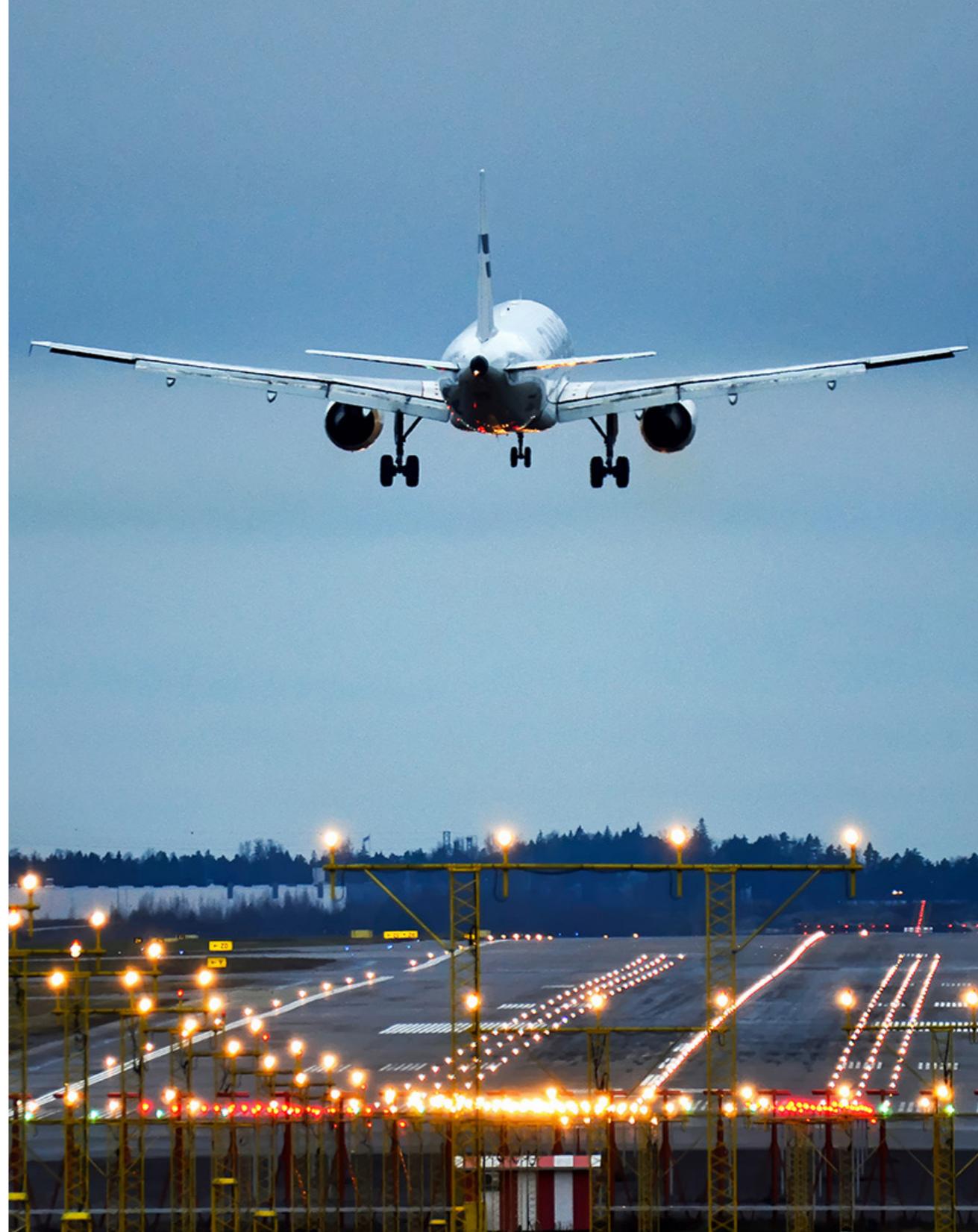


PROSPETTIVE PER GLI INVESTIMENTI 2025

# Dopo l'atterraggio

Il presente documento è riservato a Clienti Professionali in Europa continentale, a Dubai, in Irlanda, Isola di Man, Jersey e Guernsey, Regno Unito e Svizzera; Investitori Sofisticati o Professionali in Australia; Investitori Istituzionali negli Stati Uniti; Investitori Professionali a Hong Kong; Investitori Istituzionali Qualificati in Giappone; Investitori Istituzionali e/o Investitori Accreditati a Singapore; particolari Istituzioni Qualificate/Investitori Sofistica a Taiwan; investitori wholesale (come definiti nella legge Financial Markets Conduct Act) in Nuova Zelanda; alcuni fondi sovrani specifici e/o Investitori Nazionali Qualificati approvati dagli organi normativi locali nella Repubblica Popolare Cinese; Investitori Professionali Qualificati in Corea; particolari investitori istituzionali specifici in Brunei; Investitori Istituzionali Qualificati e/o taluni investitori istituzionali specifici in Thailandia; alcuni investitori istituzionali specifici in Indonesia e acquirenti qualificati nelle Filippine. In Canada il documento è riservato a investitori accreditati come definiti nella norma canadese National Instrument 45-106. Non è destinato, né deve essere distribuito o consegnato, al pubblico e agli investitori retail.





**Kristina Hooper**  
Chief Global Market Strategist



Ci attendiamo che il rallentamento della crescita prosegua nel breve periodo seguito da una nuova accelerazione nel corso del 2025 che dovrebbe contribuire a dare luogo a un contesto positivo per gli asset rischiosi in tutto il mondo.

## Sommario esecutivo

Un gran numero di banche centrali a livello mondiale, dopo essere riuscite per buona parte a porre un freno all'inflazione, sta oggi allentando le politiche monetarie con l'obiettivo di stimolare la crescita. Nel 2025 prevediamo che i segnali di decelerazione dell'economia vengano controbilanciati dall'impatto positivo del ciclo di taglio dei tassi globale; in altre parole ci aspetta a nostro avviso un atterraggio morbido. Ci attendiamo che il rallentamento della crescita prosegua nel breve periodo seguito da una nuova accelerazione nel corso del 2025 che dovrebbe contribuire a dare luogo a un contesto positivo per gli asset rischiosi in tutto il mondo.

Negli Stati Uniti, secondo le nostre previsioni, l'economia decelererà verso il proprio tasso di crescita potenziale per poi accelerare nuovamente più avanti nel corso dell'anno grazie a un mercato del lavoro resiliente e all'allentamento delle condizioni finanziarie. La zona euro e il Regno Unito hanno sperimentato una crescita molto lenta o una recessione lo scorso anno ma ci aspettiamo che la crescita acquisisca gradualmente slancio nel corso del 2025 favorita dai tagli dei tassi da parte delle banche centrali e da un incremento moderato dei salari reali. In Giappone, nel frattempo, la crescita delle retribuzioni e gli aggiustamenti

di policy degli ultimi tempi pongono il Paese in una buona posizione, sebbene lo yen sia destinato verosimilmente a rafforzarsi penalizzando un mercato, quello giapponese, fortemente orientato alle esportazioni. In Cina, ci attendiamo che il recente pivot sul fronte delle politiche sostenga la crescita interna frenando il peggioramento del sentiment. L'impatto reflazionistico sul resto dell'area, tuttavia, potrebbe essere a nostro avviso limitato.

I mercati emergenti (ME) dovrebbero trarre vantaggio dal ciclo di taglio dei tassi nei mercati sviluppati (MS), da un certo indebolimento del dollaro USA e dal rialzo della crescita globale. Alcune dinamiche specifiche, come il boom della crescita in India, lasciano intravedere aree di sovraperformance, mentre gli stimoli varati in Cina potrebbero migliorare le prospettive di crescita.

Nel complesso ci attendiamo un contesto propizio per gli asset rischiosi, specialmente per mercati sviluppati non statunitensi, titoli azionari a bassa capitalizzazione e settori value negli Stati Uniti, con una probabile sovraperformance degli asset europei su quelli statunitensi grazie a valutazioni favorevoli e al peso dei settori ciclici.

## Contributori

**James Anania**  
Investment Strategist

**Jeffrey Bennett, CFA®**  
Senior Portfolio Manager  
Head of Manager Selection

**David Chao**  
Global Market Strategist

**Arnab Das**  
Global Macro Strategist

**Mo Haghbin, CFA®, CAIA®**  
Head of Solutions  
Invesco Investment Solutions

**Kristina Hooper**  
Chief Global Market Strategist

**Paul Jackson**  
Global Head of Asset Allocation Research

**Benjamin Jones, CFA®**  
Director, Macro Research

**Tomo Kinoshita**  
Global Market Strategist

**Turgut Kisinbay**  
Chief US Economist  
Invesco Fixed Income

**Brian Levitt**  
Global Market Strategist

**Alessio de Longis, CFA®**  
Senior Portfolio Manager  
Head of Investments  
Invesco Investment Solutions

**Ashley Oerth, CFA®**  
Associate Global Market Strategist

**Michael Sobolik, CFA®**  
Real Estate Investment Strategist  
North America

**Drew Thornton, CFA®**  
Head of Thought Leadership  
Solutions

**András Vig**  
Senior Multi-Asset Strategist

**Rob Waldner, CFA®**  
Chief Strategist  
Head of Macro Research  
Fixed Income

# Prospettive macro

1

## Un atterraggio tranquillo: crescita stabile e inflazione vicina al target

- L'inflazione ha subito un significativo raffreddamento ed è oggi vicina al proprio target in gran parte dei mercati sviluppati.
- L'attenzione del mercato si è spostata su crescita e possibili rischi al ribasso.
- Il nostro scenario base è che nel 2025 non si verificherà una flessione significativa della crescita in nessuna tra le principali economie.



2

## Banche centrali ancora in fase di allentamento

- I tassi sono generalmente in territorio restrittivo in tutte le principali economie ma in via di allentamento.
- La Federal Reserve (Fed), con tutta probabilità, arriverà a una politica monetaria neutrale entro fine 2025, ma il miglioramento delle prospettive di crescita potrebbe ritardare i tagli dei tassi.
- Le banche centrali europee stanno allentando con un quadro di crescita relativamente più fiacco che negli Stati Uniti.



3

## Dopo l'atterraggio: crescita oggi in via di decelerazione, ma ai livelli tendenziali nel 2025

- Crescita USA in via di rallentamento fino ai propri livelli potenziali con una successiva riaccelerazione nel corso di tutto il 2025.
- Miglioramento della crescita in Europa fino a superare di poco le previsioni di consensus.



# Prospettive di mercato

## Fixed income

Performance positive da parte della duration dato il "bull steepening" alimentato dai tagli dei tassi. I rendimenti immediati appaiono interessanti ma, date le valutazioni attuali, un'ulteriore e pronunciata contrazione degli spread è improbabile.

## Azionario

Ravvisiamo un contesto di propensione al rischio a livello globale con una probabile sovraperformance di small cap, titoli value e mercati sviluppati non statunitensi. I cicli di allentamento in assenza di una recessione del passato fanno presagire performance positive da parte degli asset rischiosi.

## Dollaro USA/valute

Le valutazioni del dollaro sono elevate da diverso tempo; il differenziale di crescita tra gli Stati Uniti e le altre economie principali continua però a favorire il biglietto verde, limitandone verosimilmente il potenziale di ribasso. I prossimi movimenti della valuta saranno influenzati con tutta probabilità dai differenziali tra i tassi d'interesse.

## Strumenti alternativi

Prediligiamo private debt e strategie con copertura rispetto al private equity preferendo al momento asset che non facciano affidamento sulla leva finanziaria per generare rendimenti.

## Mercati emergenti (ME)

Gli asset dei ME dovrebbero registrare buone performance nel 2025 trainati dal ciclo di taglio dei tassi in atto in gran parte dei MS e da un'accelerazione della crescita globale. In Cina il rischio al rialzo ha a che vedere principalmente con la fiducia nelle recenti misure di stimolo.

Nota: non vi è alcuna garanzia che le previsioni sul mercato si realizzino.

# Rischi

La traiettoria futura potrebbe variare qualora si verificassero diverse ipotesi. Alcune di queste sono presentate di seguito:

## Scenario positivo

### Quadro di crescita Goldilocks in tutte le aree geografiche

- Una maggiore partecipazione alla crescita e una nuova accelerazione, con tutta probabilità, determinerebbero un aumento della propensione al rischio.

## Scenario negativo

### Errore di policy: crescita inferiore alle attese

- La crescita potrebbe virare verso il basso per via degli effetti sfasati nel tempo di un contesto di politica monetaria restrittivo.

## Altre variabili in gioco...

- 1 Il quadro commerciale e geopolitico potrebbe subire un mutamento a seguito della vittoria di Trump
- 2 Gli stimoli di policy in Cina potrebbero contribuire a rinvigorire la crescita
- 3 Un ritorno dell'inflazione potrebbe cambiare la traiettoria di politica monetaria
- 4 Le pressioni sui conti pubblici potrebbero influire sui trend di spesa pubblica

# 1 Un atterraggio tranquillo: crescita stabile e inflazione vicina al target

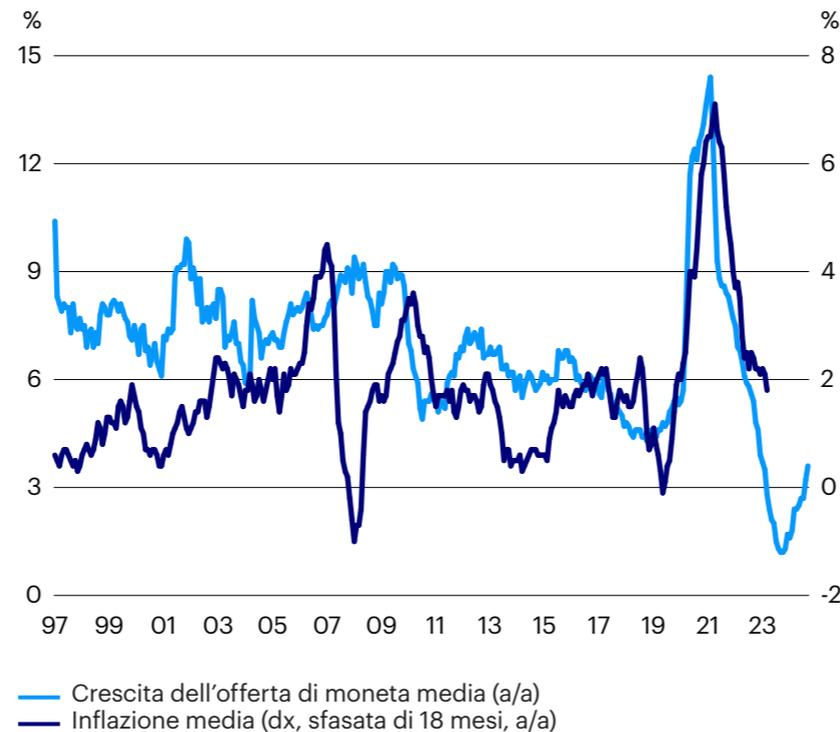
La crescita è stata resiliente nonostante la politica monetaria restrittiva

Dopo una brusca impennata dei tassi fino a livelli restrittivi per contrastare il rapido aumento dei prezzi, le banche centrali hanno decisamente dichiarato vittoria sull'inflazione. Eppure molte tra le principali economie mondiali mostrano segni di rallentamento. La crescita globale, secondo le nostre previsioni, decelererà fino a raggiungere i propri tassi potenziali tra la fine del 2024 e l'inizio del 2025.

- Le indagini sul credito bancario fanno presagire condizioni meno restrittive e una maggiore domanda. Facciamo notare che all'inizio di periodi di recessione, tendenzialmente, le condizioni appaiono piuttosto diverse. I prestiti bancari stanno inoltre tornando a crescere sia negli Stati Uniti che in Europa. Gli spread creditizi, al contempo, restano piatti.
- Gli indici dei responsabili degli acquisti (purchasing managers' index, PMI) segnalano un quadro caratterizzato da una crescita stabile alimentata dall'attività nel settore dei servizi, in via di accelerazione negli Stati Uniti. In Europa i PMI indicano una crescita fiacca.
- La solidità dei bilanci delle famiglie in Europa e negli Stati Uniti crea robuste fondamenta per una crescita ininterrotta dei consumi con l'allentamento delle politiche monetarie da parte delle banche centrali.

## La normalizzazione della crescita dell'offerta di moneta lascia presagire un contesto inflazionistico più benigno

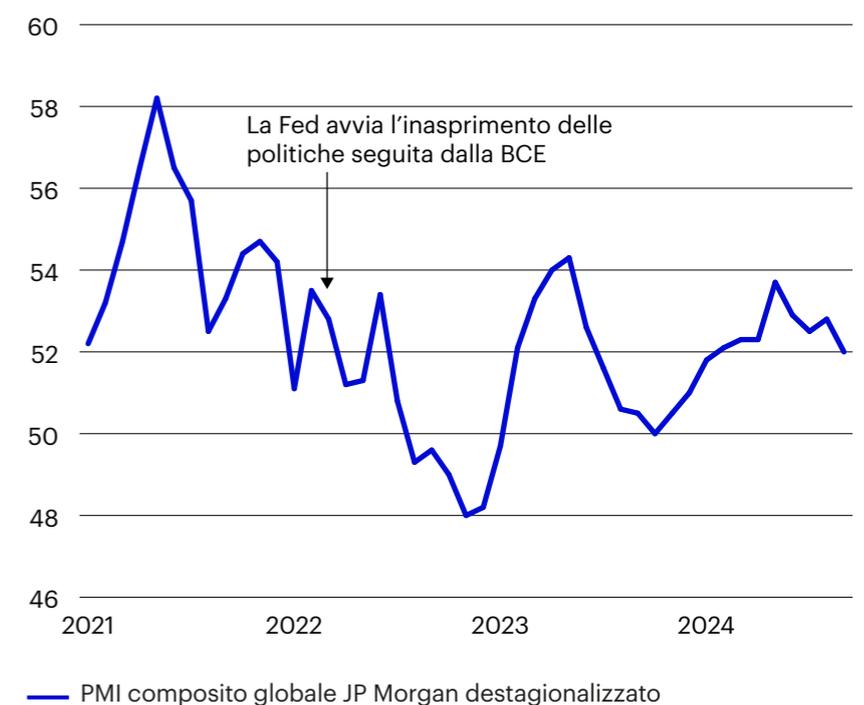
Crescita dell'offerta di moneta globale e inflazione



Fonti: Datastream e Invesco al 31 ottobre 2024 utilizzando dati mensili. I dati sulla crescita dell'offerta di moneta media a livello globale e sull'inflazione media provengono da Stati Uniti, Cina, zona euro, Giappone e Regno Unito. Sia gli indicatori dell'offerta di moneta che gli indici dei prezzi al consumo mostrano la crescita media su base annua in tutti i Paesi coperti a partire da gennaio 1997 (con uno sfasamento temporale di 18 mesi).

## La crescita globale ha sperimentato una buona tenuta nonostante un contesto di politica monetaria restrittivo

PMI composito globale JP Morgan



Fonti: Invesco e Macrobond al 30 settembre 2024.

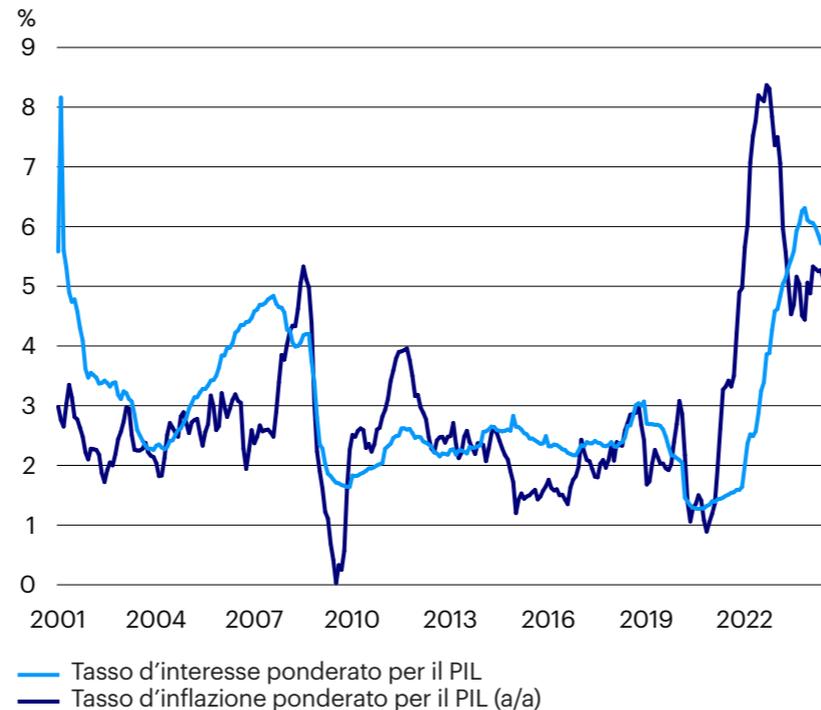
## 2 Banche centrali ancora in fase di allentamento

Tassi generalmente restrittivi – l’allentamento dovrebbe stimolare l’attività

Il 2025 sarà verosimilmente caratterizzato da un “tira e molla” tra sacche di rallentamento dell’attività economica dovute ai rialzi dei tassi accumulati e l’effetto positivo del relativo ciclo di taglio. Con lo spostamento dell’attenzione delle banche centrali verso i rischi per la crescita (e con l’inflazione sotto controllo) riteniamo ci siano sostanziosi margini per un allentamento.

- Dal momento che l’inflazione è comodamente vicina al proprio target, ci attendiamo che la Federal Reserve porti avanti il proprio ciclo di taglio dei tassi per tutto il 2025 con il raggiungimento di un tasso di riferimento neutrale entro fine anno.
- La Banca centrale europea sta allentando in maniera relativamente più incisiva dovendo fare i conti con un contesto di minor crescita. Nel Regno Unito, invece, si è assistito a una crescita e a un’inflazione più elevate; dalla Bank of England è dunque possibile attendersi un allentamento in confronto meno vigoroso.
- A differenza delle banche centrali degli altri mercati sviluppati principali, la Bank of Japan sta portando avanti un ciclo di inasprimento delle politiche di entità decisamente modesta poiché alle prese con una crescita dell’inflazione.
- I mercati emergenti, Cina esclusa, dovrebbero trarre vantaggio dal contesto di allentamento a livello globale; ciò creerà ulteriori margini per politiche accomodanti.

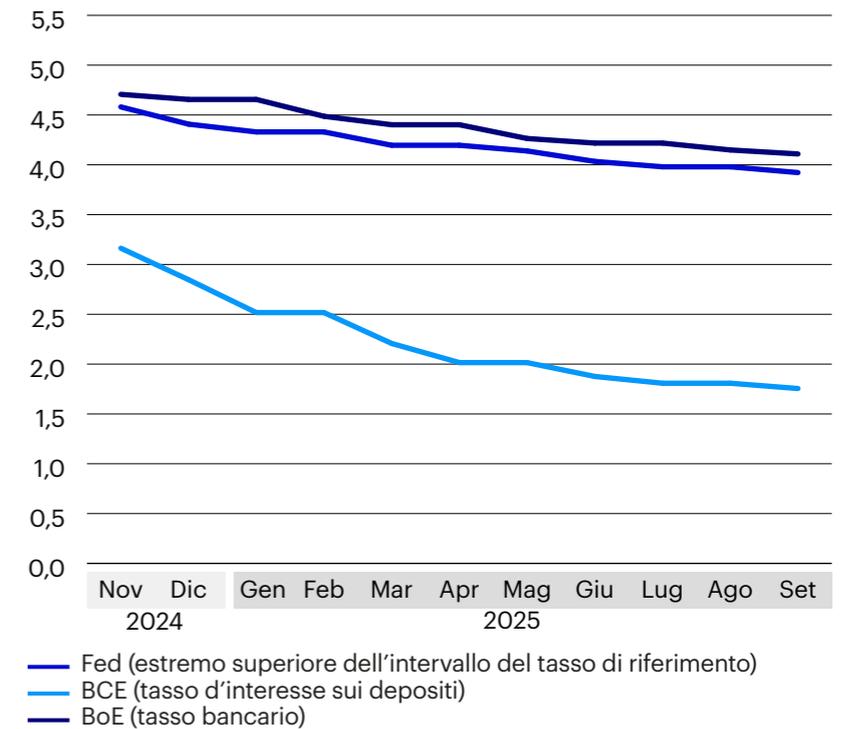
**I tassi di riferimento mondiali sono in territorio restrittivo, con ampi margini di allentamento per sostenere la crescita**  
Media ponderata dei tassi di riferimento a livello globale (%)



Sulla base di dati mensili da febbraio 2001 a settembre 2024 (al 30 settembre 2024). In base alle 20 economie di maggiori dimensioni in ciascun anno di calendario in termini di PIL nominale in dollari USA (secondo dati tratti dal World Economic Outlook FMI di aprile 2024). I tassi d’inflazione sono basati sugli indici dei prezzi al consumo destagionalizzati. Fonti: FMI, LSEG Datastream e Invesco Global Market Strategy Office.

**I mercati si attendono un significativo allentamento delle politiche nel 2025**

Traiettorie dei tassi di riferimento scontata dal mercato (%)



Da novembre 2024 a settembre 2025. Sulla base dei futures sul tasso sui Fed Fund (per la Fed) e degli swap sugli indici overnight (per BoE e BCE) calcolati da Bloomberg. Tassi calcolati alle date delle riunioni di politica monetaria delle banche centrali. Per i mesi in cui non si è tenuta alcuna riunione è mostrato lo stesso tasso del mese precedente. All’11 novembre 2024. Fonti: Bloomberg L.P. e Invesco Global Market Strategy Office.

### 3 Dopo l'atterraggio: crescita oggi in via di rallentamento ma nuova accelerazione prevista per il 2025

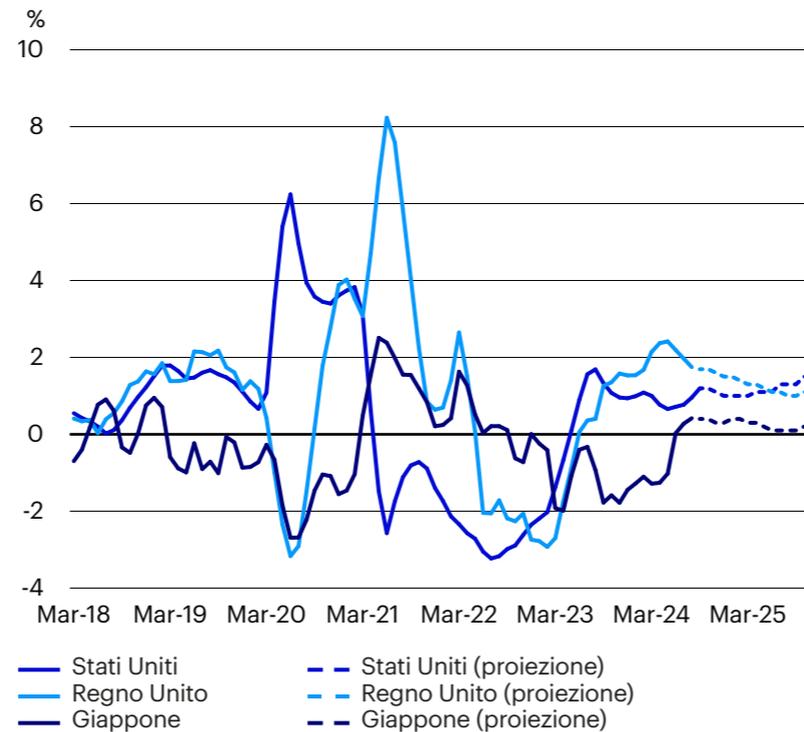
Nel 2025 dovremmo assistere a una crescita dei salari reali e ad un allentamento di condizioni finanziarie e politiche monetarie

Un'inflazione al proprio target o vicina a esso, a nostro avviso, dovrebbe contribuire a sostenere la crescita dei salari reali, mentre i tagli dei tassi da parte delle banche centrali e l'allentamento delle condizioni di finanziamento dovrebbero dare nuovo slancio alla crescita.

- Negli Stati Uniti, riteniamo che un mercato del lavoro resiliente e i bilanci complessivamente solidi delle famiglie possano favorire la spesa e una crescita ininterrotta dell'economia nel suo insieme. L'allentamento incessante delle condizioni finanziarie e la crescita delle retribuzioni reali dovrebbero contribuire a una nuova accelerazione dell'economia statunitense nel corso del prossimo anno.
- In Europa, i tagli dei tassi dovrebbero spingere al rialzo la crescita economica verso i propri tassi potenziali favorita da una moderata espansione dei salari reali.
- La riduzione dei tassi dovrebbe aiutare anche i detentori di mutui britannici, mentre la stabilità politica e il potenziale miglioramento delle relazioni commerciali con l'Unione europea potrebbero indurre gli investitori stranieri a guardare con maggior favore al Regno Unito.
- Il ritorno alla crescita delle retribuzioni reali in Giappone, favorita da un recente mutamento dei meccanismi di negoziazione dei salari, dovrebbe contribuire a spingere al rialzo i consumi nel Paese.

#### La crescita dei salari reali nell'arco del 2025 dovrebbe contribuire a preservare lo slancio economico

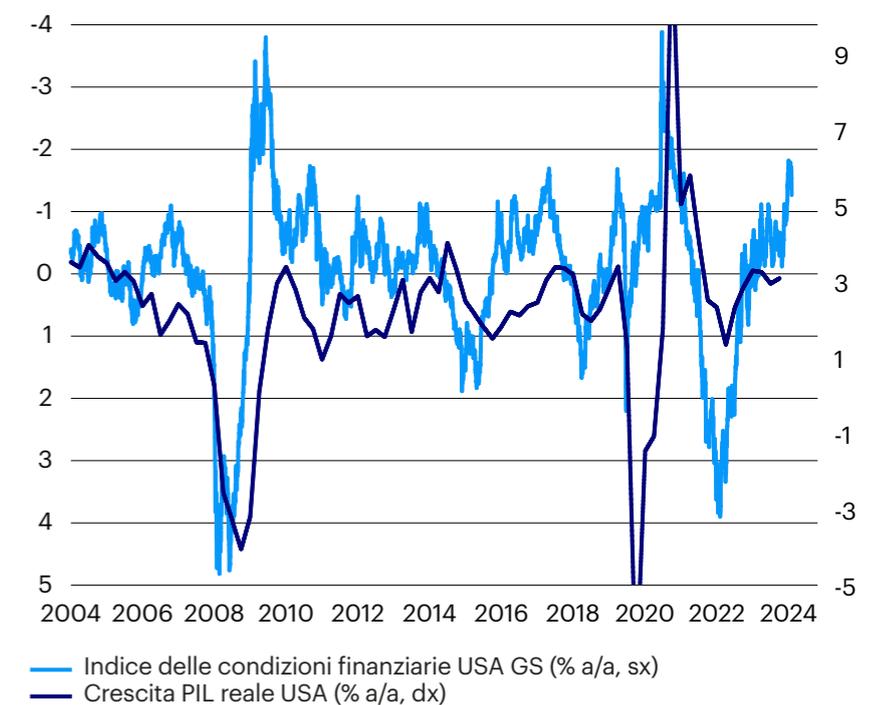
Crescita annua dei salari reali



Nota: il grafico mostra i dati mensili relativi alla crescita dei salari reali negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Giappone da marzo 2018 a dicembre 2025. Le proiezioni iniziano a settembre per Regno Unito e Giappone e a ottobre per gli Stati Uniti. Proiezioni elaborate da Invesco e rappresentate da linee tratteggiate. Fonti: LSEG Datastream, OCSE e Invesco. Tutti i dati sono i più recenti disponibili al 31 ottobre 2024.

#### L'allentamento delle condizioni finanziarie, tipicamente, fa presagire un miglioramento della crescita

Condizioni finanziarie e crescita del PIL negli Stati Uniti



Nota: il grafico mostra le condizioni finanziarie su base giornaliera negli Stati Uniti da ottobre 2004 a ottobre 2024. Fonti: LSEG Datastream, OCSE e Invesco. Tutti i dati sono i più recenti disponibili al 31 ottobre 2024.

# I cicli di taglio dei tassi tendono a favorire gli asset rischiosi

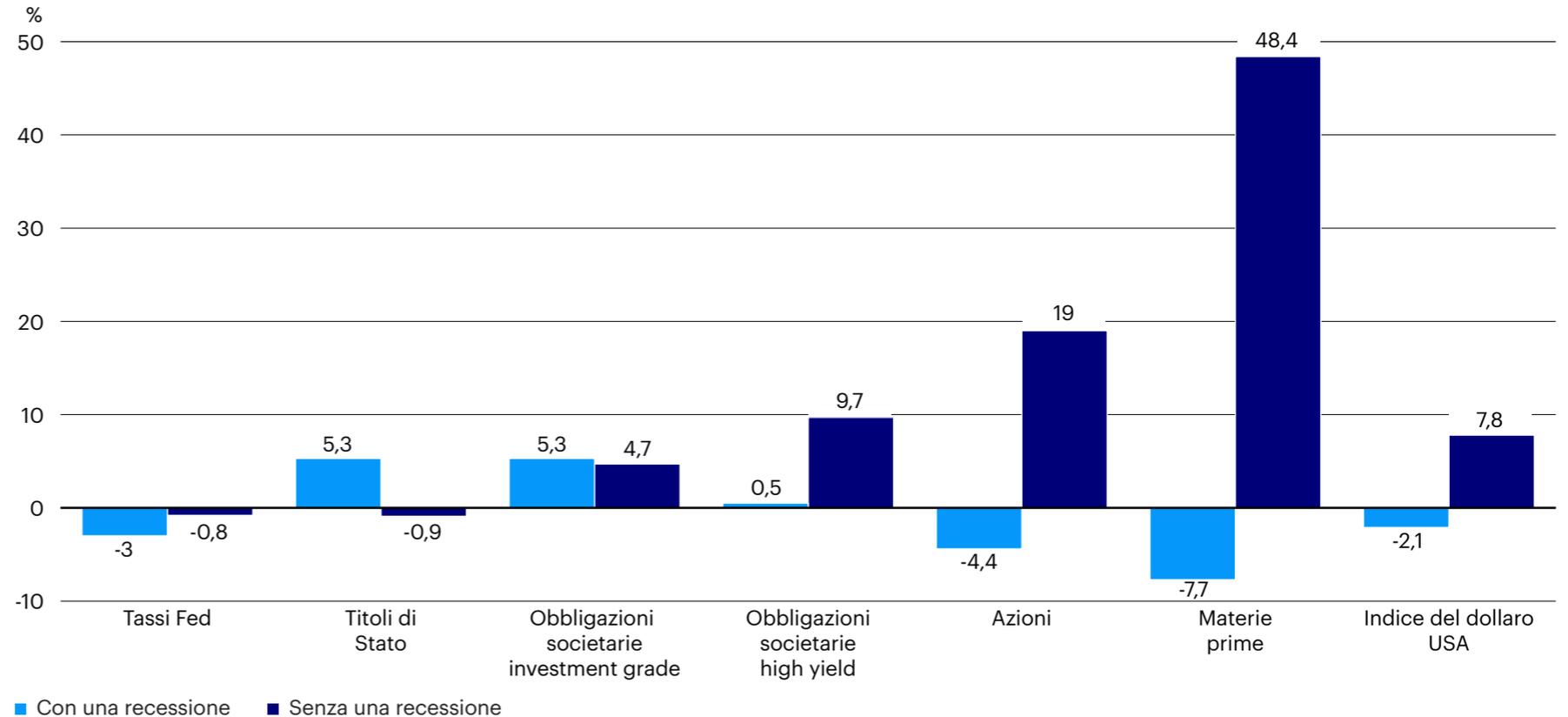
Gli atterraggi morbidi del passato sono stati una manna per materie prime, azioni e credito

La performance degli asset nel corso dei cicli di allentamento dipende dalle condizioni dell'economia. In passato, quando la Fed ha allentato le politiche e l'economia è riuscita a evitare una recessione, gli asset rischiosi hanno messo a segno performance tendenzialmente positive.

- Il mercato azionario statunitense, storicamente, ha realizzato ottimi rendimenti dopo l'inizio dei cicli di allentamento purché l'economia non entrasse in recessione entro i successivi 12 mesi.
- A registrare robuste performance nel corso dei cicli di taglio dei tassi sono stati anche i mercati al di fuori degli Stati Uniti. Nei periodi in cui gli Stati Uniti hanno evitato un atterraggio duro azioni, materie prime e credito globali hanno tutti evidenziato risultati positivi.
- Dal momento che il nostro scenario base è quello di un atterraggio morbido nel 2025, a nostro avviso, gli asset rischiosi metteranno verosimilmente a segno buone performance.

## Quando la Fed taglia i tassi e l'economia USA riesce a evitare una recessione gli asset rischiosi tendono a evidenziare performance positive

Rendimenti complessivi medi degli asset globali dal 1989 nei 12 mesi successivi al primo taglio dei tassi da parte della Fed



Note: le performance passate non sono garanzia di pari rendimenti futuri. Dati al 31 ottobre 2024. Il grafico mostra i rendimenti totali degli asset globali nei 12 mesi successivi al primo taglio dei tassi da parte della Fed nel corso di ciascun ciclo di allentamento a partire dal 1989. Poiché non esistono dati per tutti gli asset per ogni ciclo di allentamento, i rendimenti delle obbligazioni high yield e investment grade globali per i cicli del 1989 e del 2005 sono rappresentati da quelli dei titoli statunitensi. Per definizioni, metodologia e disclaimer si rimanda a pagina 20.

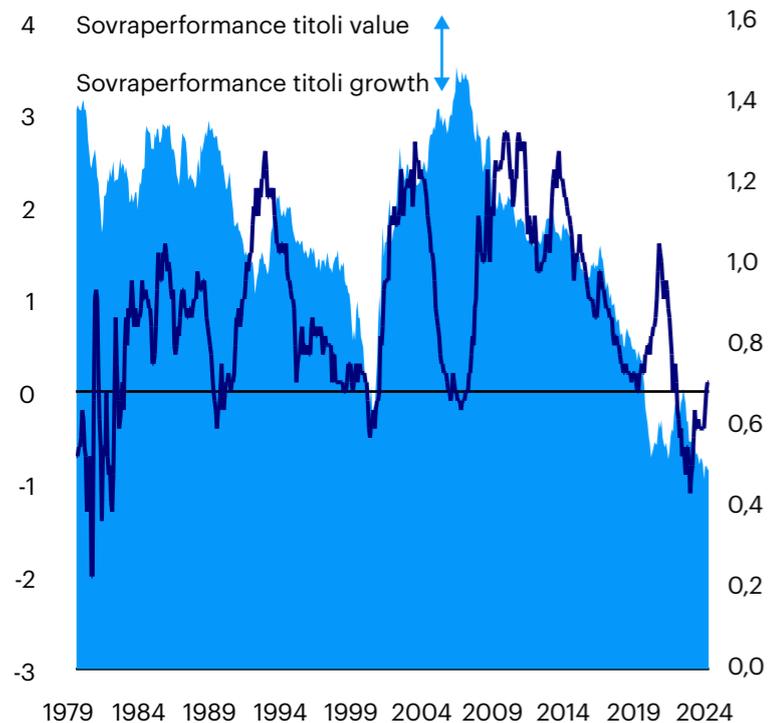
Fonti: ICE, ICE BofA, MSCI, S&P GSCI, LSEG Datastream e Invesco Global Market Strategy Office.

# Azioni

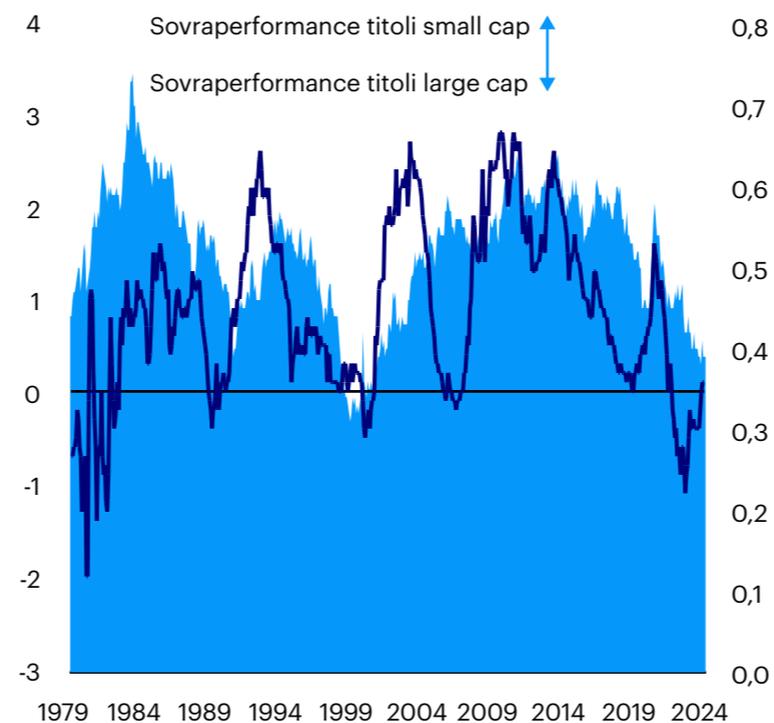
## La riduzione dei tassi dovrebbe favorire una rotazione nella leadership del mercato azionario USA

### I tagli dei tassi dovrebbero determinare un irripidimento della curva dei rendimenti, spingendo al rialzo i titoli value e small cap

Curva dei rendimenti Treasury USA (differenziale rendimento titoli a 10-2 anni) vs titoli value/growth e small/large cap



— Differenziale tra il rendimento dei Treasury USA a 10 e a 2 anni (sx)  
■ Indici Russell 1000 Value/Russell 1000 Growth (dx)



— Differenziale tra il rendimento dei Treasury USA a 10 e a 2 anni (sx)  
■ Indici Russell 2000/S&P 500 (dx)

### L'irripidimento della curva dei rendimenti favorisce una maggiore ampiezza del mercato

- Lo stesso contesto economico alla base di un irripidimento della curva dei rendimenti (tagli dei tassi, crescita resiliente e inflazione stabile) può rivelarsi anche un catalizzatore per i titoli azionari value e a minore capitalizzazione.
- La discesa dei tassi dovrebbe determinare una riduzione della spesa per interessi a carico di quelle imprese che hanno fatto ingente ricorso a debito a tasso variabile o con esigenze di rifinanziamento più a breve termine.
- Con il rafforzamento della crescita negli Stati Uniti ciò dovrebbe tradursi in una maggiore crescita dei ricavi, specialmente per le società a minore capitalizzazione le cui vendite, negli ultimi anni, sono state piatte.
- Il mix tra incremento dei ricavi e minori tassi d'interesse e spese dovrebbe dare luogo a una crescita degli utili più elevata per le società value e small cap nel 2025.

Nota: l'indice Russell 1000 Value misura le performance dei titoli azionari value. L'indice Russell 1000 Growth misura le performance dei titoli azionari growth. L'indice Russell 2000 misura le performance dei titoli azionari a bassa capitalizzazione. L'S&P 500 è un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato composto dai 500 maggiori titoli azionari nazionali USA. Dati mensili da gennaio 1979 a settembre 2024. Fonti: Bloomberg L.P. e Invesco al 31 ottobre 2024. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le performance passate non sono garanzia di pari rendimenti futuri.

# Approccio flessibile ai titoli di debito – rischio di duration e credito



## Duration globale

- Negli Stati Uniti il nostro scenario base resta quello di un atterraggio morbido, con una crescita resiliente e un calo incessante dell'inflazione. In Europa, gli ultimi dati segnalano un trend di crescita discendente nel secondo semestre mentre gli indicatori inflazionistici hanno deluso le aspettative.
- Riteniamo pertanto che sarebbe prudente, per la BCE, accelerare i propri aggiustamenti di policy. Oggi il nostro pronostico è quello di un taglio da 25 punti base a ciascuna riunione fino a che l'istituto non avrà raggiunto un orientamento "neutro".
- La Fed mira a ridurre i tassi d'interesse in linea con uno scenario di atterraggio morbido. I dati in arrivo su mercato del lavoro e inflazione, con ogni probabilità, serviranno a farsi un'idea sul numero di tagli da parte della banca centrale americana. In caso di miglioramento delle prospettive di crescita negli Stati Uniti dopo le elezioni, la Fed potrebbe raffreddare le aspettative sui tagli dei tassi.
- Nei mercati emergenti prevediamo un ampliamento del ciclo di taglio dei tassi globale, specialmente in Asia, con allentamento di fattori esterni e ulteriore arretramento dell'inflazione.



## View sul credito

- Con il taglio dei tassi da parte della Fed e di altre banche centrali, le condizioni finanziarie dovrebbero divenire più accomodanti sostenendo l'economia e i mercati globali. L'allentamento delle condizioni finanziarie e solidi fondamentali ci hanno indotto ad assumere un orientamento più positivo sull'assunzione di rischi in tutte le asset class.
- Con la Fed che agisce oggi in maniera più aggressiva siamo più fiduciosi sul credito investment grade e riteniamo che, con la banca centrale USA in campo, i rischi di coda siano diminuiti. Di recente i fattori tecnici sono stati robusti e sembra che gli investitori stiano incrementando la propria duration per incamerare i rendimenti disponibili.
- Siamo moderatamente positivi sull'high yield. I fondamentali sono apprezzabili, sebbene gli spread siano ridotti. Anche la liquidità del mercato è buona mentre la domanda di obbligazioni appare elevata. Propendiamo per assumerci rischi in corrispondenza di sell-off.
- Siamo neutrali sull'asset class del credito dei ME. Le valutazioni, a nostro avviso, sono corrette, e gran parte del rendimento si trova nel segmento distressed, di natura idiosincratca. Saremmo inclini a fare acquisti approfittando di possibili correzioni.

## Le view di Invesco Fixed Income



**Rob Waldner, CFA®**  
Chief Strategist



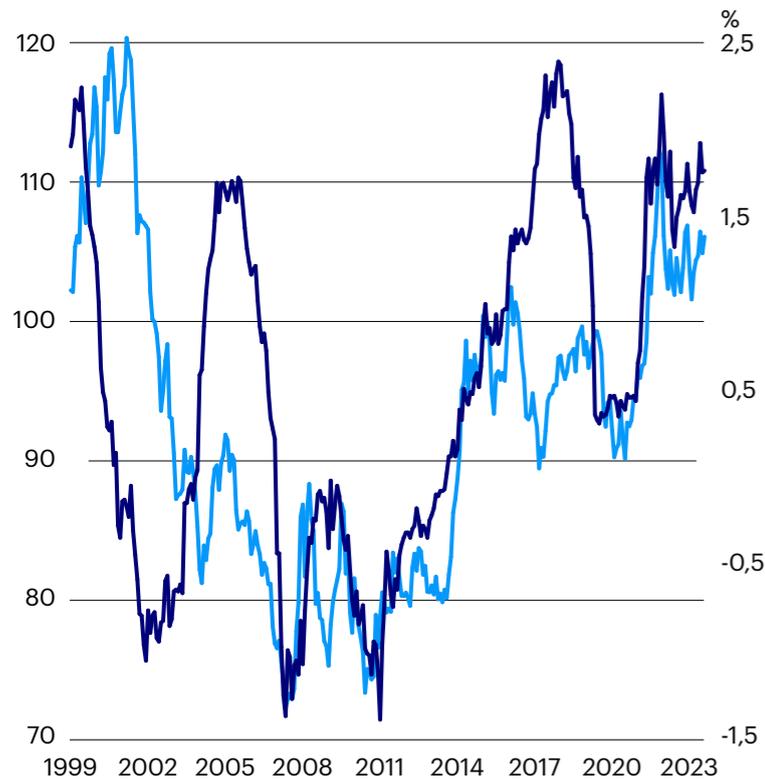
Le misure delle banche centrali volte a porre fine ai relativi orientamenti di politica monetaria restrittivi segnalano un outlook di mercato positivo. La difficoltà, per gli investitori, è rappresentata da valutazioni ridotte. Nella maggior parte dei casi gli spread creditizi sono storicamente bassi, limitando a nostro avviso il potenziale di rialzo dei rendimenti. L'attuale contesto macroeconomico favorevole dovrebbe premiare gli investimenti in tali settori nonostante un rialzo limitato dalle valutazioni ma siamo cauti sullo spingerci troppo oltre a caccia di rendimenti. Prediligiamo un certo sovrappeso sul rischio mantenendo al contempo i margini per incrementare l'esposizione in caso di correzioni del mercato.

# Dollaro

Il ritmo e l'entità delle variazioni dei tassi fanno presagire performance più sfaccettate da parte del biglietto verde

## A determinare i recenti movimenti del dollaro sono stati i differenziali tra i tassi d'interesse

Derivato di tasso

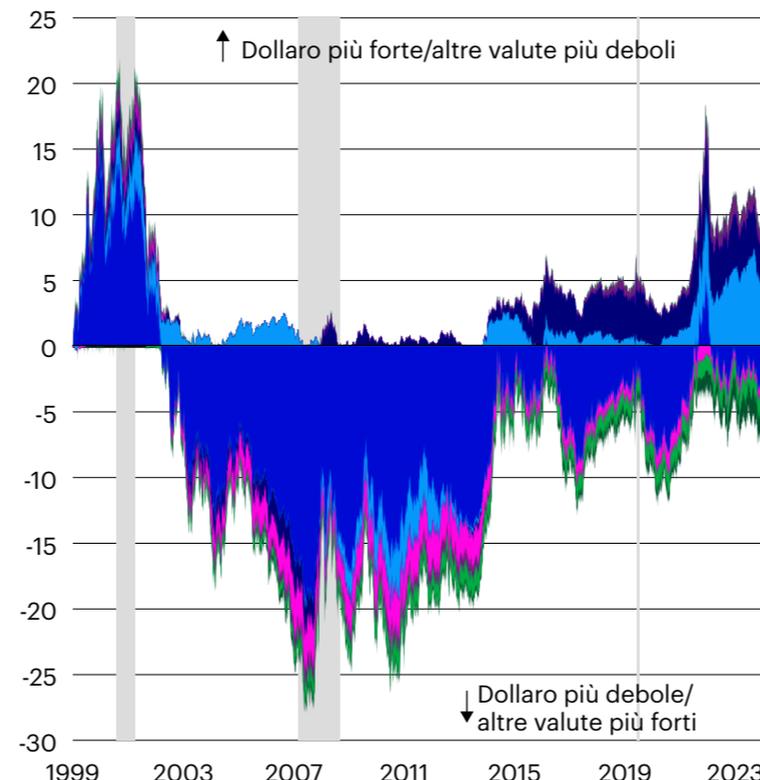


— Indice del dollaro USA (sx)  
— Differenziale rendimento Treasury USA a 2 anni e titoli di Stato a 2 anni Paesi del G7 (dx)

Nota: l'indice del dollaro USA misura il tasso di cambio medio tra il dollaro e le principali valute mondiali. Il Gruppo dei Sette, o G7, è un gruppo informale di democrazie avanzate che si incontra ogni anno per coordinare le politiche economiche globali e affrontare altre problematiche transnazionali. Fonti: Bloomberg L.P. e Invesco al 31 ottobre 2024. Non è possibile investire direttamente in un indice. **Le performance passate non sono garanzia di pari rendimenti futuri.**

## Dollaro USA: da una generale direzionalità a performance più variegate

Variazioni dell'indice a partire dal 1999, contributo di ciascuna valuta



■ EUR ■ JPY ■ GBP ■ CAD  
■ SEK ■ CHF ■ Contributo residuo

Nota: le aree in grigio indicano i periodi di recessione negli Stati Uniti secondo il National Bureau of Economic Research. Il grafico mostra i contributi di ciascuna valuta parte del DXY (un indice del valore nominale del dollaro USA), negli ultimi 25 anni, alle variazioni dell'indice rettificato per le relative ponderazioni e ribasato a 100 il 27 settembre 1999. Un valore più alto (basso) indica un dollaro più forte (debole); per le valute che compongono il DXY vale l'opposto. CFG = crisi finanziaria globale. Fonti: Macrobond e Invesco, dati giornalieri al 28 ottobre 2024.

## I cicli di rafforzamento del dollaro si sono tendenzialmente conclusi con un allentamento delle politiche monetarie da parte della Fed

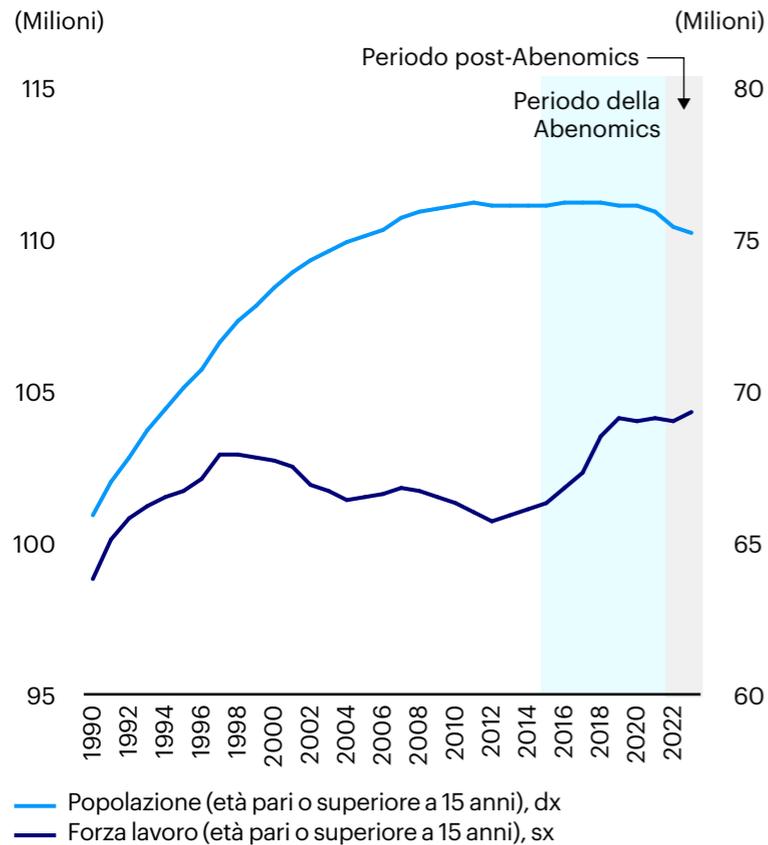
- Nell'ultimo decennio il dollaro USA ha registrato performance relativamente solide rispetto a un paniere di valute ponderato per gli scambi commerciali.
- I cicli di rafforzamento del dollaro si sono tendenzialmente conclusi quando il differenziale tra i tassi d'interesse USA e di altri Paesi si è ristretto.
- Al momento i tassi negli Stati Uniti sono più attrattivi di quelli disponibili in altri Paesi del G7. Man mano che la Fed ridurrà i tassi d'interesse questo differenziale potrebbe contrarsi. Eppure la traiettoria di ciascuna valuta, con ogni probabilità, dipenderà da quella delle politiche monetarie di altre banche centrali.
- Sterlina e yen, in particolare, potrebbero godere di spread più favorevoli di quelli di altre valute rispetto al dollaro. Tali differenziali sono indicativi di un quadro idiosincratco per il dollaro in cui le singole valute potrebbero sperimentare diverse traiettorie a seconda dei differenziali di crescita e inflazione delle rispettive economie.

# Giappone

L'eccesso di domanda nel mercato del lavoro ha portato con sé maggiori retribuzioni e un aumento sostenuto della domanda interna, determinando una crescita ininterrotta dei profitti aziendali

## La forza lavoro nel Giappone post-Abenomics ha smesso di crescere, provocando un eccesso di domanda strutturale nel mercato del lavoro

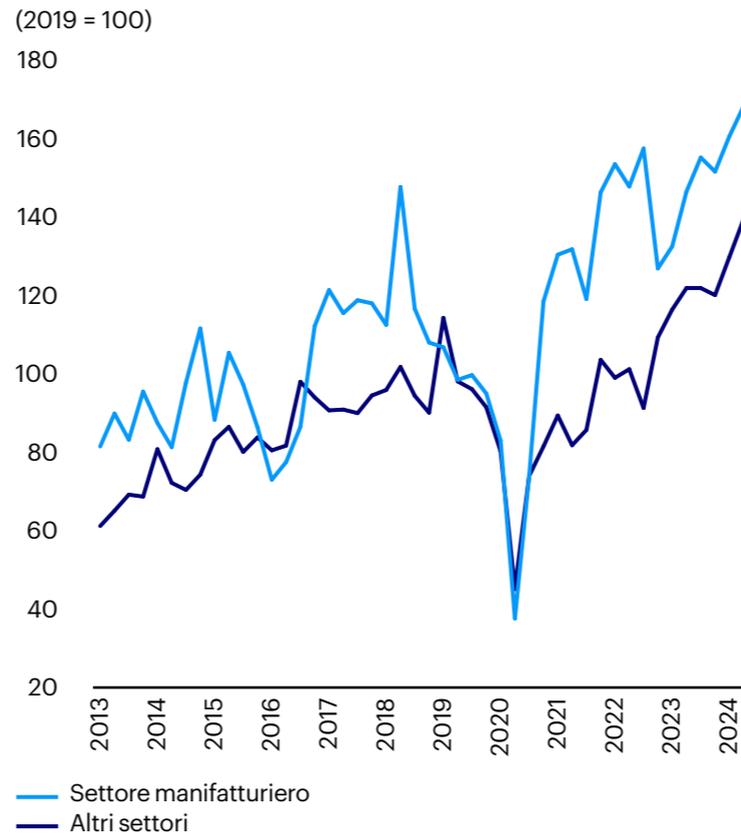
Popolazione e forza lavoro in Giappone



Fonte: Ministero della salute, del lavoro e del welfare giapponese.  
Dati al 25 ottobre 2024. I dati relativi al 2024 rappresentano quelli medi per il periodo tra gennaio e agosto 2024.

## I profitti delle imprese giapponesi continuano a crescere marcatamente con un maggior potere di determinazione dei prezzi

Utili al lordo delle imposte delle imprese giapponesi



Fonte: CEIC. I dati rappresentano i profitti aziendali a livello macro raccolti dal Ministero delle finanze giapponese. Dati trimestrali al 25 ottobre 2024.

## La trasformazione strutturale in corso del Giappone

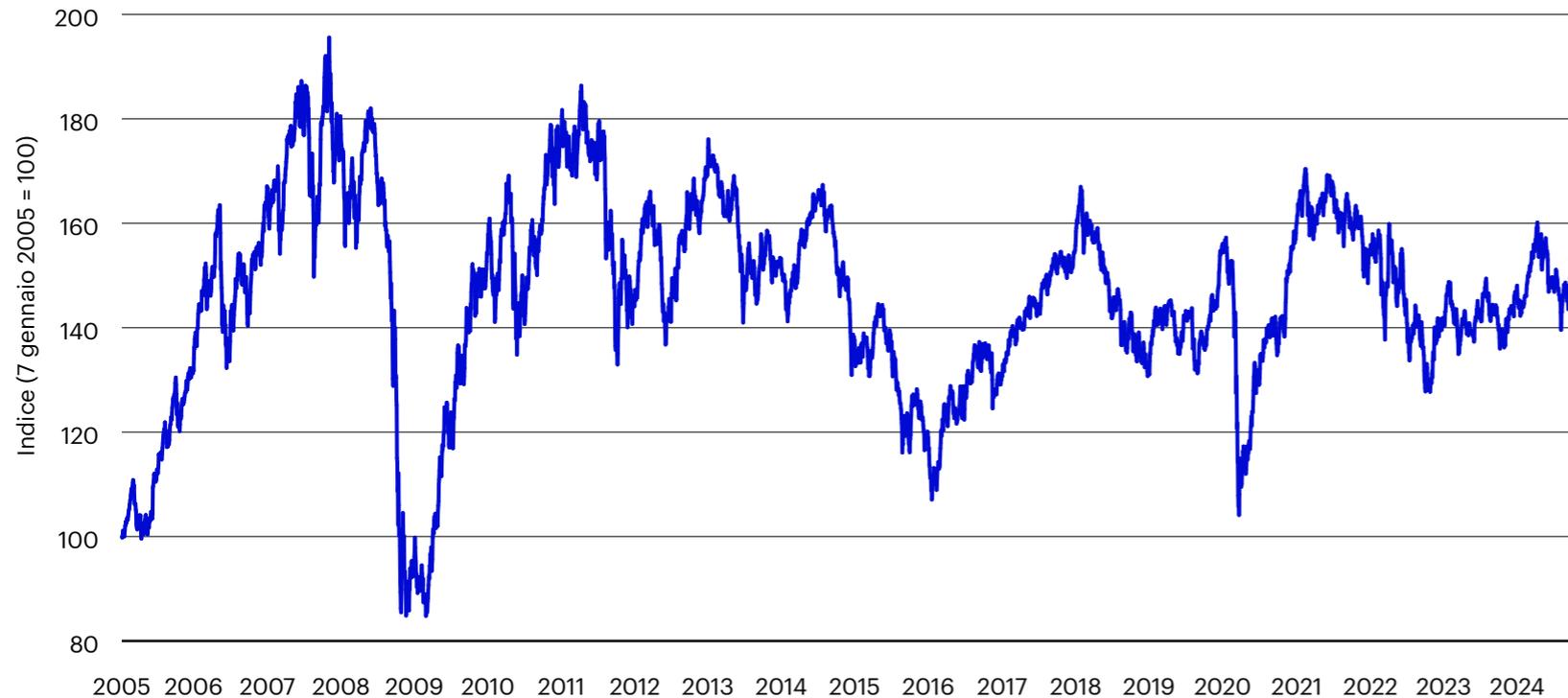
- Nel periodo della Abenomics, tra il 2012 e il 2020, la forza lavoro giapponese si è espansa inaspettatamente di 3,4 milioni di unità a causa di un maggior tasso di partecipazione tra donne e over 65.
- Ciò ha impedito una crescita dei salari accettabile nel Paese. Dalla fine della Abenomics, però, la forza lavoro è divenuta stagnante, determinando finora un eccesso di domanda molto più forte nel mercato del lavoro e maggiori incrementi salariali e consentendo così alle imprese di ottenere un maggior potere di determinazione dei prezzi e una redditività più elevata.
- L'incremento sostenuto dei salari atteso dovrebbe dare slancio alla trasformazione economica del Giappone rendendo possibile un aumento più sostenuto della domanda interna e spingendo verosimilmente la Bank of Japan a portare avanti la normalizzazione della propria politica monetaria.

# Mercati Emergenti

Un ciclo di allentamento a livello globale è tipicamente una buona notizia per gli asset dei mercati emergenti

**Il ciclo di allentamento delle politiche può determinare un ulteriore miglioramento del sentiment nei ME**

Indice Bloomberg EM Capital Flow Proxy



Nota: **le performance passate non sono garanzia di pari rendimenti futuri.** Sulla base di dati giornalieri dal 7 gennaio 2005 al 31 ottobre 2024 (al 31 ottobre 2024). Il Bloomberg Emerging Markets Capital Flow Proxy è un indice composto comprendente quattro asset class progettato per replicare i flussi da e verso gli asset dei mercati emergenti (indice MSCI EM Equity, spread obbligazionario indice Bloomberg EMBI, indice Bloomberg EM FX Carry Trade e indice Goldman Sachs Commodity). Fonti: Bloomberg L.P. e Invesco Global Market Strategy Office.

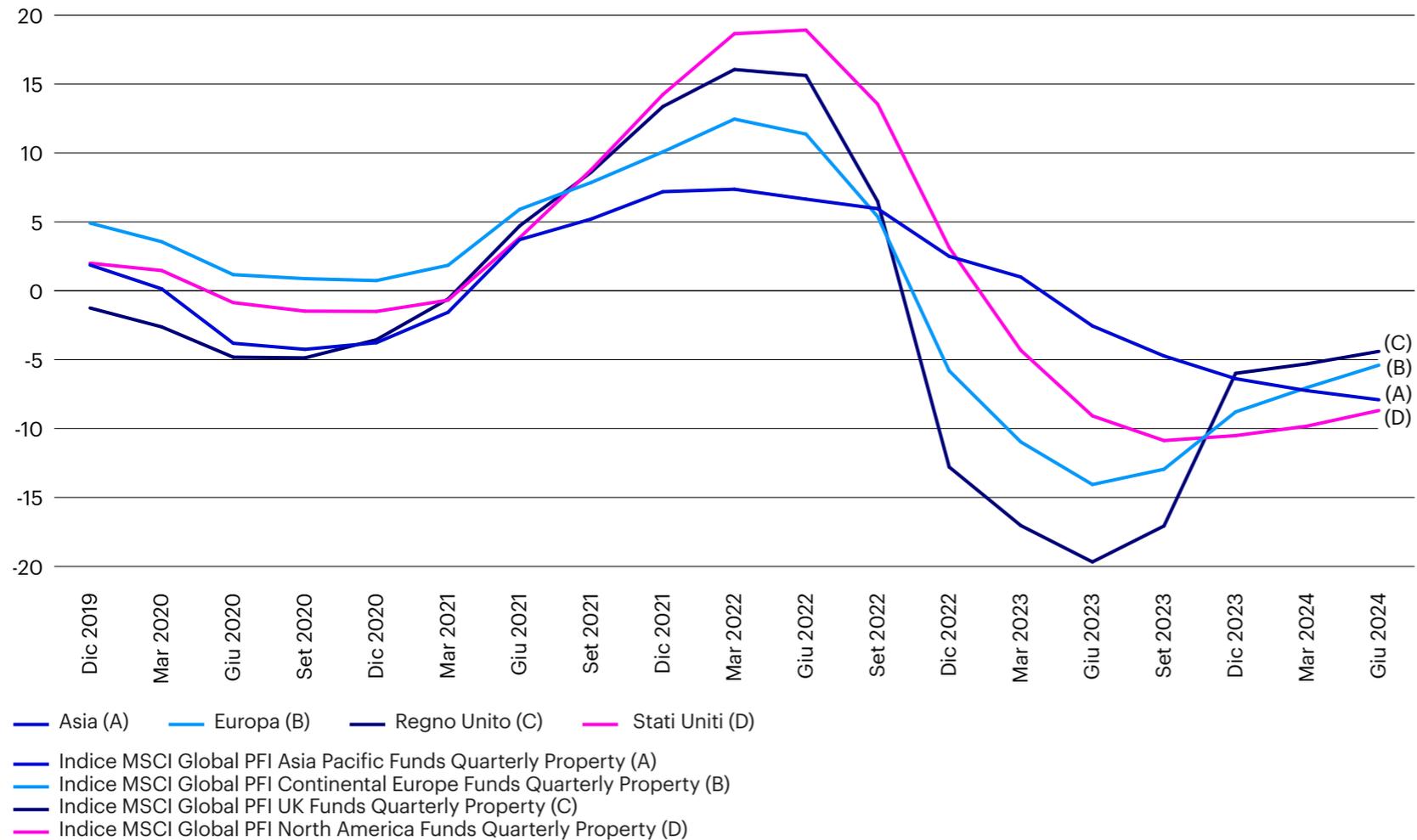
## I mercati emergenti dovrebbero essere favoriti dal ciclo di allentamento

- Negli ultimi anni gli asset dei ME hanno subito due shock. Innanzitutto la temuta flessione economica nel corso della pandemia (e l'effetto a catena sui prezzi delle materie prime) ha avuto un forte impatto negativo. Poi l'aggressivo inasprimento delle politiche monetarie messo in atto dalla Fed nel 2022 ha provocato un'altra ondata di debolezza.
- Questo ha creato l'opportunità di investire nei mercati emergenti a valutazioni interessanti, sebbene per sfruttare appieno il potenziale di questi investimenti occorre essere convinti che l'allentamento da parte della Fed fosse vicino. Il 2024 è stato un anno positivo sia per le azioni che per le obbligazioni dei ME, ma nel 2023, secondo l'indice Bloomberg EM Capital Flow Proxy, la ripresa del sentiment era già evidente.
- Queste ottime performance, a nostro avviso, sono destinate a proseguire. Per prima cosa, la Fed ha appena iniziato ad allentare e riteniamo che andrà avanti per tutto il 2025. In secondo luogo, le recenti iniziative politiche in Cina dimostrano una determinazione a stimolare la crescita che potrebbe favorire l'intera Asia. Infine l'indice proxy Bloomberg, pur avendo evidenziato un miglioramento, non è a livelli estremi, quindi non abbiamo motivi per credere che la sovraperformance degli asset dei ME sia andata avanti troppo a lungo.

# Real estate

## I pivot delle banche centrali segnano un punto di svolta per il real estate

Variazione del valore capitale (%) su base trimestrale annualizzata



Indice MSCI Global PFI UK Funds Quarterly Property.  
Fonte: dati MSCI; ultimo dato al 30 giugno 2024.

### Pur con tempistiche che variano a seconda dell'area geografica, stiamo assistendo a un punto di svolta nei valori

- Il taglio del tasso di riferimento di 50 punti base da parte della Fed a settembre ha segnato un punto di svolta positivo per il sentiment di chi investe in private real estate. Sebbene il taglio fosse atteso, il suo impatto sul real estate è significativo.
- Dal punto di vista dei mercati dei capitali, la riduzione dei tassi di riferimento crea i margini per un minor costo del debito nel real estate e per il ripristino di uno spread positivo tra tassi di capitalizzazione e costo del debito. Questo ripristino dovrebbe ampliare la disponibilità di una leva positiva, il che, a sua volta, dovrebbe rinvigorire i volumi di operazioni e spingere al rialzo i prezzi degli immobili.
- Sotto il profilo dei fondamentali, la diminuzione dei tassi di riferimento crea i margini per un minor costo del capitale per i locatari nel real estate commerciale e residenziale. Una volta che l'economia nel suo insieme avrà avuto tempo a sufficienza per assorbire la riduzione dei tassi d'interesse ci attendiamo un aumento della domanda da parte dei locatari.

# Strumenti Alternativi:

Predilezione per private debt e strategie con copertura rispetto al private equity



**Jeff Bennett, CFA®**  
Head of Manager Selection  
Invesco Solutions

## Rischio di portafoglio

Rimaniamo neutrali nell'allocare il rischio all'interno del portafoglio di strumenti alternativi a causa degli ingenti rischi di crescita al ribasso, delle elevate valutazioni azionarie e dell'attività positiva dei mercati dei capitali.

## Credito privato

Sebbene sia possibile una certa compressione degli spread del direct lending e degli sconti di emissione iniziali, restiamo dell'idea che i rendimenti complessivi rimarranno interessanti rispetto alle strategie liquid credit.

I rendimenti degli asset reali e del credito alternativo continuano a rimanere elevati rispetto alle loro medie di lungo periodo.

## Private equity

I tassi d'interesse più bassi e gli spread più ridotti miglioreranno probabilmente le prospettive di leveraged buyout (LBO), poiché il disgelo dell'exit market sarà un cambiamento gradito ai gestori e agli investitori di PE.

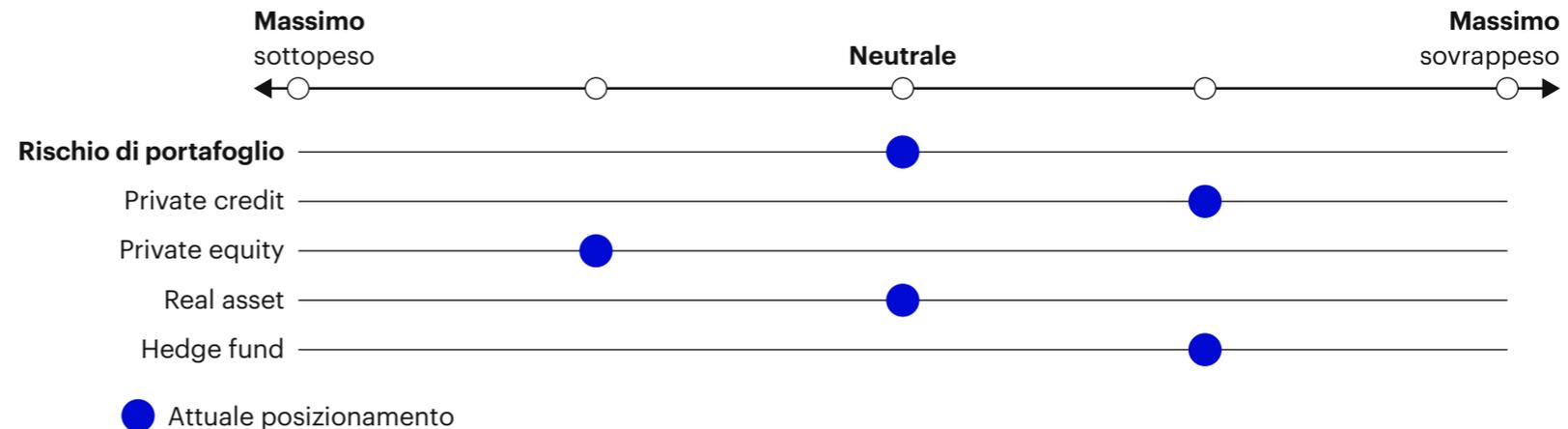
## Real asset

Nell'immobiliare commerciale, il calo delle valutazioni e la stabilizzazione dei tassi di capitalizzazione a livelli ristretti hanno fatto sperare che siamo prossimi all'inizio di un nuovo ciclo di operazioni. Nonostante le valutazioni elevate e i livelli record di dry powder nelle infrastrutture, un allentamento della politica potrebbe fornire agli investitori l'opportunità di impiegare il capitale.

## Hedge fund

Gli spread delle strategie event-driven rimangono elevati nonostante la limitata attività sul mercato dei capitali derivante da fusioni e acquisizioni, dato che il private equity rimane in disparte.

Le strategie trend-following hanno storicamente beneficiato durante i periodi di tassi elevati e in calo.



Fonte: Invesco Solutions, view al 29 febbraio 2024.

# Global Market Strategy Office: asset preferiti in prospettiva

## Scenario negativo

Errore di policy: crescita inferiore alle attese

Alcune sacche di debolezza negli ultimi dati fanno presagire una decelerazione sostenuta della crescita nelle economie chiave, tra cui gli Stati Uniti. Con la riduzione dell'attività le banche centrali mettono in atto un maggior numero di tagli dei tassi per contrastare il rallentamento della crescita, dando luogo a performance inferiori ai livelli tendenziali nel primo semestre seguite da una ripresa verso il trend nel secondo semestre.

### Asset preferiti...

- Azionario:
  - Stati Uniti
- Obbligazionario:
  - sovrappeso sulla duration
- Materie prime:
  - Oro
- Valute:
  - USD, JPY

## Scenario di base

Crescita a livelli tendenziali seguita da una riaccelerazione, raggiungimento di un tasso neutro da parte della Fed e prosecuzione del ciclo di taglio da parte delle altre banche centrali

Crescita globale vicina ai tassi potenziali nel corso di tutto il 2025 sostenuta dall'allentamento delle politiche e dalla crescita dei salari reali in molte tra le principali economie sviluppate. Politica neutrale da parte della Fed entro fine 2025. Decelerazione della crescita negli Stati Uniti fino ai livelli tendenziali ma poi nuova accelerazione e sovraperformance su gran parte dei mercati sviluppati, con un miglioramento in Europa e Regno Unito rispetto all'attuale debolezza relativa. Crescita cinese ancora inferiore ai livelli tendenziali, ma i recenti stimoli hanno reso più probabile una sorpresa al rialzo.

### Asset preferiti...

- Azionario:
  - MS non USA, specialmente Regno Unito e imprese giapponesi orientate al mercato interno
  - Small e mid cap, settori ciclici e titoli value, inclusi quelli statunitensi
- Obbligazionario:
  - modesto sovrappeso sulla duration
  - High yield, prestiti bancari
- Materie prime: metalli base
- Valute: JPY, GBP

## Scenario positivo

Quadro di crescita "Goldilocks"

La discesa dell'inflazione e i tagli dei tassi aiutano a raggiungere un quadro "Goldilocks" in gran parte delle economie, determinando una maggiore partecipazione delle diverse aree geografiche rispetto al nostro scenario di base e un periodo di crescita potenziale nella maggior parte delle principali economie mentre l'inflazione resta vicina ai tassi target. Anche la Cina sorprende in positivo trascinando al rialzo tutti i mercati emergenti.

### Asset preferiti...

- Azionario:
  - mercati emergenti e Cina
- Obbligazionario:
  - high yield
  - Uso di titoli di Stato in valuta locale
  - Private credit, inclusi prestiti bancari
- Materie prime:
  - prodotti industriali
- Valute:
  - Materie prime e valute

# Variabile 1: il presidente eletto Trump potrebbe provocare uno sconvolgimento del commercio globale

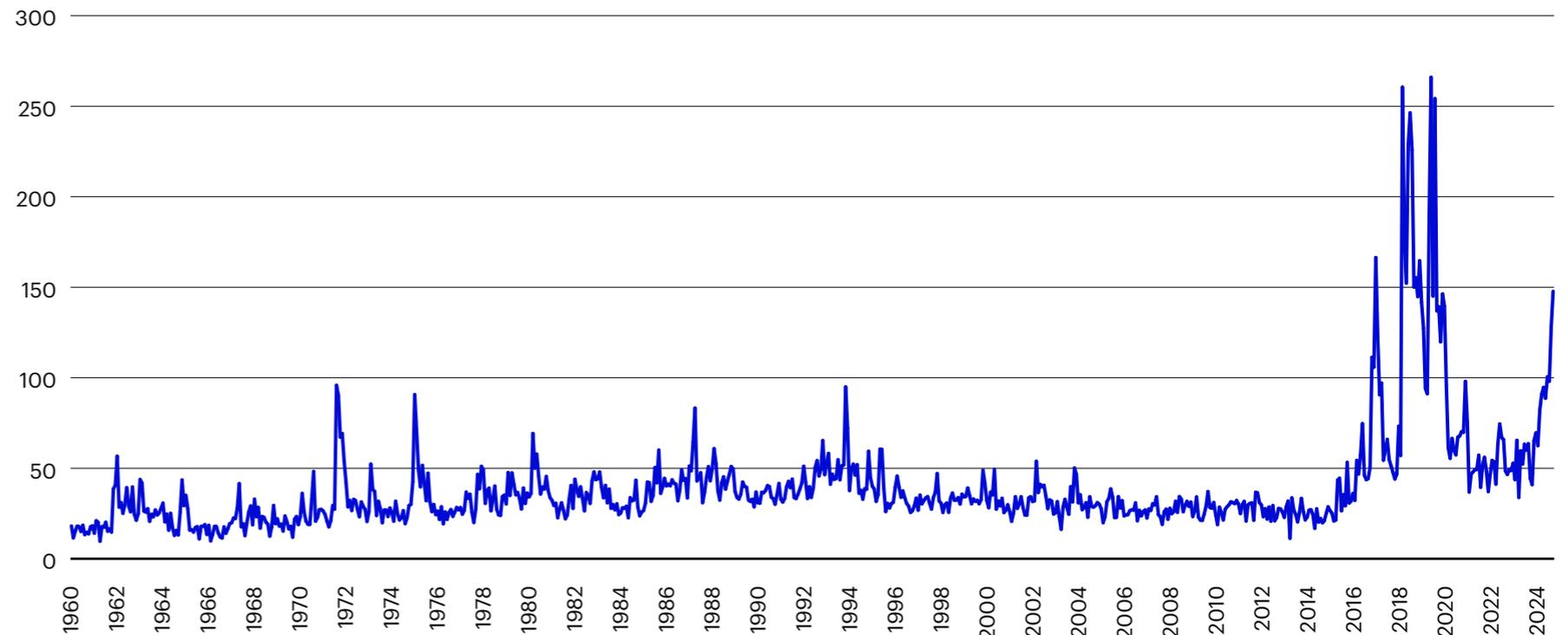
L'amministrazione Trump, con tutta probabilità, rimodellerà gli scambi commerciali da parte degli Stati Uniti tramite i dazi

Con l'entrata in carica del presidente eletto Trump a inizio 2025 l'incertezza politica su commercio e immigrazione è aumentata. Anche prima di allora Trump potrebbe creare turbolenze sui mercati e in politica plasmando le aspettative sul suo operato. Ciò dipende dal fatto che i presidenti statunitensi possono influenzare più la politica estera che quella interne, le cui modifiche richiedono l'approvazione del Congresso.

- Trump ha promesso di agire in maniera rapida e incisiva con dazi, severi limiti all'immigrazione e deportazioni di massa, politiche che potrebbero avere di per sé un impatto stagflazionistico e che, con tutta probabilità, avrebbero effetti a catena sulla crescita globale.
- Un'altra promessa di Trump è quella di deregolamentare e tagliare le tasse, piani la cui realizzazione è divenuta più probabile con la sua vittoria schiacciante alle elezioni e in grado di favorire ulteriormente investimenti, posti di lavoro, salari e produttività negli Stati Uniti. L'effetto netto potrebbe essere reflazionistico o perfino inflazionistico.
- Questi mutamenti di policy potrebbero limitare l'operato della Fed, spingere al rialzo il dollaro e produrre performance ancor più "America First" nel mercato globale.

## Divergenza tra le politiche: gli Stati Uniti potrebbero rimodellare le barriere commerciali

Indice dell'incertezza sulle politiche economiche: timori sugli scambi commerciali, livelli dell'indice



— Incertezza sulle politiche economiche statunitensi: Indice dell'incertezza sulle politiche commerciali

Fonti: Macrobond e Invesco. Dati al 31 ottobre 2024.

# Variabile 2: gli stimoli varati in Cina potrebbero rinvigorire la crescita

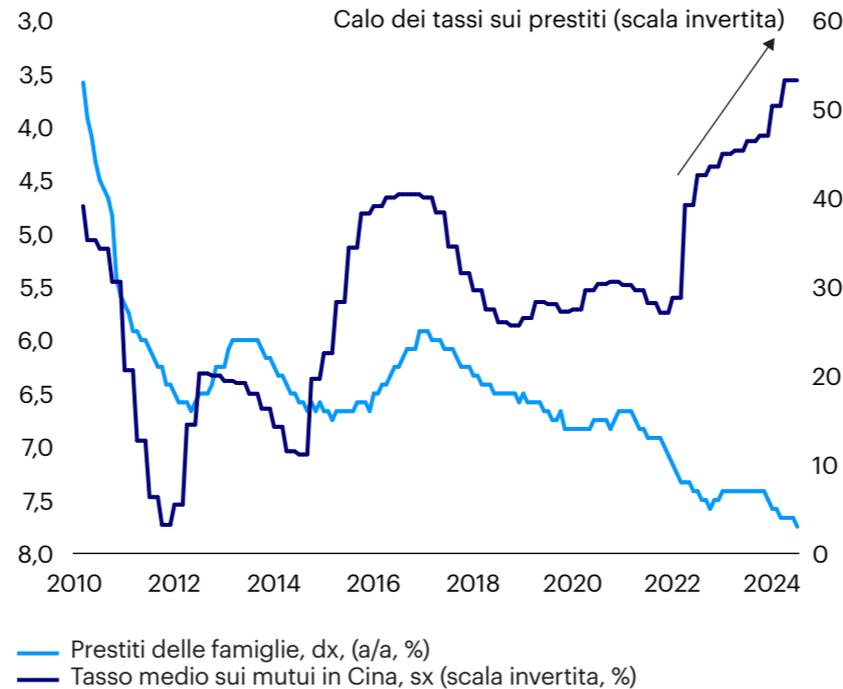
L'accelerazione degli stimoli di policy in Cina significa un maggiore potenziale di rialzo

Nel 2024 la crescita interna in Cina ha sperimentato difficoltà dato che famiglie e imprese appaiono riluttanti a spendere e investire nel Paese. A partire da settembre una valanga di misure di stimolo ha contribuito a rinvigorire i mercati finanziari cinesi alimentando le aspettative di una ripresa della crescita, che avrebbe ripercussioni positive per l'economia e i mercati azionari globali.

- Al momento ravvisiamo un accumulo di scorte nell'immobiliare residenziale a causa del mix tra volumi degli investimenti ancora limitati nel settore e vendite di case più lente del previsto. I recenti tagli ai tassi sui mutui mirano a incoraggiare le famiglie a prendere in prestito e a spendere di più, eppure le attività di finanziamento, al momento, restano lente.
- Man mano che le autorità vareranno nuovi stimoli di bilancio sospettiamo che il sentiment negativo degli investitori possa venir meno. Facciamo notare che, storicamente, la correlazione tra le performance economiche e del mercato azionario in Cina è stata bassa. A contare di più, tendenzialmente, sono le politiche pubbliche. Continuiamo a tenere sott'occhio eventuali nuovi mutamenti nel sentiment degli investitori favoriti dal recente slancio sul fronte delle politiche.

## La riduzione dei tassi sui mutui non ha ancora stimolato i prestiti da parte delle famiglie

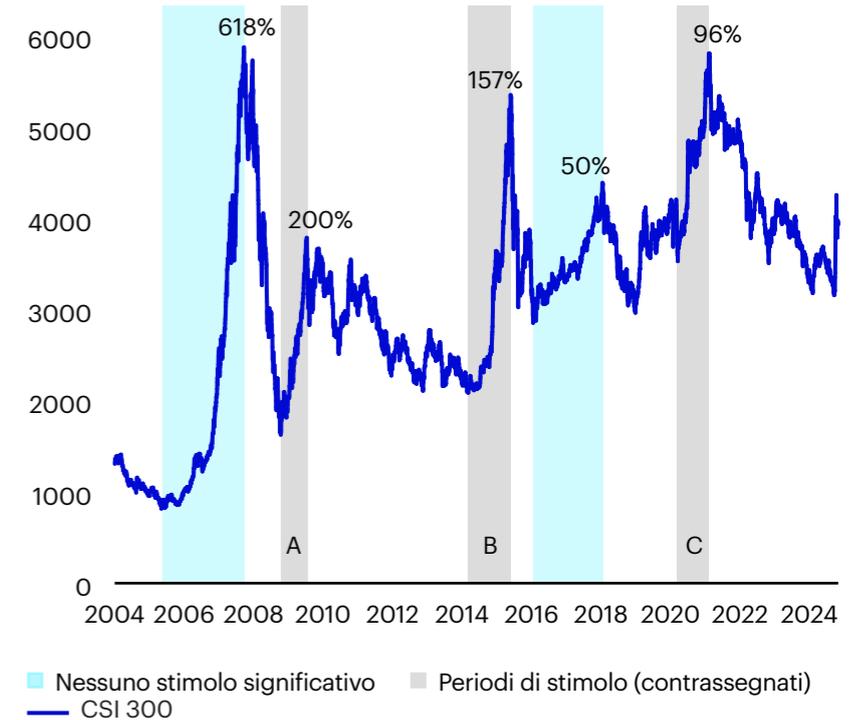
Tassi sui mutui e prestiti delle famiglie in Cina



Nota: i prestiti alle famiglie includono la totalità del credito erogato a famiglie. Dati mensili da marzo 2010 a settembre 2024. Fonti: Bloomberg L.P. e Invesco al 4 ottobre 2024.

## Gli stimoli del passato hanno spinto al rialzo l'azionario cinese

Indice CSI 300 e periodi di stimoli



A: Stimoli di bilancio per RMB 4000 mld e taglio dei tassi da 220 punti base  
B: Taglio da 165 punti base, piani di ricostruzione da RMB 2000-3000 mld  
C: Stimoli di bilancio per RMB 4600 mld e taglio dei tassi da 50 punti base

Nota: per "periodi di stimoli significativi" si intende, in questo grafico, quelli in cui il prezzo dell'indice CSI 300 è cresciuto di oltre il 50% dal minimo al massimo. Dati giornalieri da febbraio 2004 a settembre 2024. Fonti: Bloomberg L.P. e Invesco al 31 ottobre 2024.

# Variabile 3: l'inflazione potrebbe tornare

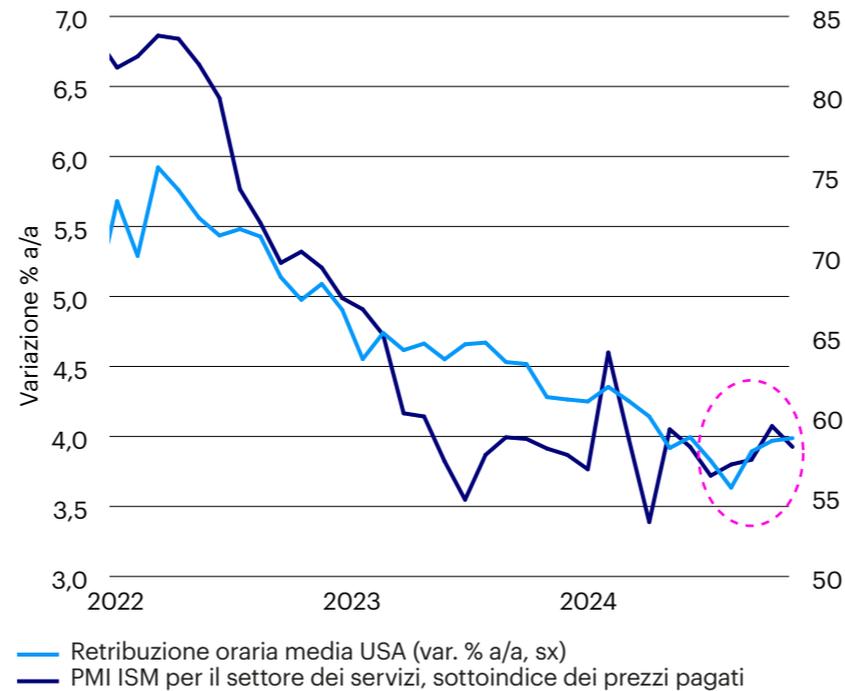
## L'inflazione è in calo, ma un suo ritorno non può essere escluso

In molte aree l'attenzione di mercati e autorità si è spostata sulla crescita e sui relativi rischi al ribasso. Benché non sia il nostro scenario base, riteniamo che un ritorno dell'inflazione possa innescare una trasformazione radicale dell'outlook attuale e una ricalibrazione delle aspettative sull'allentamento delle politiche e sul conseguente effetto positivo sull'economia.

- Di recente a destare timori è stato un rialzo dei salari e del sottoindice dei prezzi pagati del PMI ISM per il settore dei servizi negli Stati Uniti. Sebbene per il momento non sia preoccupante, questo mette in evidenza il rischio di un ritorno dell'inflazione come fattore di mercato.
- I fattori legati alle catene di fornitura, come le tariffe di spedizione, potrebbero introdurre inflazione nelle economie. I prezzi di spedizione, ad esempio, sono cresciuti negli ultimi mesi traducendosi potenzialmente in una maggiore inflazione dei beni.
- Il prezzo del petrolio (non mostrato) potrebbe salire rispetto ai suoi livelli attuali con l'accelerazione della crescita economica globale. Uno shock per l'offerta di petrolio farebbe deragliare il nostro scenario di base con conseguenze per inflazione e crescita.
- Anche i fattori legati alla prossima amministrazione Trump negli Stati Uniti (non mostrati) potrebbero creare forze inflazionistiche tramite incertezza politica e un riorientamento delle politiche commerciali.

### L'inflazione potrebbe fare ritorno, come avvenuto nel 1° trimestre del 2024

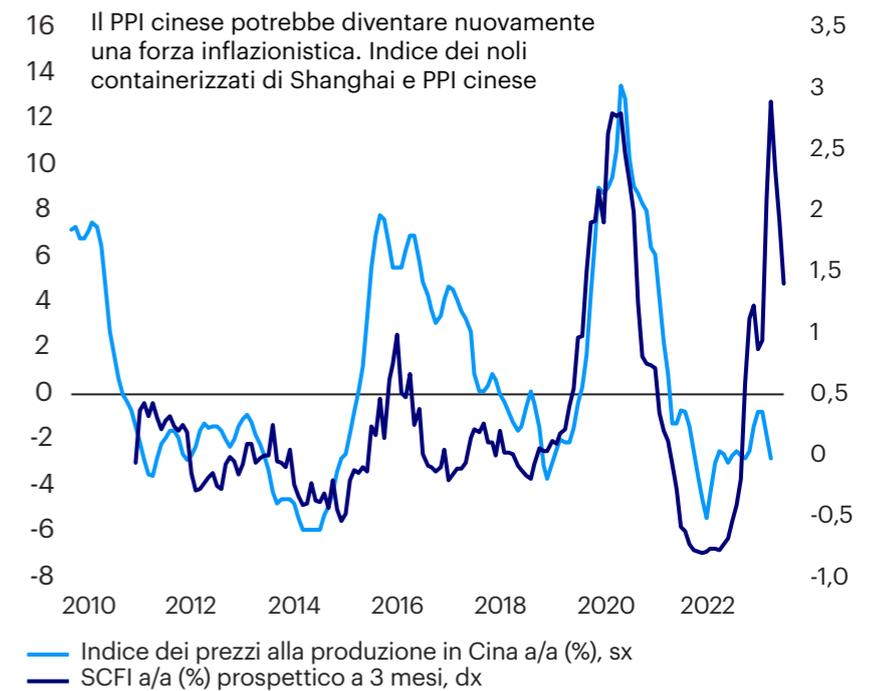
Salari USA e sottoindice prezzi pagati del PMI ISM per il settore dei servizi



Nota: dati mensili da gennaio 2022 a settembre 2024 (al 31 ottobre 2024).  
Fonti: Institute for Supply Management, US Bureau of Labor Statistics e Invesco.

### Negli ultimi mesi si è registrato un significativo aumento dei costi di spedizione

Shanghai Containerized Freight Index e indice dei prezzi alla produzione in Cina



Nota: lo Shanghai Containerized Freight Index misura i prezzi del trasporto di container dai principali porti cinesi, incluso quello di Shanghai. Si basa sulle rotte commerciali più utilizzate da Shanghai: Europa, Mediterraneo, Stati Uniti, Golfo Persico, Nuova Zelanda, Africa occidentale e meridionale, Giappone, Sud-est asiatico e Corea del Sud. Il grafico mostra dati mensili da novembre 2010 a settembre 2024. Fonti: Bloomberg L.P. e Invesco al 31 ottobre 2024.

# Variabile 4: le pressioni sui conti pubblici possono influire sui trend di spesa pubblica

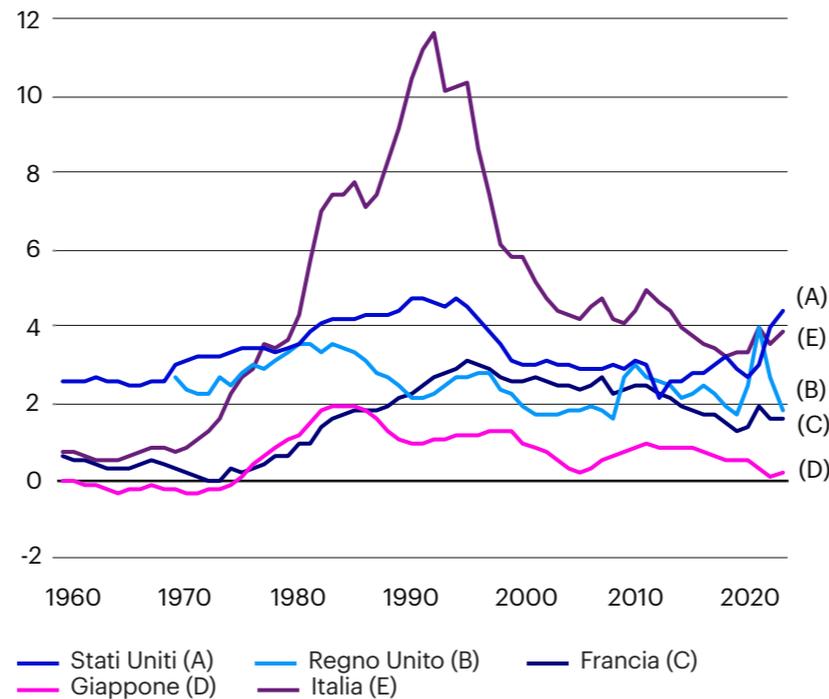
La spesa pubblica e le politiche industriali post-pandemiche si sono lasciate dietro un contesto di finanza pubblica complicato

Nonostante un'inflazione elevata e mercati del lavoro caratterizzati da un eccesso di domanda, a partire dalla pandemia di COVID-19 la spesa pubblica è stata elevata. Oggi gli investitori sono sempre più preoccupati per lo stato dei bilanci pubblici. In caso di arretramento della spesa la crescita potrebbe risentirne.

- La recente crescita al di sopra dei livelli potenziali in alcune economie chiave è stata trainata in parte da una spesa pubblica su vasta scala. Al momento, malgrado un contesto macroeconomico più normale (rispetto alle condizioni economiche dell'era pandemica), i rubinetti della finanza pubblica restano in gran parte aperti.
- Qualora i governi tagliassero la spesa per riportare sotto controllo politiche di bilancio profondamente espansive, potremmo assistere a un accumulo di criticità per la crescita tali da limitare l'entità della riaccelerazione da noi prevista nel 2025.
- Il consolidamento dei conti pubblici in Francia, Germania e Italia, oltre che in altre economie di minori dimensioni della zona euro, potrebbe esercitare anch'esso delle pressioni al ribasso su crescita, investimenti e consumi.

## Al momento alcune tra le principali economie stanno spendendo di più per il servizio del debito che negli ultimi anni

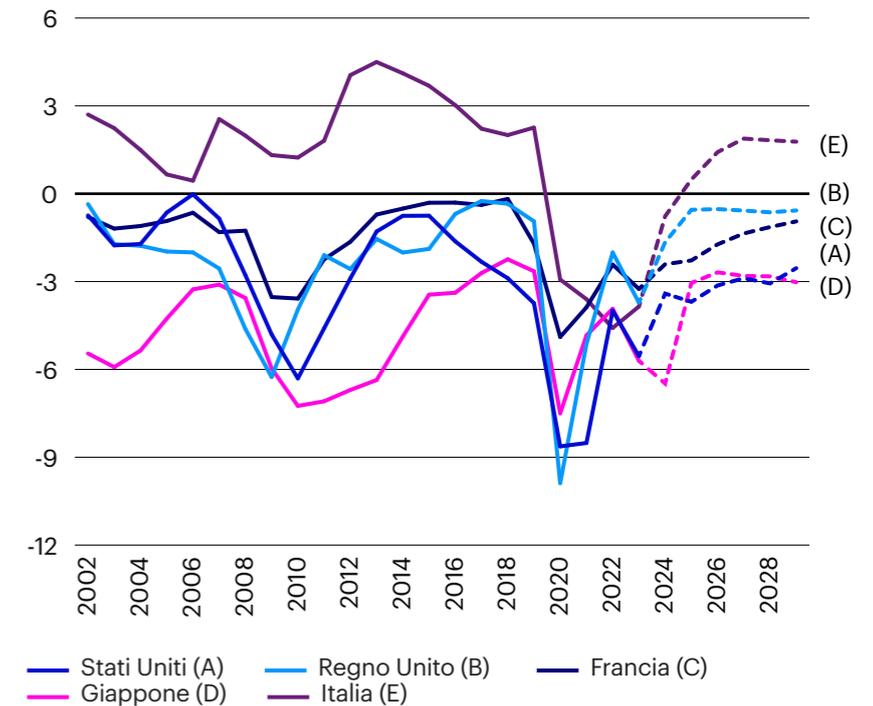
Servizio del debito, % del PIL



Nota: dati annuali dal 1960 al 2024. Servizio del debito calcolato come percentuale del PIL annuo sulla base dei dati forniti dai governi nazionali. I dati per il 2024 rappresentano stime basate sulle ultime cifre disponibili. Fonti: OCSE, Datastream e Invesco al 31 ottobre 2024.

## Spesa pubblica elevata nonostante la forza dell'occupazione, ma è possibile un arretramento

Saldi di finanza pubblica rettificati per il ciclo, % del PIL



Nota: per "salda di finanza pubblica rettificati per il ciclo" si intende l'incidenza prevalente della spesa pubblica ipotizzando che l'economia si trovi al proprio livello potenziale di produzione aggregata. In altre parole il dato esclude l'effetto di stabilizzatori automatici come l'indennità di disoccupazione. Fonti: Fondo Monetario Internazionale, Macrobond e Invesco al 31 ottobre 2024. Dati annuali dal 2004 al 2023; previsioni FMI dal 2024 al 2029.

# Appendice

Analisi dell'andamento degli asset globali nel corso dei cicli di allentamento della Fed. Gli indici di riferimento utilizzati per ciascuna asset class sono i seguenti (con le date di inizio del primo ciclo di allentamento per cui sono disponibili dei dati): azioni = MSCI World (giugno 1989), titoli di Stato = indice ICE BofA Global Government (giugno 1989), obbligazioni societarie investment grade = indice ICE BofA Global Corporate (gennaio 2001, sostituito dall'indice ICE BofA US Corporate per i cicli di allentamento iniziati nel giugno 1989 e nel luglio 1995), obbligazioni societarie high yield = indice ICE BofA Global High Yield (gennaio 2001, sostituito dall'indice ICE BofA US High Yield per i cicli di allentamento iniziati nel giugno 1989 e nel luglio 1995), indice del dollaro USA = indice DXY US Dollar (giugno 1989), materie prime = indice S&P GSCI Commodity Total Return (giugno 1989).

---

## Rischi di investimento

Il valore degli investimenti e il reddito da essi derivante possono oscillare (in parte a causa di fluttuazioni dei tassi di cambio) e gli investitori potrebbero non ottenere l'intero importo inizialmente investito. **Le performance passate non sono garanzia di pari rendimenti futuri.**

Materie prime, valute e futures sono generalmente volatili e non adatti a tutti gli investitori.

Il settore sanitario è soggetto a rischi relativi a regolamentazione, obsolescenza dovuta a progressi scientifici e innovazioni tecnologiche.

I titoli high yield comportano un maggior rischio e sono meno liquidi di quelli con rating più elevato. Le variazioni delle condizioni economiche generali, della situazione finanziaria degli emittenti e dei tassi d'interesse possono influire negativamente sulla capacità degli emittenti di effettuare tempestivamente i pagamenti di interessi e capitale.

I problemi economici in determinati Stati federati negli Stati Uniti, quali California, New York e Texas, possono incrementare i rischi associati agli investimenti in obbligazioni municipali, incluso il rischio di potenziale default dell'emittente, con un conseguente inasprimento del rischio che i prezzi di tali titoli e il valore patrimoniale netto del fondo sperimentino una maggiore volatilità. Per maggiori informazioni si rimanda al prospetto.

I prodotti d'investimento alternativi, inclusi hedge fund e private equity, comportano un grado elevato di rischio, fanno spesso ricorso a leva finanziaria e altre pratiche d'investimento speculative che possono incrementare il rischio di perdita dell'investimento, possono essere estremamente illiquidi, non sono tenuti a fornire agli investitori informazioni periodiche su prezzi o valutazioni, possono implicare strutture fiscali complesse e ritardi nella distribuzione di importanti informazioni fiscali, non sono soggetti agli stessi requisiti normativi applicabili ai fondi comuni, addebitano spesso commissioni elevate in grado di compensare eventuali profitti di negoziazione; inoltre, in molti casi gli investimenti sottostanti non sono trasparenti e sono noti soltanto al gestore degli investimenti.

I titoli delle società a bassa e media capitalizzazione tendono a essere più vulnerabili a sviluppi avversi, possono essere più volatili e possono essere illiquidi o vincolati in termini di rivendita.

Lo stile d'investimento value è soggetto al rischio che le valutazioni non migliorino mai o che i rendimenti rimangano arretrati rispetto ad altri stili d'investimento o ai mercati azionari nel loro complesso.

In generale, i valori delle azioni sono soggetti a fluttuazioni, talvolta ampie, in funzione di attività specifiche per una società, nonché delle condizioni generali di mercato, economiche e politiche.

Molti prodotti e servizi offerti nei settori tecnologici sono soggetti a una rapida obsolescenza, che può ridurre il valore degli emittenti.

Le materie prime possono esporre un investitore a una volatilità più elevata rispetto a titoli tradizionali come azioni e obbligazioni; inoltre, possono subire fluttuazioni significative in funzione delle condizioni meteorologiche, politiche, fiscali, nonché di altri sviluppi normativi e di mercato.

I rischi degli investimenti in titoli di emittenti esteri, inclusi quelli dei mercati emergenti, possono comprendere fluttuazioni dei tassi di cambio, instabilità politica ed economica, oltre a problemi di tassazione in altri paesi.

Gli investimenti obbligazionari sono soggetti al rischio di credito dell'emittente e agli effetti delle variazioni dei tassi d'interesse. Per rischio di tasso d'interesse s'intende il rischio che i prezzi delle obbligazioni in generale scendano in caso di aumento dei tassi d'interesse e viceversa. Un emittente potrebbe non essere in grado di rispettare i pagamenti di interessi e/o capitale, provocando in tal modo un calo del valore e una riduzione del proprio rating creditizio.

I prodotti alternativi incorporano di norma una percentuale più elevata di investimenti non tradizionali e adottano strategie di negoziazione più complesse, quali leva finanziaria e copertura tramite derivati, strategie opportunistiche e vendite allo scoperto, che cambiano in funzione delle condizioni di mercato. Gli investitori che prendono in considerazione prodotti alternativi devono essere consapevoli delle caratteristiche esclusive e dei rischi aggiuntivi derivanti dalle strategie utilizzate.

Come nel caso di tutti gli investimenti, la performance è soggetta a fluttuazioni. L'investitore è esposto a perdite.

Gli investimenti in società con sede od operanti nella Grande Cina sono soggetti ai seguenti rischi: nazionalizzazione, espropriazione o confisca di beni, difficoltà nell'emanazione e/o applicazione di sentenze, modifica o abbandono di riforme economiche, conflitti militari e dipendenza della Cina dalle economie di altri Paesi asiatici, molti dei quali in via di sviluppo.

---

## Informazioni importanti

Il presente documento è riservato a Clienti Professionali in Europa continentale, a Dubai, in Irlanda, Isola di Man, Jersey e Guernsey, Regno Unito e Svizzera; Investitori Sofisticati o Professionali in Australia; Investitori Istituzionali negli Stati Uniti; Investitori Professionali a Hong Kong; Investitori Istituzionali Qualificati in Giappone; Investitori Istituzionali e/o Investitori Accreditati a Singapore; particolari Istituzioni Qualificate/Investitori Sofistica a Taiwan; investitori wholesale (come definiti nella legge Financial Markets Conduct Act) in Nuova Zelanda; alcuni fondi sovrani specifici e/o Investitori Nazionali Qualificati approvati dagli organi normativi locali nella Repubblica Popolare Cinese; Investitori Professionali Qualificati in Corea; particolari investitori istituzionali specifici in Brunei; Investitori Istituzionali Qualificati e/o taluni investitori istituzionali specifici in Thailandia; alcuni investitori istituzionali specifici in Indonesia e acquirenti qualificati nelle Filippine. In Canada il documento è riservato a investitori accreditati come definiti nella norma canadese National Instrument 45-106. Non è destinato, né deve essere distribuito o consegnato, al pubblico e agli investitori retail.

Ai fini della distribuzione del presente documento, per Europa continentale s'intendono Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Liechtenstein, Lussemburgo, Paesi Bassi, Norvegia, Spagna, Svezia e Svizzera.

La presente panoramica riporta soltanto informazioni di carattere generale e non tiene conto di obiettivi, posizioni fiscali o esigenze finanziarie personali. Non costituisce una raccomandazione dell'idoneità di una strategia o di un prodotto d'investimento per un particolare investitore. Prima di qualsiasi decisione in materia di investimenti, gli investitori devono rivolgersi a un professionista finanziario. Non costituisce un'offerta di acquisto o di vendita, o una sollecitazione di un'offerta di acquisto o di vendita di un particolare titolo o strumento, né di partecipazione a una strategia di negoziazione, rivolta a soggetti in giurisdizioni in cui tale offerta o sollecitazione non sia autorizzata, ovvero rivolta a soggetti cui sia illegale proporre la stessa. Non fa parte di alcun prospetto informativo. Sebbene sia stata prestata la massima attenzione al fine di garantire l'accuratezza delle informazioni contenute nel presente documento, non si accetta alcuna responsabilità per vizi, errori od omissioni né azioni intraprese sulla base di tali informazioni.

Il presente materiale può contenere dichiarazioni di natura non puramente storica ma che costituiscono "dichiarazioni previsionali", comprendenti tra l'altro proiezioni, previsioni, stime di ricavi, reddito e rendimento o futuri obiettivi di performance. Tali dichiarazioni prospettiche si fondano su determinate ipotesi, alcune delle quali descritte nel presente documento. Gli eventi effettivi sono difficilmente prevedibili e possono differire sostanzialmente da quelli ipotizzati. Tutte le dichiarazioni prospettiche contenute nel presente documento si basano su informazioni disponibili alla data dello stesso e Invesco non si assume l'impegno di aggiornare alcuna dichiarazione prospettica. Non vi è pertanto alcuna garanzia che i rendimenti stimati o le previsioni possano essere conseguiti o realizzarsi, che le dichiarazioni prospettiche si concretizzino oppure che i rendimenti o i risultati effettivi non siano significativamente inferiori a quelli illustrati.

Questo documento non può essere riprodotto o utilizzato per nessun altro scopo, né può essere fornito a persone diverse da quelle a cui sono state inviate copie. Nessun contenuto presente nel documento deve essere considerato come consulenza sugli investimenti o una commercializzazione degli investimenti come definito nella Normativa sulla consulenza in materia di investimenti 'Regulation of Investment Advice, Investment Marketing and Portfolio Management Law' del 1995 ("Normativa sulla consulenza in materia di investimenti"). Gli investitori sono invitati a richiedere una consulenza competente in materia di investimenti a un consulente d'investimento autorizzato a livello locale prima di effettuare qualsiasi investimento. Né Invesco Ltd. né le sue affiliate detengono una licenza ai sensi della Normativa sulla consulenza in materia di investimenti.

## Restrizioni alla distribuzione

### Australia

Il presente documento è stato redatto unicamente per i soggetti cui Invesco l'ha fornito e non deve essere distribuito ad altri. Le informazioni contenute nel presente documento non sono state necessariamente redatte o concepite per il pubblico australiano e non costituiscono un'offerta di un prodotto finanziario in Australia. Il presente documento (o qualunque sua parte) può essere riprodotto, diffuso e utilizzato esclusivamente con il consenso di Invesco.

Le informazioni contenute nel presente documento sono state preparate senza tenere conto degli obiettivi di investimento, della situazione finanziaria e delle esigenze individuali degli investitori. Prima di agire sulla base di tali informazioni, gli investitori devono valutare la propria adeguatezza tenendo conto dei propri obiettivi d'investimento, situazione finanziaria ed esigenze.

Si prega di notare che le presenti informazioni:

- contenere riferimenti a importi in dollari che non sono dollari australiani;
- contenere informazioni finanziarie che non sono state preparate in conformità con le leggi o prassi australiane;
- non contemplare i rischi associati agli investimenti denominati in valute estere; e non valutare le implicazioni fiscali australiane.
- Pubblicato in **Australia** da Invesco Australia Limited (ABN 48 001 693 232), Level 26, 333 Collins Street, Melbourne, Victoria, 3000, Australia, titolare della licenza Australian Financial Services Licence numero 239916.

### Canada

Il presente documento è riservato a investitori accreditati come definiti nella norma canadese National Instrument 45-106. Tutti i dati presentati sono tratti da fonti ritenute attendibili e aggiornate; non è tuttavia possibile garantirne l'accuratezza. Il presente documento non deve essere considerato come un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari né costituire l'unico fattore valutato ai fini di una decisione d'investimento. Tutti gli investimenti sono associati a rischi intrinseci. Prima dell'investimento, procurarsi ed esaminare attentamente tutta la documentazione finanziaria.

- In **Canada** by Invesco Canada Ltd., 120 Bloor Street East, Suite 700, Toronto, Ontario M4W 1B7.

### Europa continentale, Dubai, Irlanda, Isola di Man, Jersey e Guernsey e Regno Unito

Il documento è riservato ai Clienti Professionali in Svizzera, a Dubai, nel Regno Unito e in Europa continentale (come definita sotto) e non è destinato alla distribuzione al pubblico. Il materiale commerciale può essere distribuito unicamente senza sollecitazione pubblica e in conformità alle normative per il collocamento privato, o disposizioni equivalenti, previste dalle leggi, dalle norme e dai regolamenti della giurisdizione interessata. Il presente documento non intende né fornire una consulenza specifica in materia d'investimento incluse, a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, consulenze d'investimento, finanziarie, legali, contabili o fiscali, né formulare una raccomandazione in merito all'appropriatezza di un prodotto alle circostanze di un particolare investitore. Prima di investire, gli investitori sono invitati a ottenere consulenze circa le leggi in materia di valori mobiliari, le legislazioni fiscali o di altro genere che li riguardano specificamente. Nessuna parte del presente materiale può essere copiata, fotocopiata o duplicata in alcuna forma o redistribuita senza il previo consenso scritto di Invesco.

Maggiori informazioni possono essere richieste ai recapiti indicati:

- Pubblicato in **Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Grecia, Italia, Paesi Bassi, Spagna, Svezia, Lussemburgo, Norvegia e Portogallo** da Invesco Management S.A., President Building, 37A Avenue JF Kennedy, L-1855 Lussemburgo, regolamentato dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier, Luxembourg.
- Pubblicato a **Dubai** da Invesco Asset Management Limited, Index Tower Level 6 – Unit 616, P.O. Box 506599, Al Mustaqbal Street, DIFC, Dubai, United Arab Emirates, regolamentata dalla Dubai Financial Services Authority.
- Pubblicato in **Austria e Germania** da Invesco Asset Management Deutschland GmbH, An der Welle 5, 60322 Frankfurt am Main, Germania.
- Pubblicato in **Svizzera** da Invesco Asset Management (Schweiz) AG, Talacker 34, 8001 Zurigo, Svizzera.
- Pubblicato in **Irlanda, Isola di Man, Jersey, Guernsey e Regno Unito** da Invesco Asset Management Limited autorizzato e regolamentato dalla Financial Conduct Authority. Invesco Asset Management Ltd, Perpetual Park, Perpetual Park Drive, Henley-on-Thames, RG9 1HH, Regno Unito.

### Hong Kong

Il presente documento è riservato agli investitori professionali (si veda la definizione nelle Securities and Futures Ordinance and the Securities and Futures (Professional Investor) Rules) di Hong Kong. Non è destinato, e ne è vietata la diffusione, al pubblico e agli investitori retail, i quali non devono tenerne conto.

- Pubblicato a **Hong Kong** da Invesco Hong Kong Limited 景順投資管理有限公司, 41/F, Citibank Tower, 3 Garden Road, Central, Hong Kong.

### Israele

In Israele il presente documento non può essere riprodotto o utilizzato per altri scopi, né consegnato a soggetti diversi da quelli a cui sono state inviate copie. Il contenuto del presente documento non deve essere in alcun caso considerato consulenza d'investimento o marketing degli investimenti come definiti nella Regulation of Investment Advice, Investment Marketing and Portfolio Management Law, 1995 («La legge sulla consulenza in materia di investimenti»). Invesco Ltd. e le sue controllate non sono autorizzate a operare ai sensi della Legge sulla consulenza in materia di investimenti, né sono assicurate come richiesto a un licenziatario.

### Giappone

Il presente documento è per utilizzo da parte di Investitori Istituzionali Qualificati in Giappone. Non è destinato, né deve essere distribuito o consegnato, al pubblico o agli investitori retail.

- Issued in **Japan** by Invesco Asset Management (Japan) Limited, Roppongi Hills Mori Tower 14F, 6-10-1 Roppongi, Minato-ku, Tokyo 106-6114; Registration Number: The Director-General of Kanto Local Finance Bureau (Kin-sho) 306; Member of the Investment Trusts Association, Japan and the Japan Investment Advisers Association, and/or 2) Invesco Global Real Estate Asia Pacific, Inc., Roppongi Hills Mori Tower 14F, 6-10-1 Roppongi, Minato-ku, Tokyo 106-6114; Registration Number: The Director-General of Kanto Local Finance Bureau (Kin-sho) 583; Member of the Investment Trusts Association, Japan and Type II Financial Instruments Firms Association.

### **Nuova Zelanda**

Il presente documento è pubblicato in Nuova Zelanda unicamente per gli investitori wholesale (come definiti nella legge Financial Markets Conduct Act) per i quali non è richiesta un' informativa ai sensi della Parte 3 della suddetta legge. Il presente documento è stato redatto unicamente per i soggetti cui Invesco l'ha fornito. Non è destinato ad alcun altro soggetto e non deve essere distribuito al pubblico in Nuova Zelanda. Le informazioni contenute nel presente documento non sono state necessariamente redatte o concepite per un pubblico neozelandese. Il presente documento (o qualunque sua parte) può essere riprodotto, diffuso e utilizzato esclusivamente con il consenso di Invesco. Il presente documento non costituisce né va interpretato come un'offerta, un invito o una proposta a formulare un'offerta, una raccomandazione a presentare domanda, un'opinione o un'indicazione sugli Interessi al pubblico neozelandese. Eventuali domande di sottoscrizione o richieste di informazioni provenienti da soggetti che fanno parte del pubblico neozelandese mpm sarammp accettate.

- Pubblicato in **Nuova Zelanda** da Invesco Australia Limited (ABN 48 001 693 232), Level 26, 333 Collins Street, Melbourne, Victoria, 3000, Australia, titolare della licenza Australian Financial Services numero 239916.

### **Singapore**

Il presente documento non può essere diffuso o distribuito, direttamente o indirettamente, a persone di Singapore che non siano (i) investitori istituzionali ai sensi della Sezione 304 del Securities and Futures Act (lo "SFA"), (ii) soggetti rilevanti ai sensi della Sezione 305(1), o qualsiasi altro soggetto ai sensi della Sezione 305(2), e conformemente alle condizioni specificate nella Sezione 305 dello SFA, o (iii) altrimenti in conformità con e ai sensi delle condizioni di, altra norma applicabile dello SFA. Il presente documento può essere utilizzato solo dal destinatario sulla base di un'offerta istituzionale e/o dagli investitori accreditati e non può essere distribuito a Singapore mediante offerta pubblica, pubblicità rivolta al pubblico o altro strumento di marketing pubblico.

- Pubblicato a **Singapore** da Invesco Asset Management Singapore Ltd, 9 Raffles Place, #18-01 Republic Plaza, Singapore 048619.

### **Taiwan**

Il presente materiale è distribuito a soggetti aventi i requisiti di Istituzioni Qualificate/Investitori Sofisticati. Non è destinato, né deve essere distribuito o consegnato, al pubblico e agli investitori retail.

- Pubblicato a **Taiwan** da Invesco Taiwan Limited, 22F, No.1, Songzhi Road, Taipei 11047, Taiwan (0800-045-066).  
**Invesco Taiwan Limited opera ed è gestita in modo indipendente.**

### **Stati Uniti**

- In the **United States** by Invesco Advisers, Inc., 1331 Peachtree Street NW Suite 2500, Atlanta, GA 30309.