lavoro di John Maynard Keynes negli anni '30. Entrambi gli economisti capirono che il tasso naturale di interesse è fondamentalmente determinato dall'equilibrio tra risparmi e investimenti.

Quando il desiderio di risparmio supera la domanda di investimenti, il tasso naturale tende a diminuire. Al contrario, quando la domanda di investimenti è elevata rispetto al desiderio di risparmio, il tasso naturale aumenta.

GUARDANDO R-STAR: FORZE DEL PASSATO

Anche se R-star è notoriamente difficile da misurare con precisione, gli economisti concordano ampiamente sul fatto che R-star sia diminuito significativamente nei quattro decenni precedenti alla pandemia. Secondo le stime della Federal Reserve di New York, i tassi di interesse reali di equilibrio nelle economie avanzate erano in media intorno al 3% dalla fine degli anni '70 fino ai primi anni '90, prima di scendere sotto l'1% negli anni 2010. Va notato, tuttavia, che questa cifra nasconde differenze significative tra le regioni. R-star è sceso in tutte le economie avanzate, ma la discesa è stata più pronunciata in Europa. Mentre R-star negli Stati Uniti è sceso dal 2,5% a metà degli anni '90 a circa l'1% alla vigilia della pandemia, nell'Area Euro è sceso da circa il 2,5% a solo lo 0%.

In una prospettiva di lungo periodo, R-star è probabilmente meglio spiegato dalla crescita potenziale. Una crescita economica più lenta implica un rendimento atteso inferiore sugli investimenti e quindi porta a una minore domanda di investimenti. Allo stesso tempo, poiché una prospettiva di crescita più debole indebolisce gli utili attesi, porta le famiglie a consumare meno e risparmiare di più. Tuttavia, su orizzonti di medio termine, la crescita potenziale non è l'unico driver. Il grafico 4 (pagina 23) illustra che il calo di R-star negli anni 2010 è stato più ripido di quello della crescita potenziale del PIL.



R-STAR

è sceso sotto

L'1% NEGLI
ANNI 2010



Infatti, poiché le famiglie e le aziende si sono sforzate di riparare i loro bilanci dopo la crisi finanziaria globale, riflettendo un desiderio più forte di risparmio rispetto agli investimenti, è stata esercitata una pressione aggiuntiva al ribasso su R-star.

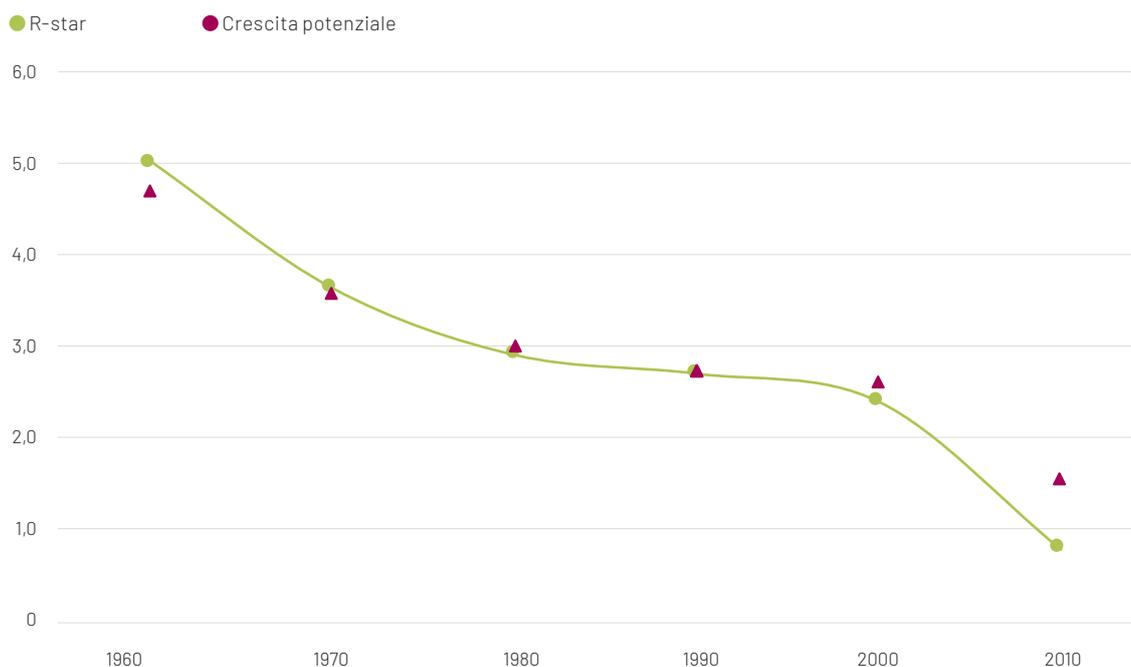
Considerando la prospettiva a lungo termine in modo più dettagliato, ricerche di natura economica riconoscono l'importanza dei cambiamenti demografici (nonostante l'incertezza sul contributo preciso). L'invecchiamento della popolazione nelle economie avanzate, con i lavoratori si preparano per andare in pensione, ha portato a un aumento dei risparmi. E con meno nuovi lavoratori che entrano nel mercato del lavoro e un rallentamento della crescita della popolazione, la necessità di ulteriori investimenti in infrastrutture è diminuita. Oltre all'invecchiamento demografico, il rallentamento della crescita della produttività (insieme a minori investimenti pubblici) è spesso identificato come un altro fattore principale del declino secolare di R-star. Infatti, la crescita della produttività negli ultimi decenni è stata piuttosto deludente – in media solo l'1% all'anno tra i paesi dell'OCSE dall'inizio del millennio, rispetto al 2% nei 25 anni precedenti – riducendo il rendimento atteso sugli investimenti e indebolendo l'interesse a investire per il futuro, trascinando così il tasso naturale verso il basso.

R-STAR: COSA CI SI ASPETTA IN FUTURO?

Naturalmente, la cautela espressa in precedenza dovrebbe aumentare ulteriormente quando si discute di ciò che ci aspetta. Alcuni credono che parlare di R-star sia del tutto inutile perché il livello non può essere osservato direttamente. Ma questa opinione trascura un elemento cruciale: come politico o economista, avere un quadro o una teoria è indispensabile, non importa quanto grande sia l'incertezza. Come ha scherzosamente detto il presidente della Fed Jerome Powell: "stiamo navigando con le stelle sotto cieli nuvolosi". Anche gli investitori finanziari non possono permettersi di rimanere fermi. Tutto sommato, intuitivamente, ci sono diversi motivi per pensare che R-star sia già risalito dai suoi recenti minimi (e potrebbe ancora salire).

Innanzitutto, poiché il processo di riparazione dei bilanci privati sotto forma di deleveraging ha completato il suo corso, un importante fattore di soppressione di R-star è svanito. Inoltre, sembra esserci una pressante necessità e domanda di maggiori investimenti privati e pubblici di fronte a importanti sviluppi strutturali, tra cui la transizione energetica, le crescenti tensioni geopolitiche e la rapida diffusione dell'IA.

GRAFICO 4: R-STAR E CRESCITA POTENZIALE IN NORD AMERICA E NELL'AREA EURO, %



Nota: La media ponderata del PIL degli Stati Uniti, del Canada e dell'Area Euro (utilizzando un proxy per la crescita potenziale dell'Area Euro prima degli anni '90).

Fonti: New York Fed, OCSE, European Commission, Indosuez Wealth Management



Quest'ultima potrebbe, nel tempo, diventare anche una fonte chiave di innovazione, aumentando così la crescita della produttività e i rendimenti potenziali. E, sebbene sia vero che una crescita più lenta della popolazione e dell'occupazione contribuisce negativamente alla crescita potenziale futura, l'invecchiamento della popolazione guiderà un declino a lungo termine dei risparmi delle famiglie. Infatti, poiché il gruppo ad alto risparmio delle persone tra i quaranta e i cinquant'anni è cresciuto costantemente negli ultimi quattro decenni, si prevede che si ridurrà nei prossimi vent'anni.

Un'altra ragione da considerare è il fatto che l'attività economica globale è rimasta robusta (e perfino notevolmente forte negli Stati Uniti) durante e dopo l'aggressivo processo di stretta monetaria degli ultimi due anni. Nel frattempo, sia Janet Yellen che Jerome Powell hanno accennato all'idea che la produttività e la crescita potenziale potrebbero essere aumentate e che, in condizioni di deficit fiscali permanentemente più elevati, R-star potrebbe subire una pressione al rialzo. Gradualmente, ma sicuramente, questa visione sembra anche insinuarsi nelle proiezioni a lungo termine della Fed sul tasso ufficiale reale. I prezzi dei mercati finanziari e le recenti stime econometriche puntano più decisamente verso un tasso di interesse di equilibrio più alto (grafico 5).

Le recenti stime econometriche di R-star negli Stati Uniti si aggirano intorno all'1,5%. Nell'Area Euro, al contrario, è più probabile che sia intorno allo 0,5% se rispettiamo il divario pre-pandemico con gli Stati Uniti.

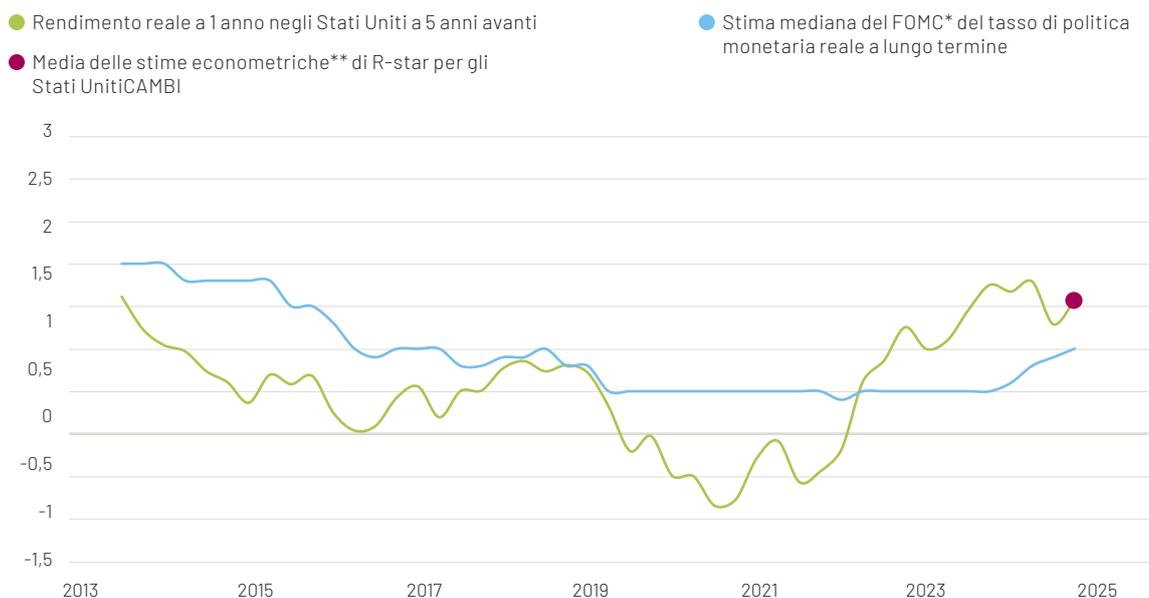
La cautela e l'umiltà rimangono essenziali quando si stima R-star, ma sembra che il mondo di tassi di interesse estremamente bassi degli anni 2010 non sia destinato a tornare presto, almeno non strutturalmente. Questo scenario non è scritto nelle stelle, ma i responsabili delle politiche saranno piuttosto soddisfatti se si avvererà. Significherebbe che la politica monetaria sarebbe meno propensa a raggiungere il limite inferiore (zero) durante le recessioni economiche, riducendo la necessità di un ampio *quantitative easing* (QE). Anche le lamentele sui tassi di interesse "artificialmente" bassi diminuirebbero. E se, contrariamente alle aspettative attuali, un mondo di tassi ultra-bassi dovesse tornare, si dovrà prendere atto che il tasso di interesse "naturale" riflette forze strutturali, in gran parte al di fuori del controllo delle banche centrali.



LE STIME ATTUALI

di R-star negli Stati Uniti si aggirano **INTORNO ALL'1,5%**

GRAFICO 5: SEGNALI DI UN FUTURO TASSO DI EQUILIBRIO REALE PIÙ ALTO NEGLI STATI UNITI



* FOMC: Federal Open Market Committee.

** I modelli includono: Del Negro et al, Lubik e Matthes, Holston-Laubach-Williams, Johanssen e Mertens, Lewis e Vazquez-Grande.

Fonti: Federal Reserve, Bloomberg, Goldman Sachs, Indosuez Wealth Management.



LA STORIA DI UNA VALUTA: I MITI DEL DOLLARO E I CERCATORI D'ORO



Lucas MERIC
Investment Strategist

Negli ultimi anni, il panorama economico globale è stato caratterizzato da un aumento del debito pubblico, un'inflazione crescente e una frammentazione economica, riaccendendo il dibattito intorno alla "de-dollarizzazione". Una tendenza che riflette il forte desiderio tra i paesi emergenti di ridurre la loro dipendenza dal dollaro statunitense. Sebbene la prospettiva di un significativo declino del dollaro possa sembrare ambiziosa, questi cambiamenti strutturali e le strategie di diversificazione hanno spinto i prezzi dell'oro a nuovi massimi nel 2024, sottolineando l'importanza degli asset reali nei portafogli di investimento.



Il 54% del PIL
globale è
ancorato al

**DOLLARO
STATUNITENSE**

GAME OF THRONES: UN DOLLARO SENZA RIVALI

Il tema della de-dollarizzazione è stato un argomento ricorrente da quando il dollaro è emerso come valuta di riserva internazionale. Il Ministro delle Finanze francese (Valéry Giscard d'Estaing) parlò per la prima volta del "privilegio esorbitante" del dollaro nel 1971, evidenziando il suo ruolo centrale nel sistema finanziario globale. Un privilegio che consente agli Stati Uniti di sostenere deficit perpetui senza deteriorare il valore del dollaro o la sua capacità di indebitamento, supportato dall'appetito straniero per gli asset denominati in dollari.

Tuttavia, negli ultimi anni, questo dominio del dollaro ha affrontato una crescente sfida da parte degli attori internazionali, spinti da politiche inflazionistiche persistenti, debito crescente e dal desiderio dei paesi emergenti di diversificare la loro esposizione al dollaro—soprattutto dopo le sanzioni finanziarie imposte alla Russia nel 2022. Alcune evidenze di de-dollarizzazione sono già visibili; ad esempio, la quota di dollari nelle riserve delle banche centrali straniere è gradualmente diminuita negli ultimi anni, mentre alcuni paesi emergenti hanno intensificato gli acquisti di energia in valute diverse dal dollaro, in particolare il petrolio russo.

Detto questo, se facciamo un passo indietro, il dominio del dollaro statunitense rimane ineguagliato al momento. Il dollaro rappresenta ancora il 58% delle riserve ufficiali di valuta estera (grafico 6, pagina 26), quasi la metà dei titoli di debito internazionali ed è coinvolto in circa il 90% delle transazioni internazionali, mentre il 47% delle movimentazioni bancarie transfrontaliere sono denominate in dollari. Inoltre, il 54% del PIL globale è ancorato al dollaro. Questo dominio è sostenuto da fondamentali solidi: gli Stati Uniti sono la più grande economia del mondo, rappresentando il 25,4% del PIL globale, e continuano a essere leader nell'innovazione tecnologica. Gli Stati Uniti offrono mercati finanziari efficienti e liquidi, con il loro mercato obbligazionario che rappresenta il 40% del mercato obbligazionario globale, insieme all'assenza di controlli sui capitali e, rendendo il dollaro la porta d'accesso all'economia più competitiva del mondo e a veicoli di investimento non disponibili altrove.

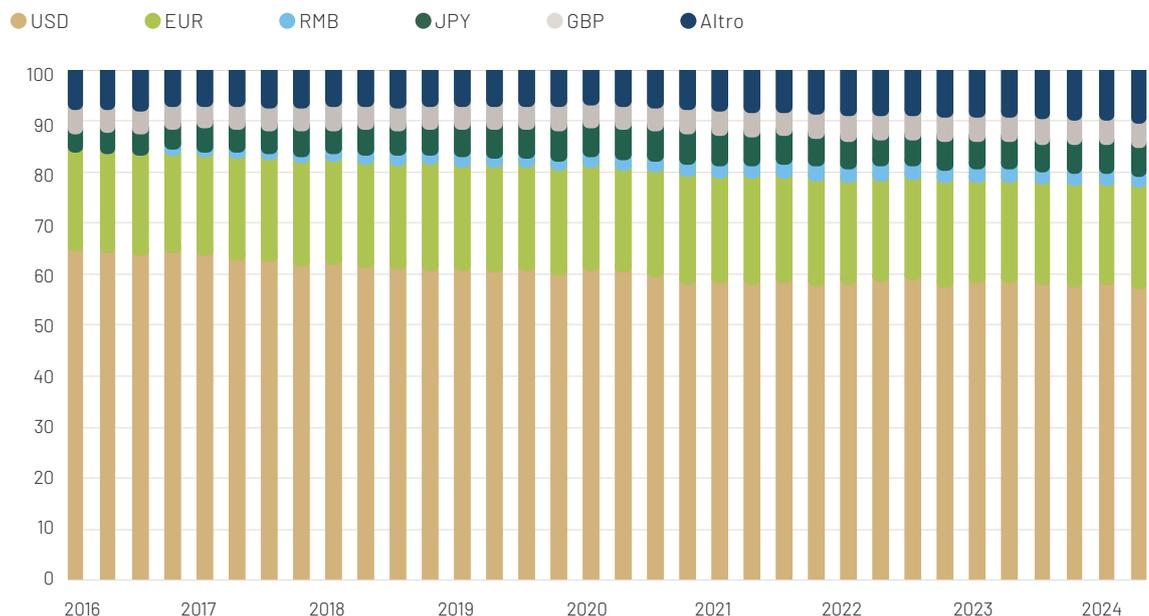


Sebbene questi vantaggi siano indiscutibili rispetto ad altre potenziali valute di riserva, si potrebbe sostenere che la quota degli Stati Uniti nell'economia globale è diminuita da quando è diventata per la prima volta la valuta di riserva internazionale—scendendo dal 50% nel 1945 al 25% nel 2024—mentre la Cina, attualmente al 17% del PIL globale, è prevista diventare la più grande economia del mondo entro il 2038 (secondo il Centre for Economics and Business Research). Questo potrebbe potenzialmente aprire la strada al renminbi per sfidare lo status del dollaro come principale valuta internazionale. Tuttavia, è importante notare che l'internazionalizzazione del renminbi è attualmente lontana dalla posizione del dollaro—rappresentando solo il 3% delle riserve valutarie delle banche centrali globali, il 7% del commercio internazionale e il 5% dei titoli di debito internazionali—principalmente a causa dei controlli sui capitali. Inoltre, la mera proiezione dell'economia cinese che supera quella degli Stati Uniti non garantisce il dominio immediato del renminbi, poiché i cambiamenti storici nello status delle valute tipicamente richiedono tempo. Ad esempio, il dollaro ha superato la sterlina britannica come principale valuta internazionale nel 1945, quando l'economia degli Stati Uniti era già cinque volte più grande di quella del Regno Unito. Tali transizioni sono principalmente catalizzate da crisi drammatiche piuttosto che da cambiamenti gradualmente nei fondamentali.

CAMMINANDO NEI CAMPI D'ORO

Il principale beneficiario di questa diversificazione fuori dal dollaro è stato l'oro, che ha registrato una forte performance, salendo del 35% nel 2024 (a ottobre 2024) nonostante un forte aumento dei tassi di interesse reali dal 2022. Questo aumento è stato in parte guidato dalla forte domanda delle banche centrali per l'oro al fine di diversificare le loro riserve ufficiali (grafico 7, pagina 27). Le banche centrali emergenti, in particolare in Cina, Polonia, India e Turchia, sono state acquirenti significativi, cercando una maggiore indipendenza dal dollaro, che a volte è stato visto come uno strumento di guerra politica ed economica, come dimostrato dal congelamento degli asset russi in dollari nel 2022. Sebbene la domanda delle banche centrali abbia iniziato a ridursi dal suo picco nel 2023, il sondaggio della World Gold Council Central Bank di giugno 2024 ha rivelato che l'81% delle banche centrali si aspetta che le riserve globali di oro aumentino il prossimo anno. Questa crescita delle riserve auree tra le banche centrali emergenti riflette anche uno sforzo per raggiungere le economie avanzate, che detenevano il 17% delle loro riserve ufficiali in oro alla fine del 2021 rispetto a solo il 7% per i paesi emergenti.

GRAFICO 6: LIVELLO DELLE VALUTE DI RISERVA GLOBALI, %



Fonti: FMI (COFER), Indosuez Wealth Management.



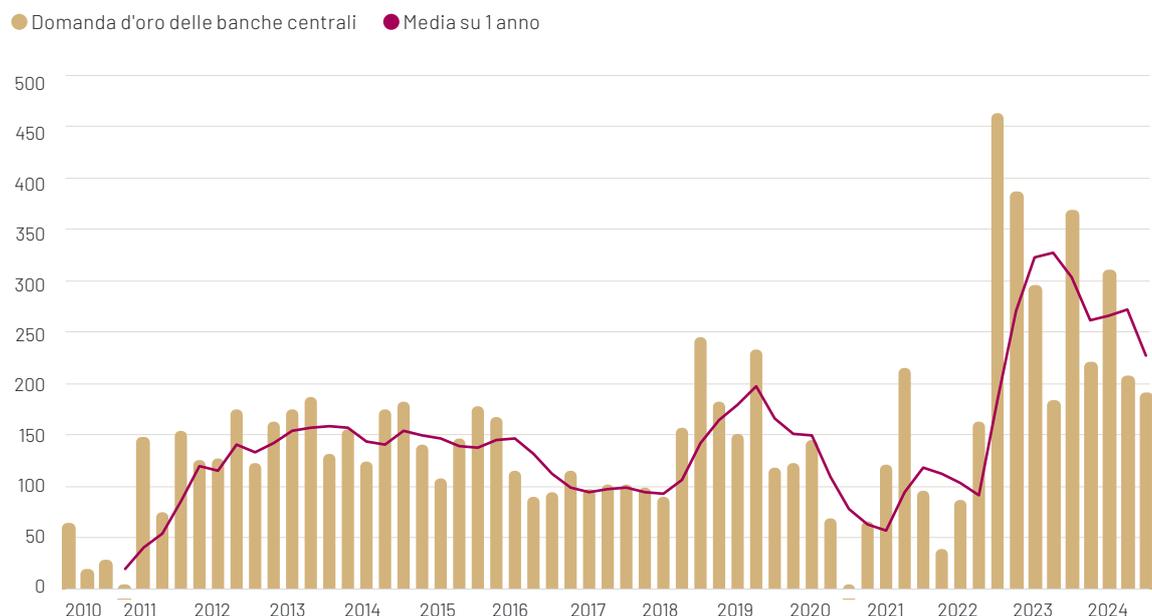
Le banche centrali dei
MERCATI EMERGENTI
detengono
SOLO IL 7%
delle loro riserve in
ORO

Oltre alle preoccupazioni geopolitiche, la spinta verso l'oro riflette ansie più ampie riguardo a un cambiamento strutturale verso un maggiore debito pubblico e un aumento della massa monetaria. Dal 2019, il rapporto debito/PIL degli Stati Uniti è salito dal 79% al 97% nel secondo trimestre del 2024, con il Comitato per un Bilancio Federale Responsabile che prevede un aumento al 142% entro il 2035 (scenario centrale). Questa traiettoria solleva preoccupazioni tra gli investitori sulla sostenibilità del debito statunitense. Sebbene lo status del dollaro come valuta di riserva faciliti il finanziamento dei deficit statunitensi rispetto ad altri paesi, ci sono timori che la risposta al crescente onere del debito possa comportare politiche più inflazionistiche, potenzialmente portando a una cosiddetta "svalutazione monetaria".

Storicamente, la svalutazione avveniva mescolando metalli preziosi con metalli di minor valore per aumentare la circolazione della valuta; ad esempio, gli imperatori romani riducevano costantemente il contenuto di argento delle monete dal 90% sotto Nerone nel 64 d.C. a solo il 2% nel terzo secolo d.C. per finanziare le guerre. Nelle economie moderne, la svalutazione si è manifestata sotto forma di ampia creazione monetaria da parte delle banche centrali, in particolare dal 1971, quando le valute non erano più ancorate all'oro. Questo ha portato a una perdita meccanica del potere d'acquisto della valuta. Il contrasto è netto se si considerano i beni reali (grafico 8, pagina 28): nel 1924, il prezzo medio di una casa negli Stati Uniti era di circa 10.000 dollari, equivalenti a 500 onces d'oro all'epoca. Oggi, 10.000 dollari a malapena comprano un'auto negli Stati Uniti, mentre 500 onces d'oro valgono oltre un milione di dollari.

Questa divergenza evidenzia l'attrattiva dell'oro come copertura contro l'inflazione, sottolineando la differenza tra un bene con una fornitura teoricamente infinita (il dollaro statunitense) e uno con una fornitura semi-finita (l'oro). In questo contesto, alcuni beni moderni, come alcune criptovalute (ad esempio, Bitcoin), beneficiano di una fornitura finita, portando alcuni investitori a considerarli un "bene rifugio" contro l'espansione monetaria.

GRAFICO 7: DOMANDA D'ORO DELLE BANCHE CENTRALI GLOBALI, TONNELLATE DI ORO



Fonti: World Gold Council, Indosuez Wealth Management.



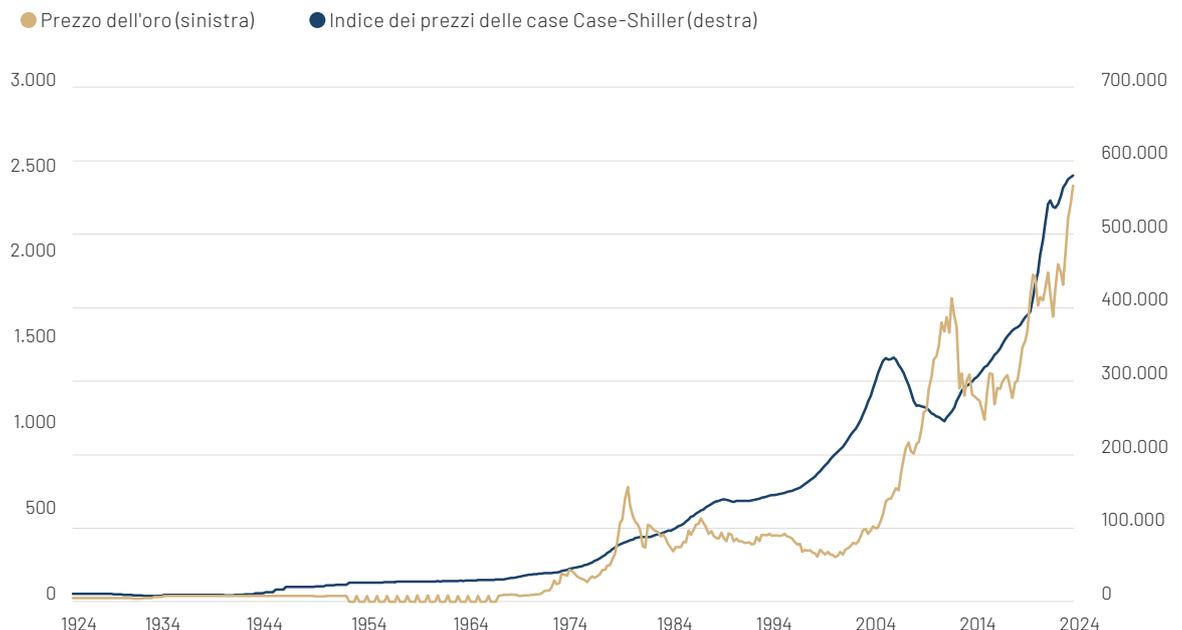
Un
**MONDO
INCERTO**
favorevole alle
**STRATEGIE
"PER TUTTE
LE STAGIONI"?**

UN MONDO IN TRASFORMAZIONE

Sebbene le paure di una "de-dollarizzazione" possano sembrare esagerate, l'economia globale sta attraversando cambiamenti strutturali significativi caratterizzati da un aumento del rischio geopolitico e del debito pubblico. Questa combinazione ha spinto la crescita dell'oro dal 2022 e questi fattori probabilmente rimarranno un punto focale per gli investitori negli anni a venire. Nel 2021, la Federal Reserve (Fed) ha modificato il suo obiettivo di inflazione dal 2% a un obiettivo di inflazione media, consentendo periodi di superamento. In questo contesto, politiche più inflazionistiche potrebbero diventare una soluzione più accettata per affrontare il peso del debito, rafforzando la domanda per i beni reali, in particolare l'oro, come copertura contro la "svalutazione monetaria".

Da una prospettiva di costruzione del portafoglio, un mondo più frammentato con un elevato rischio geopolitico e politiche economiche incerte potrebbe portare a shock di offerta più frequenti, risultando in un'inflazione volatile—simile allo shock da stagflazione sperimentato nel 2022, che ha causato correzioni sia nei mercati azionari che obbligazionari. Questa correlazione positiva indesiderata ha lasciato gli investitori senza la loro tradizionale copertura obbligazionaria. Un mondo più incerto potrebbe dimostrarsi favorevole a lungo termine per le strategie "per tutte le stagioni", con portafogli che includono non solo azioni e obbligazioni, ma una base più ampia di asset, e in particolare, beni reali come l'oro o le materie prime.

GRAFICO 8: ORO RISPETTO AI PREZZI DELLE CASE DAL 1925



Fonti: Longtermtrends.net, Indosuez Wealth Management.

Francis TAN
Chief Strategist Asia

In mezzo alle sfide di crescita del PIL della Cina e ai problemi del settore immobiliare, l'aumento delle tensioni commerciali e le incertezze politiche globali stanno spingendo a cambiamenti economici strategici. Mentre i pessimisti vedono gli sforzi politici come insufficienti, gli ottimisti li considerano cruciali per stabilizzare l'economia. L'ASEAN è destinata a beneficiare di questi cambiamenti, sfruttando i punti di forza demografici e le riforme favorevoli al mercato per diventare una valida alternativa nelle catene di approvvigionamento globali.



Il settore
manfatturiero
cinese
rappresenta il
38%
del PIL, mentre
i servizi
rappresentano il
55%

IL SOSTEGNO POLITICO CINESE SEGNA UNA FORTE INVERSIONE DI MARCIA

Mentre la crescita reale del PIL della Cina è rimasta "intorno al 5%" nel 2024, molti erano preoccupati per il problema apparentemente perenne del settore immobiliare che trascina sia la crescita degli investimenti che quella dei consumi. A livello domestico, il sentiment dei consumatori cinesi si mantiene ai minimi storici, mentre l'indice dei prezzi residenziali delle 70 città continua a contrarsi. A livello esterno, le incertezze politiche del 2024 (un anno di elezioni) hanno visto i leader globali puntare a maggiori consensi elettorali attaccando i paesi beneficiari delle passate decadi di globalizzazione (leggi: Cina), creando forti barriere commerciali come le tariffe contro le economie esportatrici. A causa di ciò, le esportazioni cinesi verso il mondo sono diminuite del 4,7% nel 2023, mentre le loro esportazioni verso gli Stati Uniti sono diminuite del 13% - un evento raro in un anno non recessivo (grafico 9).

Un impatto così negativo sui due motori della crescita cinese (interno ed esterno) ha spinto il governo cinese a intraprendere una forte spinta politica verso la fine del 2024. La ristrutturazione industriale, anche prima degli ultimi anni di tensioni commerciali guidate dagli Stati Uniti, ha visto il settore manifatturiero ("settore secondario") diminuire dal 47% del PIL all'attuale 38% (grafico 10, pagina 30). Nel frattempo, il settore dei servizi ("settore terziario") è passato dal 44% all'attuale 55%. Poiché la Cina prevede che uno dei motori (manifatturiero/esportazioni) della sua "doppia circolazione" rallenterà o addirittura si fermerà in mezzo alla potenziale retorica della nuova amministrazione degli Stati Uniti, ha dovuto sostenere fortemente l'altro motore (servizi/consumo interno).

GRAFICO 9: LA CONTRAZIONE DELLE ESPORTAZIONI È STATA UN CAMPANELLO D'ALLARME, USD



Fonti: Macrobond, Centro di Informazioni sulle Statistiche Doganali della Cina (CCS), S&P Global; Amministrazione Generale delle Dogane della Cina (GAC), Indosuez Wealth Management.



MENTRE IL SETTORE MANIFATTURIERO VIENE COLPITO, SI PASSA AI SERVIZI

I dettagli del sostegno monetario cinese sono stati trasparenti e pubblici, e quelli riguardanti la potenziale spinta fiscale per un ammontare di 10 trilioni di RMB saranno probabilmente rivelati nel 2025.

Qualsiasi notizia di supporto da parte dei decisori politici è meglio di nessuna notizia. Crediamo che questo segni un'inversione di marcia e segnali l'urgenza di arginare un ulteriore rallentamento dell'economia cinese, preparando al contempo i suoi settori (in particolare il settore manifatturiero) a ulteriori tensioni commerciali, specialmente in un mondo in trasformazione.

I pessimisti vedono gli sforzi politici concertati come "troppo poco e troppo tardi", ma gli ottimisti come noi vedono questa mossa audace come una chiara volontà di mettere un limite inferiore alle valutazioni azionarie, fermare il processo di deflazione e ripristinare la fiducia dei consumatori. Abbiamo rivisto al rialzo la nostra previsione del PIL della Cina per il 2025 al 4,7% (precedentemente 4,2%) per riflettere il supporto politico. Nel frattempo, prevediamo una crescita del PIL del 4,5% per il 2026.

Nel complesso, rimaniamo positivi sui mercati emergenti (EM), dove la Cina fornirà un motore aggiuntivo e molto necessario alla classe di asset, con ripercussioni positive sul resto dell'Asia, in particolare sull'ASEAN.

IL SETTORE MANIFATTURIERO CINESE SI SPOSTA ALL'ESTERO, BENEFICIANDO L'ASEAN

Il conflitto commerciale in escalation tra Stati Uniti e Cina, insieme alle interruzioni delle catene di approvvigionamento causate dal COVID-19, ha spinto le aziende a rivalutare le loro catene di approvvigionamento. Questo ha portato a un aumento del "nearshoring," dove le aziende ristrutturano le loro catene di approvvigionamento per spostare la produzione più vicino a casa. Prevediamo che questo sarà un trend a lungo termine che potrebbe beneficiare i paesi dell'ASEAN, i quali possono sfruttare i loro favorevoli trend demografici, le abbondanti forze lavoro e le riforme politiche volte a potenziare la cooperazione commerciale. Pertanto, uno dei principali beneficiari della "strategia China Plus One" saranno le economie dell'ASEAN.

Dal 2018 al 2021, i paesi dell'ASEAN hanno già aumentato le loro esportazioni verso gli Stati Uniti di oltre il 65%. Gli investitori stanno iniziando a vedere i mercati dell'ASEAN come alternative valide alla Cina. A titolo di esempio, l'ASEAN ha registrato tre anni consecutivi di afflussi record di investimenti diretti esteri (IDE) e commercio totale, mantenendo la sua posizione come principale destinazione mondiale degli afflussi di IDE nel 2023 (226,3 miliardi di USD) dopo gli Stati Uniti.

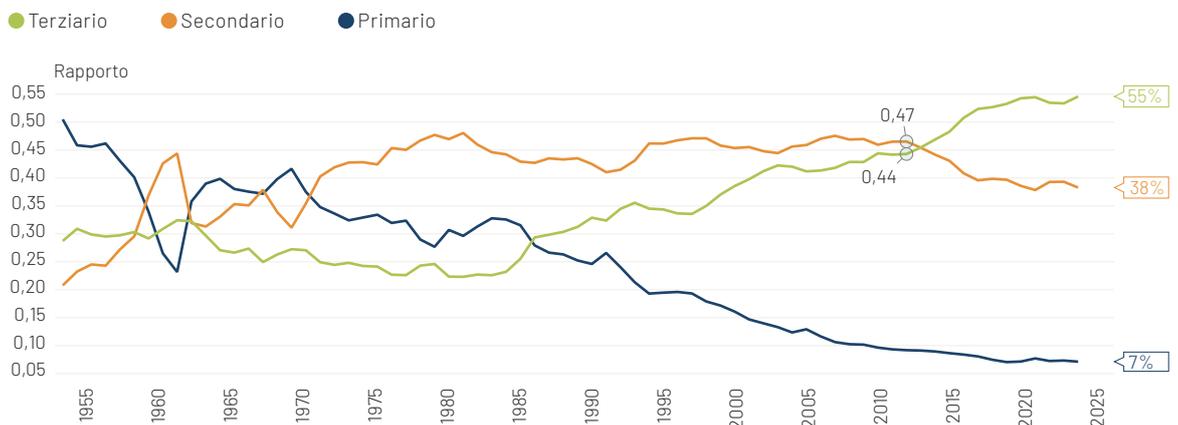


QUALSIASI NOTIZIA

di supporto da parte dei decisori politici

È MEGLIO DI NESSUNA NOTIZIA

GRAFICO 10: CONTRIBUTO PER SETTORE AL PIL REALE DELLA CINA



Fonti: Macrobond, Ufficio Nazionale di Statistica della Cina (NBS), Indosuez Wealth Management.



La regione dell'ASEAN si distingue per una delle migliori storie da un punto di vista demografico a livello globale. Il blocco comprende circa 224 milioni di individui di età compresa tra 15 e 34 anni, un numero che si prevede crescerà fino al 2038. Questa coorte di nativi digitali continuerà a guidare i consumi negli anni a venire. I livelli di istruzione sono aumentati notevolmente, con tassi di alfabetizzazione degli adulti superiori al 90% in tutti i membri dell'ASEAN, ad eccezione del Myanmar (89,1%) e della Cambogia (84,7%). La partecipazione alla forza lavoro è anche robusta, superando il 65%. Inoltre, la regione ha visto diminuire i tassi di povertà e migliorare l'uguaglianza dei redditi, come indicato dai coefficienti di Gini. Questa tendenza indica una crescita economica ampia, che probabilmente sosterrà le tendenze di consumo interno a lungo termine.

Diverse grandi aziende hanno preso decisioni strategiche per spostare la loro produzione fuori dalla Cina e nei paesi dell'ASEAN, riflettendo una tendenza più ampia di nearshoring in risposta a vari fattori economici e geopolitici. Ad esempio,

- Samsung ha significativamente ampliato le sue strutture di produzione in Vietnam, rendendo il paese un importante hub di produzione globale per i suoi prodotti elettronici.
- Nike ha trasferito una parte sostanziale della sua produzione di calzature in Indonesia e Vietnam, sfruttando i vantaggi competitivi di questi mercati.
- Apple sta diversificando la sua catena di fornitura aumentando i suoi investimenti in paesi come l'India e il Vietnam, con l'intenzione di stabilire ulteriori siti di produzione.
- Intel ha annunciato piani per investire in nuove strutture di produzione in Malaysia, sfruttando la sua forza lavoro qualificata e l'ambiente commerciale favorevole.

Quanto sopra evidenzia l'importanza crescente delle nazioni dell'ASEAN nel panorama delle catene di approvvigionamento globali, poiché le aziende cercano di ottimizzare le loro operazioni e ridurre le potenziali vulnerabilità. Inoltre, le riforme favorevoli al mercato nella regione dovrebbero significativamente migliorare le performance azionarie nel medio termine. Alcuni esempi:

- Il nuovo Fondo di Investimento Statale della Thailandia, con la caratteristica unica di un rendimento garantito dal governo, ha iniziato a investire nella Borsa Valori Thailandese il 1° ottobre 2024.
- La Malaysia sta incoraggiando gli investimenti e l'attività economica offrendo aliquote fiscali aziendali dallo 0 al 5% per gli uffici familiari nella sua Zona Finanziaria Speciale, simile a quelle di Shenzhen e Dubai. Il paese ha anche approvato riforme fiscali complete, razionalizzato i sussidi, controllato i costi della pubblica amministrazione e stabilito un obiettivo di deficit fiscale del 3% per attrarre IDE e migliorare le condizioni commerciali, in particolare nei settori ad alto valore come la produzione di semiconduttori e la tecnologia digitale.
- L'ambizioso programma "Golden Vision 2045" dell'Indonesia mira a trasformare il paese in una forza lavoro più qualificata con salari più alti, posizionandolo per diventare una nazione ad alto reddito.

Di fronte all'aumento delle tensioni commerciali, il panorama economico globale sta subendo cambiamenti significativi. I paesi stanno ora accettando che queste tensioni siano la nuova normalità, spingendoli ad adattare ed evolvere le loro strategie economiche. Questo adattamento è evidente nella ristrutturazione delle catene di approvvigionamento, nell'implementazione di riforme favorevoli al mercato e nella ricerca di nuove partnership commerciali. Mentre le nazioni si adattano a questo ambiente in cambiamento, stanno trovando modi innovativi per sostenere la crescita e promuovere la resilienza. In definitiva, la capacità di navigare queste tensioni definirà la futura traiettoria delle economie globali. Siamo positivi sul futuro dell'ASEAN nella strategia "China Plus One".



Fabrice DE SOUSA
Portfolio Manager



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

La lotta contro il cambiamento climatico richiede una profonda riconsiderazione di come produciamo e consumiamo energia. Tra i fattori cruciali della transizione energetica, l'elettrificazione dell'economia si distingue come un percorso essenziale. Sostituendo l'uso di combustibili fossili con l'elettricità in settori chiave come i trasporti, l'industria e gli edifici, questa trasformazione mira a ridurre le emissioni di gas serra promuovendo al contempo la crescita delle energie rinnovabili.

ALLINEAMENTO CON GLI OBIETTIVI DI SOSTENIBILITÀ

Elettrificare l'economia significa sostituire i combustibili fossili (petrolio, gas naturale, carbone) con elettricità decarbonizzata, idealmente prodotta da fonti rinnovabili. Questo implica cambiamenti nella produzione, distribuzione e consumo di energia. L'elettrificazione dei trasporti è forse l'esempio più emblematico di questo fenomeno, con l'ascesa dei veicoli elettrici. Ma questa transizione impatta anche altri settori. L'industria pesante, tradizionalmente un grande consumatore di energia fossile, così come i sistemi di riscaldamento degli edifici, stanno anch'essi passando a soluzioni elettriche tramite tecnologie come le pompe di calore e l'elettrolisi.

L'obiettivo globale dell'elettrificazione è chiaro: ridurre la dipendenza dai combustibili fossili, la cui estrazione e combustione sono fonti significative di emissioni di gas serra, e utilizzare elettricità prodotta da fonti decarbonizzate come l'eolico, il solare o l'energia idroelettrica. Questa trasformazione è essenziale per raggiungere gli obiettivi climatici fissati nell'Accordo di Parigi e per limitare l'aumento delle temperature globali a meno di 2°C entro il 2100. Non solo riduce le emissioni di carbonio, ma limita anche la dipendenza dai combustibili fossili, migliorando così la sicurezza energetica.

L'elettrificazione promuove anche l'integrazione di soluzioni avanzate come lo stoccaggio di energia, le reti intelligenti e la produzione verde su larga scala (grafico 11, pagina 33). Tutti questi progressi sono risposte dirette agli impegni dei governi e delle aziende per un futuro più sostenibile. Stabilizzando i costi energetici e limitando la volatilità associata ai prezzi di petrolio e gas, l'elettrificazione contribuisce anche a una maggiore resilienza economica.

SFIDE DELL'ELETTRIFICAZIONE

L'elettrificazione dell'economia comporta diverse sfide cruciali, che influenzano le infrastrutture energetiche, le politiche pubbliche e le dinamiche economiche.

Da una prospettiva ambientale, la sfida principale è ridurre le emissioni di gas serra. Attualmente, il settore energetico è responsabile di oltre il 70% delle emissioni globali di CO₂. Elettrificare settori come i trasporti e l'industria, che ancora dipendono fortemente dai combustibili fossili, è cruciale per una significativa decarbonizzazione. Utilizzando elettricità "pulita", è possibile ridurre sostanzialmente l'impronta di carbonio complessiva.

Tuttavia, questa transizione presenta sfide in termini di sicurezza energetica. Le energie rinnovabili come il solare o l'eolico sono per loro natura intermittenti, richiedendo un ripensamento delle infrastrutture per garantire la stabilità e la resilienza della rete elettrica. Le soluzioni di stoccaggio dell'energia, come le batterie di grande capacità, sono essenziali per garantire una fornitura continua.

Inoltre, l'elettrificazione dell'economia richiede investimenti massicci. Questo include la modernizzazione delle reti elettriche, l'installazione di capacità di produzione di elettricità rinnovabile aggiuntive e decentralizzate, e la diffusione di attrezzature come veicoli elettrici e pompe di calore.



300 MILIARDI
DI USD

di investimenti
globali nella
modernizzazione
delle reti nel 2022



UN MOTORE DELLA CRESCITA ECONOMICA SOSTENIBILE

La domanda di elettricità è triplicata dal 1980, una tendenza che si è accentuata negli ultimi anni, guidata dai progressi tecnologici come l'Intelligenza Artificiale (AI), il crescente bisogno di data center e la rilocalizzazione di alcune industrie o l'ascesa dei veicoli elettrici, che stanno tutti plasmando un mondo in rapida trasformazione.

Secondo un rapporto dell'Agenzia Internazionale dell'Energia (AIE), l'elettricità consumata dai data center in tutto il mondo è destinata a raddoppiare entro il 2026, principalmente a causa dei calcoli complessi legati all'AI e allo sviluppo delle criptovalute (per confronto, questo aumento corrisponde all'attuale consumo della Germania).

Secondo McKinsey, la domanda di elettricità dei data center negli Stati Uniti è destinata a crescere del 15% all'anno fino al 2030 (grafico 12, pagina 34). Allo stesso tempo, le politiche di reindustrializzazione dei paesi occidentali, dopo decenni di delocalizzazione, stanno aumentando la pressione sulle infrastrutture esistenti.

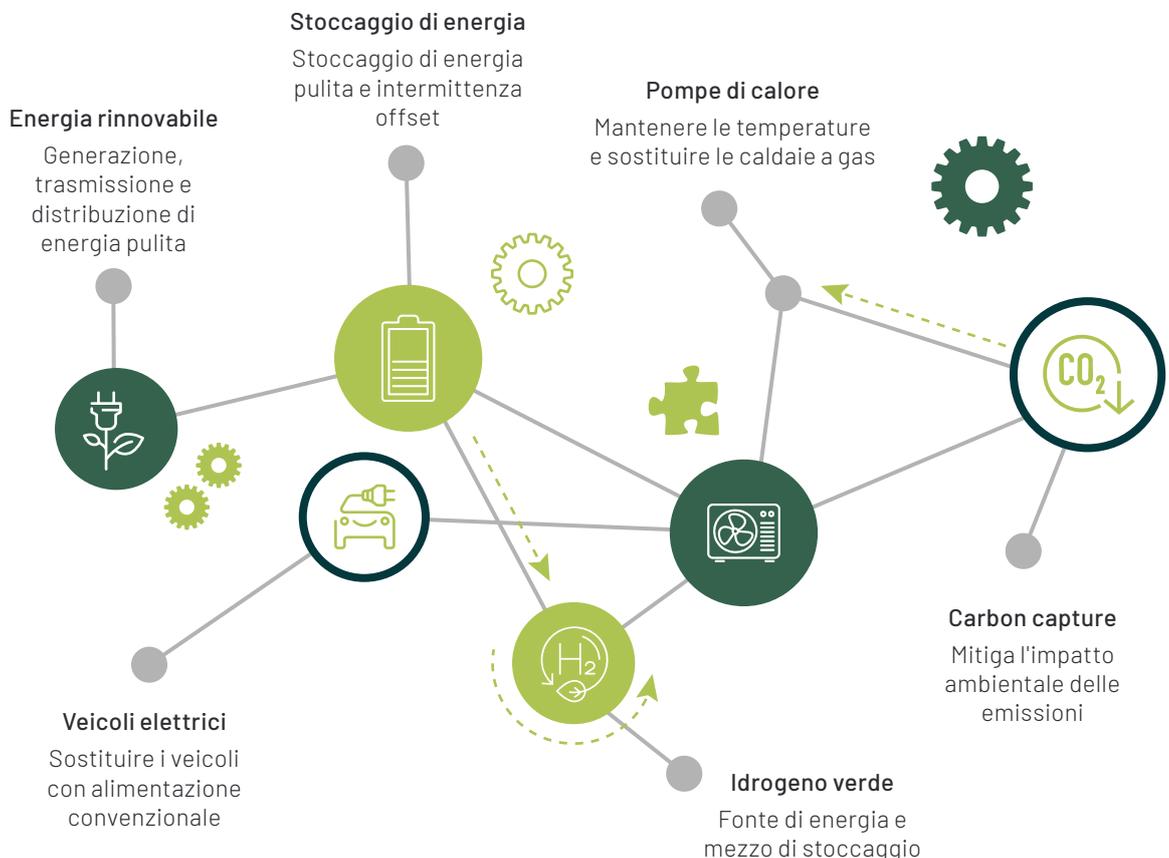
Questa rapida crescita della domanda di energia rappresenta una grande sfida per gli stati e le aziende per garantire una fornitura affidabile e costante.

ELETRIFICAZIONE: ESEMPI CONCRETI DI OPPORTUNITÀ

Sebbene le sfide siano significative, l'elettrificazione apre prospettive di crescita promettenti in diversi settori che trarranno beneficio diretto da questa trasformazione. L'elettrificazione non è solo un concetto; è già in corso. Esempi concreti si stanno moltiplicando in vari settori, dimostrando come questa trasformazione sia già in atto.

Le tecnologie di stoccaggio dell'energia (come le batterie) e la produzione di energia rinnovabile e a basse emissioni di carbonio (solare, eolica, nucleare) sono essenziali per soddisfare la crescente domanda. La trasformazione delle reti è anche un aspetto fondamentale per supportare la crescita della domanda. Gli investimenti nelle infrastrutture di trasmissione e nelle reti intelligenti permettono una gestione dell'energia più efficiente e una maggiore affidabilità.

GRAFICO 11: SEI ESEMPI DI APPLICAZIONI DI ELETRIFICAZIONE



Fonti: Indosuez Wealth Management.



96,4%:

Tasso di penetrazione dei
VEICOLI ELETTRICI
in Norvegia⁵

Il settore dei trasporti, ad esempio, sta subendo una profonda trasformazione con il passaggio ai veicoli elettrici. Parallelamente, molti governi, come quello della Norvegia, hanno stabilito obiettivi ambiziosi, come vietare la vendita di auto con motore a combustione entro il 2025.

L'accelerazione dello sviluppo di soluzioni per l'efficienza energetica offre anche nuove opportunità industriali, in particolare nella produzione di acciaio e cemento. Progetti pilota come l'iniziativa HYBRIT in Svezia mirano a produrre acciaio senza carbonio utilizzando idrogeno da elettricità rinnovabile. Un altro esempio in Europa vede diverse grandi aziende investire nell'idrogeno per decarbonizzare i processi ad alta intensità energetica, come la produzione di ammoniaca, la raffinazione e la chimica. Thyssenkrupp e ArcelorMittal stanno sperimentando l'idrogeno verde per ridurre il minerale di ferro nella produzione dell'acciaio, un processo che potrebbe eventualmente sostituire il carbone.

Di fronte alle crescenti esigenze energetiche, in particolare legate all'IA, i giganti tecnologici americani stanno ora rivolgendo l'attenzione al nucleare come soluzione sostenibile. Microsoft, ad esempio, ha stretto una partnership con il leader dell'elettricità nucleare Constellation Energy per garantire una fornitura costante e a basse emissioni di carbonio.

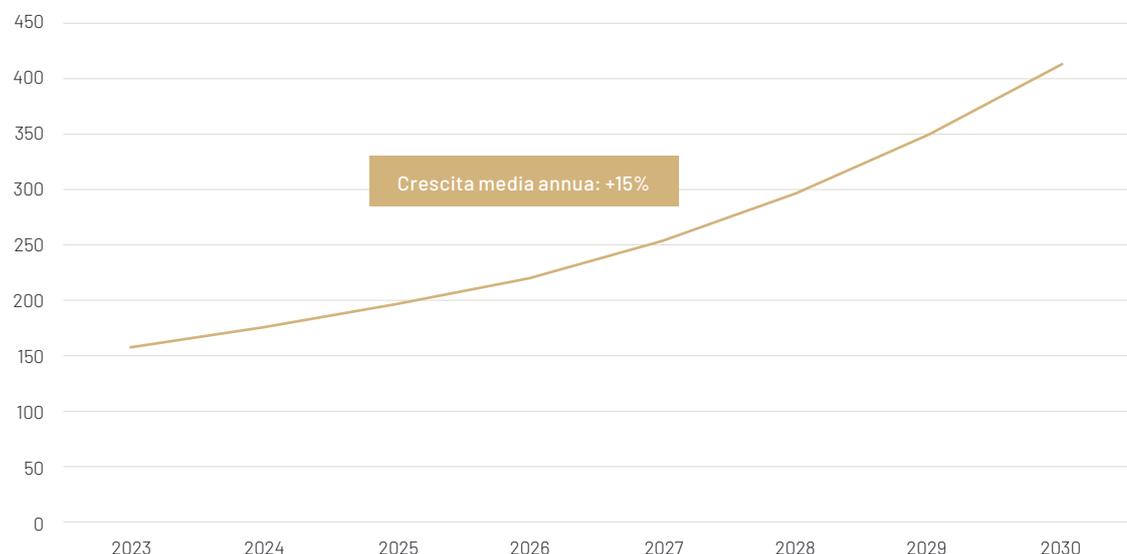
CONCLUSIONE

L'elettrificazione dell'economia rappresenta una leva fondamentale per affrontare le sfide della transizione energetica e soddisfare le esigenze di un mondo in trasformazione. Decarbonizzare settori chiave e accelerare l'adozione di energie rinnovabili, non solo riduce le emissioni di CO₂, ma favorisce anche lo sviluppo di nuovi settori economici e rafforza la resilienza energetica dei paesi. Oltre alle sfide, le opportunità offerte da questa elettrificazione sono immense, soprattutto per investitori e aziende che possono cogliere questo punto di svolta tecnologico e ambientale. Il futuro dell'economia globale sarà indubbiamente ampiamente elettrificato.

Basandosi sul consumo medio di elettricità di una persona in Francia (fonte: ADEME), scrivere questo articolo avrebbe richiesto approssimativamente 3800W di elettricità, equivalente all'energia consumata da un radiatore elettrico per 2 ore.

GRAFICO 12: DOMANDA DI ELETTRICITÀ DEI DATA CENTER NEGLI STATI UNITI

(in TWh)



Fonti: McKinsey Energy Solutions Global Energy Perspective 2023, Indosuez Wealth Management.



Nicolas RENAULD
Global Head of Private
Markets



Remy POMATHIOS
Head of Private Markets
Investments



Matthieu ROUMAGNAC
Head of Real Assets
Investments

Negli ultimi due anni, l'aumento dei tassi di interesse ha significativamente sconvolto l'attività nei Private Markets, creando un ambiente difficile per la conclusione di affari e le uscite. Avvicinandoci alla fine dell'anno, possiamo chiaramente vedere che l'attività di fusioni e acquisizioni (M&A) ha iniziato a recuperare slancio nel 2024. Il miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari e la diminuzione dell'inflazione stanno alimentando i primi segni di ottimismo per gli investitori, in quello che potrebbe essere un anno di svolta per i Private Markets in un mondo in trasformazione. Di seguito, evidenzieremo le nostre previsioni per il 2025 per ciascun segmento di questa classe di asset.

LA RIPRESA DEL MERCATO DELLE M&A

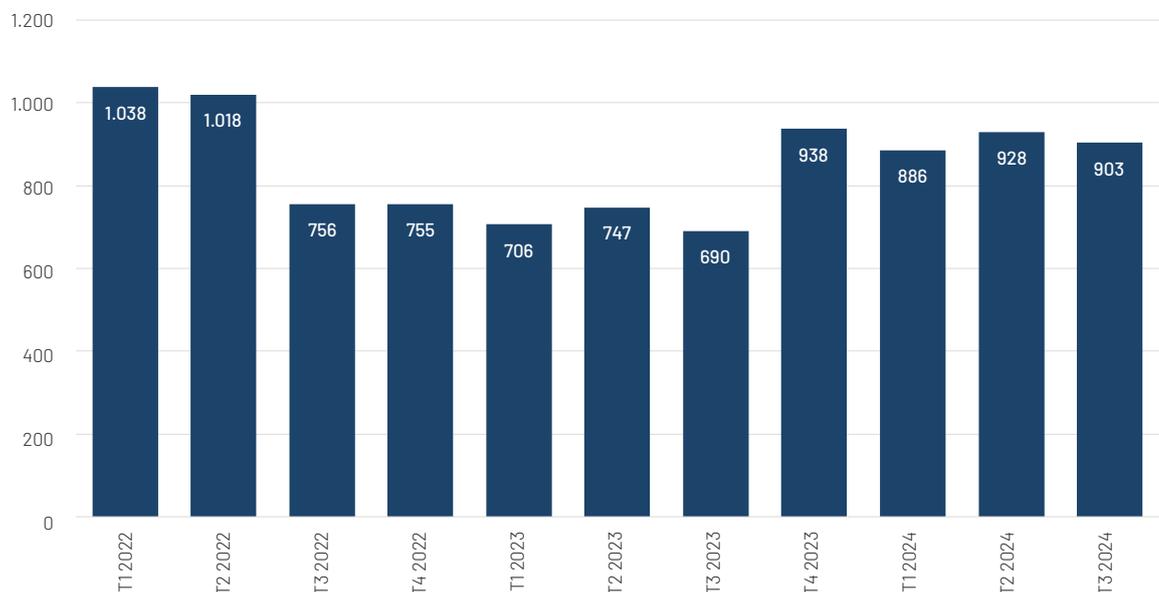
Con le politiche monetarie che sono passate da una stretta a un allentamento, combinate con la ripresa dell'offerta di finanziamenti, la ripresa delle M&A, iniziata inizialmente nell'ultimo trimestre del 2023, ha continuato a guadagnare slancio nel 2024. Sia gli acquirenti strategici che gli sponsor finanziari hanno tratto vantaggio dalla riduzione degli *spread* tra domanda e offerta per riprendere l'attività, che ha portato le transazioni di M&A ad aumentare del +27% in termini di valore dei deal su base annuale (YTD)(a partire da settembre 2024 - grafico 13).

Ricordando il nostro outlook sui Private Markets dello scorso anno, ci aspettavamo che il 2024 fosse un anno di svolta per il mercato delle M&A, ma siamo convinti che ci sarà un'ulteriore accelerazione nel 2025, guidata da ulteriori tagli dei tassi di interesse previsti sia in Europa che negli Stati Uniti. Questo, naturalmente, assumendo che non ci siano importanti sconvolgimenti macroeconomici o tensioni geopolitiche che si intensifichino eccessivamente.



I volumi delle
M&A
sono aumentati del
+27%

GRAFICO 13: ATTIVITÀ GLOBALE DI M&A PER TRIMESTRE, MILIARDI DI USD



Fonti: Pitchbook Global M&A Report Q3-2024, Indosuez Wealth Management.



I FONDI DI BUYOUT STANNO APRENDO LA STRADA

I fondi di *buyout*⁶ sono stati i più attivi in termini di conclusione di deals nel 2024, con volumi di transazioni in aumento in tutte le regioni del mondo. Questa crescita è stata notevolmente rafforzata dalla fascia alta del mercato, con diverse acquisizioni multimiliardarie (soprattutto nel settore del software), un segmento che era completamente silenzioso nel 2023. Questo è stato supportato in particolare dal ritorno delle grandi banche nel mercato del prestito, come dimostrato dal forte aumento dei volumi di prestiti con leva finanziaria (grafico 14) associato a un costo di finanziamento più basso.

In termini di uscite, il mercato dei buyout rimane leggermente al di sotto della media a lungo termine, ma ha dimostrato una certa robustezza durante l'anno con volumi di uscite trimestrali in costante aumento, guidati in particolare da un forte rimbalzo negli Stati Uniti. Va notato che, ancora una volta, c'è stata una chiara concentrazione da parte degli acquirenti sugli asset di qualità più elevata, dove la competizione e i prezzi sono rimasti relativamente elevati. Crediamo che il ritmo delle uscite accelererà significativamente nel 2025 grazie a diverse tendenze di mercato: (1) la significativa liquidità detenuta dagli sponsor dei buyout (più di 1 trilione di dollari) in attesa di essere investita dopo 2 anni di attività ridotta, (2) la pressione da parte solo di pochi partner che chiedono liquidità prima di reinvestire in nuove annate e

(3) il continuo rimbalzo del mercato delle M&A in seguito ai previsti tassi di interesse ufficiali più bassi da parte delle banche centrali, in particolare in Europa.

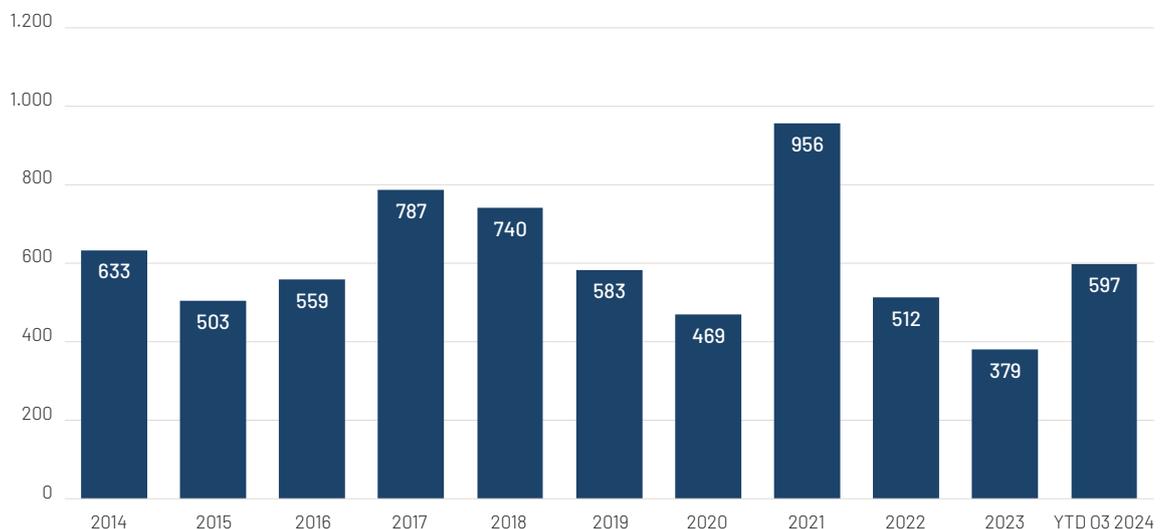
Per quanto riguarda il Venture Capital, la situazione è relativamente diversa poiché l'attività è rimasta sostanzialmente in linea con i livelli visti nel 2023 dopo due anni di costante declino dal picco dell'industria nel 2021. L'aggiustamento dei prezzi di mercato iniziato nel 2022 è ancora in corso mentre la sfida più grande affrontata dai fondi di Venture Capital è la mancanza di uscite. Crediamo che gli investitori debbano rimanere cauti ed estremamente selettivi in questo segmento, ma pensiamo che il mercato sia ora più sano in termini di punti di ingresso valutativi, il che dovrebbe offrire opportunità interessanti sul lato dell'acquisto.

CREDITO PRIVATO, UN MERCATO IN FASE DI NORMALIZZAZIONE

I fondi di credito privato sono stati chiari beneficiari dell'aumento dei tassi di interesse dal 2022, sia dal punto di vista delle performance che della raccolta fondi.

Con l'effetto combinato di (i) il ritorno delle banche sui mercati dei prestiti con leva finanziaria e (ii) i primi tagli dei tassi di interesse da parte delle banche centrali, abbiamo visto i rendimenti iniziare a diminuire nel 2024, il che ha spinto in particolare l'attività di rifinanziamento.

GRAFICO 14: NUOVE EMISSIONI DI PRESTITI CON LEVA FINANZIARIA (USA ED EUROPA), MILIARDI DI USD



Fonti: LCD Global Leveraged Finance report (Q3-2024), Indosuez Wealth Management.

6 - Leveraged Buyout (LBO) o acquisizione con leva finanziaria.



Con ulteriori tagli dei tassi all'orizzonte, ci aspettiamo che questa tendenza continui nel 2025, riducendo così i rendimenti attesi dei fondi di credito privato. Con la normalizzazione dell'inflazione, i rendimenti reali rimarranno comunque attraenti su base assoluta.

Mentre siamo stati più prudenti nel 2022 e nel 2023 sulle strategie di prestito senior data l'abbondante afflusso di capitale raccolto e la scarsità di opportunità, il mercato ora si sta normalizzando insieme ai tassi di interesse e al rimbalzo dell'attività di M&A che supportano il mercato dei prestiti con leva finanziaria.

Infine, crediamo che le strategie di credito privato senior in formato semi-liquido siano particolarmente attraenti offrendo una combinazione equilibrata e interessante di protezione, liquidità e performance.

INFRASTRUTTURE, UN SEGMENTO RESILIENTE

Per quanto riguarda le altre strategie di Private Equity, l'attività di dealmaking per gli asset infrastrutturali è diminuita di circa il 20% nel 2023 sia in termini di valore che di numero di operazioni. Guardando ai primi tre trimestri del 2024, stiamo vedendo i primi segni di un rimbalzo del livello di attività, in particolare in termini di numero di operazioni, suggerendo (i) una preferenza degli investitori per transazioni più piccole, che sono meno dipendenti dal finanziamento, e/o (ii) un calo delle valutazioni degli asset. La raccolta di fondi è rimasta relativamente resiliente per i fondi infrastrutturali nel 2024, sebbene con una certa cautela, poiché una grande parte dell'afflusso di capitali è stata catturata dai mega fondi.

Il reset delle valutazioni è stato evidente nel settore delle rinnovabili dal picco del 2021, il che riteniamo renda oggi un punto di ingresso più attraente per questi asset. Sul fronte delle infrastrutture digitali, il fenomenale progresso dell'Intelligenza Artificiale è previsto accelerare ulteriormente nel 2025 e, con esso, la necessità di una maggiore capacità dei data center.

Tutto considerato, rimaniamo positivi sulle prospettive delle infrastrutture per gli anni a venire, poiché questo segmento è destinato a continuare a capitalizzare sui megatrend della transizione energetica, della trasformazione digitale e delle esigenze di mobilità. La scarsità di denaro pubblico significa che il capitale privato sta colmando il divario in quella che riteniamo essere un'opportunità di investimento generazionale. Nel complesso, manteniamo per il 2025 una forte convinzione che tutte le tecnologie elettrificanti dovrebbero essere al centro dell'attenzione degli investitori in infrastrutture.

SECONDARI, UN CHIARO VINCITORE IN QUESTO CONTESTO

Il mercato secondario è stato molto forte nel 2024, con un volume totale di transazioni secondarie previsto di circa 140 miliardi di dollari, il che rappresenterebbe un aumento di circa il 25% rispetto al 2023 e un record per l'industria. Questa forte attività è derivata sia (i) dai Limited Partners (LP) che cercavano liquidità per compensare la mancanza di distribuzioni e quindi vendevano partecipazioni nei fondi più maturi del loro portafoglio, sia (ii) dai General Partners (GP) che erano più attivi nello spazio GP-Led, dove hanno generato liquidità sui loro asset con le migliori performance attraverso fondi di continuazione.

Il mercato secondario si è evoluto significativamente negli ultimi due decenni, trasformandosi da quello che era precedentemente un segmento di nicchia in un mercato più ampio, più liquido e più sofisticato. Ci aspettiamo che il mercato secondario continui a evolversi ed espandersi nei prossimi anni grazie a (i) la fortissima crescita che abbiamo visto negli ultimi 10 anni negli asset under management nella classe di asset dei Private Markets, che dovrebbe naturalmente aumentare il set di opportunità per i giocatori secondari, e (ii) il crescente bisogno degli investitori di liquidità in un universo di investimento tradizionalmente illiquido. Prevediamo che questo mercato raggiungerà un volume di oltre 150 miliardi di dollari nei prossimi anni, circa cinque volte la dimensione del mercato di 10 anni fa.



Verso

**UN ANNO
DA RECORD**
per i secondari nel
IN 2024



06

| Presenza Internazionale



LA NOSTRA STORIA

Indosuez Wealth Management è il marchio globale di gestione patrimoniale del gruppo Crédit Agricole, la 9ª banca più grande al mondo per attivo di bilancio (The Banker 2023). Da oltre 150 anni, Indosuez Wealth Management supporta individui con elevati patrimoni, famiglie, imprenditori ed investitori professionali nella gestione del proprio patrimonio privato e professionale. La Banca offre un approccio su misura, permettendo a ciascun cliente di preservare e di far crescere il proprio patrimonio in linea con le proprie aspirazioni. I suoi Team forniscono un continuum di servizi ed offerte, tra cui Consulenza, Finanziamenti, Soluzioni di Investimento, Servizi di gestione di Fondi e Soluzioni Tecnologiche e Bancarie.

Nel 2024, Indosuez Wealth Management ha finalizzato l'acquisizione della banca belga Degroof Petercam.

Questa fusione permette ad Indosuez di arricchire la propria proposta di valore grazie ad una delle offerte più complete sul mercato. Indosuez Wealth Management riunisce quasi 4.500 dipendenti in 16 territori in tutto il mondo: in Europa (Germania, Belgio, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo, Monaco e Svizzera), nella regione Asia-Pacifico (Hong Kong SAR, Nuova Caledonia e Singapore), in Medio Oriente (Abu Dhabi, Dubai) e in Canada (ufficio di rappresentanza).

Con oltre 200 miliardi di euro in attivi dei clienti, il gruppo Indosuez è tra i leader europei nella gestione patrimoniale.

INDOSUEZ WEALTH MANAGEMENT

In Indosuez Wealth Management uniamo una tradizione straordinariamente ricca, basata su relazioni di lungo termine, a competenze di punta e alla nostra rete finanziaria internazionale.

ASIA PACIFICO

HONG KONG SAR

Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway
Hong Kong
T. +852 37 63 68 68

NUMEA

Le Commodore - Promenade Roger Laroque,
Anse Vata
98800 Numea - Nuova Caledonia
T. +687 27 88 38

SINGAPORE

168 Robinson Road #23-03 Capital Tower
068912 Singapore
T. +65 64 23 03 25

EUROPE

BRUXELLES

Chaussée de la Hulpe 120 Terhulpesteenweg
1000 Bruxelles - Belgio
T. +32 2 566 92 00

Rue de l'Industrie 44
1040 Bruxelles - Belgio
T. +32 2 287 91 11

GINEVRA

Quai Général-Guisan 4
1204 Ginevra - Svizzera
T. +41 58 321 90 00

LISBONA

Avenida da Liberdade, n.º190, 2ºB
1250 - 147 Lisbona - Portogallo
T. +351 211 255 360

LUSSEMBURGO

39, Allée Scheffer
L-2520 Lussemburgo
T. +352 24 67 1

12, rue Eugène Ruppert
L-2453 Lussemburgo
T. +352 45 35 45 1

MADRID

Paseo de la Castellana 1
28046 Madrid - Spagna
T. +34 91 310 99 10

MILANO

Piazza Cavour 2
20121 Milano - Italia
T. +39 02 722 061

MONACO

11, Boulevard Albert 1^{er}
98000 Monaco
T. +377 93 10 20 00

PARIGI

17, Rue du Docteur Lancereaux
75008 Parigi - Francia
T. +33 1 40 75 62 62

MEDIO ORIENTE

ABU DHABI

Zayed - The 1st Street - Nayel & Bin Harmal Tower,
5th Floor office 504
PO Box 44836 Abu Dhabi
T. +971 2 631 24 00

DIFC

Al Fattan Currency House, Tower 2
Level 23 Unit 4 DIFC
PO Box 507232 Dubai
T. +971 4 350 60 00



07 | Glossario



AIE: Agenzia Internazionale dell'Energia.

ASEAN: Associazione delle Nazioni del Sud-Est Asiatico.

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

CBO: (Congressional Budget Office).

Chips Power: Si riferisce alle caratteristiche di potenza e prestazioni dei chip semiconduttori, spesso utilizzati nei dispositivi informatici ed elettronici.

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

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.

ESG: Ambiente, Sociale e Governance: Un quadro utilizzato per valutare le pratiche e le prestazioni di un'azienda in tre ambiti chiave: l'impatto ambientale, la responsabilità sociale e la governance aziendale. I criteri ambientali valutano come un'azienda gestisce il suo impatto sul pianeta, i criteri sociali considerano come tratta le persone, inclusi i dipendenti, i clienti e la comunità, e i criteri di governance valutano la qualità e la trasparenza della sua direzione e dei suoi controlli interni.

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.

Fondi di venture capital: I fondi di venture capital sono un pool di capitali forniti da investitori a startup e piccole e medie imprese (PMI) con un forte potenziale di crescita, ma che potrebbero essere troppo rischiose per i metodi di finanziamento tradizionali. Questi fondi sono gestiti da società di venture capital o da professionisti che investono in aziende ad alto potenziale in cambio di partecipazione azionaria, o di una proprietà partecipazione parziale dell'azienda. L'obiettivo principale dei fondi di venture capital è quello di generare rendimenti consistenti per i loro investitori attraverso la crescita e l'eventuale uscita (come una quotazione in borsa o un'acquisizione) delle aziende investite.

General Partners: Sono gestori di investimenti professionali responsabili della gestione di fondi di private equity, venture capital o altri tipi di fondi di investimento privati.

GES: Gas a effetto serra.

Greenflation: Si riferisce all'aumento dei prezzi energetici e delle materie prime in seguito alla transizione verde.

High Yield: Categoria di obbligazioni, anche chiamate obbligazioni speculative (junk bonds, in inglese), la cui valutazione è inferiore a "investment grade" (cioè tutte le valutazioni inferiori a BBB- secondo la scala dell'agenzia di rating Standard & Poor's). In generale, più la valutazione è bassa, più il rendimento è alto, poiché il rischio di mancato rimborso è maggiore.

IA Generativa: Un tipo di intelligenza artificiale che si concentra sulla creazione di nuovi contenuti, come testo, immagini, musica o altri media, apprendendo i modelli e le strutture dai dati esistenti. Utilizza modelli come le reti generative antagoniste (GAN) e i convertitori per produrre risultati originali che imitano la creatività e l'innovazione umane.

Intelligenza Artificiale: Tecnologia che permette alle macchine di svolgere compiti che generalmente richiedono l'intelligenza umana, come l'apprendimento, la risoluzione dei problemi e la presa di decisioni.

IDE: L'investimento diretto estero (IDE) è una categoria di investimento transfrontaliero in cui un investitore residente in un'economia stabilisce un interesse duraturo e un grado significativo di influenza su un'impresa residente in un'altra economia.

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.

La legge di Moore: L'osservazione secondo cui il numero di transistor su un microchip raddoppia approssimativamente ogni due anni, comportando

un aumento costante della potenza di calcolo e una diminuzione del costo relativo dei dispositivi elettronici. Questo principio ha portato a un rapido avanzamento e alla miniaturizzazione della tecnologia nel corso degli ultimi decenni.

La strategia "China Plus One": La strategia "China Plus One" è un approccio commerciale in cui le aziende diversificano le loro catene di approvvigionamento aggiungendo operazioni di produzione o approvvigionamento in paesi diversi dalla Cina. Questa strategia mira a ridurre la dipendenza dalla Cina e a mitigare i rischi associati alle tensioni geopolitiche, alle guerre commerciali, ai costi della manodopera e alle interruzioni delle catene di approvvigionamento. Avendo basi di produzione aggiuntive in altri paesi, le aziende possono rafforzare la loro resilienza, aumentare la loro flessibilità e gestire meglio le incertezze potenziali sul mercato globale. I paesi alternativi comuni includono il Vietnam, l'India, la Thailandia e il Messico.

Limited Partners o società in accomandita: Gli investitori in una società in accomandita, generalmente in fondi di private equity o venture capital, che apportano capitali ma hanno una responsabilità limitata e un coinvolgimento ridotto nella gestione del fondo. Il loro rischio finanziario è limitato all'ammontare del loro investimento e ricevono generalmente rendimenti basati sulla performance del fondo.

Mercati secondari: I mercati secondari, noti anche come mercati finanziari secondari, sono piattaforme dove gli investitori acquistano e vendono titoli che possiedono già. A differenza dei mercati primari, dove i titoli sono emessi e venduti per la prima volta (come durante un'IPO, o offerta pubblica iniziale), i mercati secondari facilitano il trading di titoli esistenti. Esempi di mercati secondari includono borse valori come il New York Stock Exchange (NYSE) e il NASDAQ, dove azioni, obbligazioni e altri strumenti finanziari vengono scambiati tra investitori. La liquidità fornita dai mercati secondari è cruciale poiché consente agli investitori di acquistare e vendere facilmente i loro titoli, favorendo così l'investimento e contribuendo alla stabilità e all'efficienza complessive del sistema finanziario.

Nearshoring: L'OCSE definisce la regionalizzazione o nearshoring come la decisione di trasferire attività in passato delocalizzate, non necessariamente nel paese di origine dell'impresa ma piuttosto in uno Stato vicino.

No landing scenario: Una situazione economica in cui la crescita prosegue in modo regolare senza rallentare né entrare in recessione.

OCSE: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico.

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.

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

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.

Quantitative tightening (QT): Termine inglese che indica l'inasprimento quantitativo è uno strumento di politica monetaria restrittivo applicato dalle banche centrali per ridurre la quantità di liquidità o offerta di moneta nell'economia.

R-star: Il tasso d'interesse neutrale in cui l'economia è in piena occupazione e l'inflazione è stabile, senza stimolare né rallentare la crescita economica.

Soft landing: Un rallentamento economico controllato che evita una recessione e mantiene l'inflazione sotto controllo.

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.

Stagflation: Si riferisce a un'economia che sperimenta simultaneamente un aumento dell'inflazione e una stagnazione della produzione economica.

Tasso di riferimento: Un tasso d'interesse che l'autorità monetaria di un paese (cioè la banca centrale) stabilisce per influenzare l'andamento delle principali variabili monetarie dell'economia (ad esempio, i prezzi al consumo, i tassi di cambio o l'espansione del credito, tra gli altri).

TCJA (Tax Cuts and Job Acts): La riforma fiscale TCJA (Tax Cuts and Jobs Act) del 2017 è una legislazione americana volta a ridurre le imposte per le imprese e i privati al fine di incentivare la crescita economica.

USMCA: Accordo Stati Uniti - Messico - Canada, accordo di libero scambio firmato il 30 settembre 2018 dai leader politici dei tre paesi che sostituisce il NAFTA (creato nel 1994).



08



Dichiarazione
Di Esclusione
Di Responsabilità

DICHIARAZIONE DI ESCLUSIONE DI RESPONSABILITÀ

Il documento dal titolo "Global Outlook" ("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'Arion, L-2991 Lussemburgo, sito web www.cssf.lu, telefono (+352) 26251-1, e della Banca Centrale Europea nell'ambito delle loro rispettive competenze.

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

- **In Belgio:** l'Opuscolo è distribuito:
 - dalla filiale per il Belgio di CA Indosuez Wealth (Europe), con sede al 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgio, immatricolata presso il Registro delle Società di Bruxelles con il numero 0534 752 288, registrata nel Banque-Carrefour des Entreprises (database delle aziende belghe) con partita IVA n. 0534.752.288 (RPM Brussels), filiale di CA Indosuez Wealth (Europe).
 - da Banque Degroof Petercam SA, situata in rue de l'Industrie 44, 1040 Bruxelles, Belgio, registrata nel Registro delle Imprese con il numero 0403 212 172, registrata presso la Banca Dati Centrale delle Imprese (database delle imprese belghe) con il numero di partita IVA BE 0403 212 172 (RPM Bruxelles).

- **In Italia:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe), Italy Branch con sede in Piazza Cavour 2, Milano, Italia, iscritta all'Albo delle Banche n. 8097, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano, Monza Brianza e Lodi n. 97902220157.
- **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 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 13.11.2024.

