

Half-yearly Investment Outlook



LUGLIO 2024

Comunicazione di marketing

OUTLOOK



CIO Convictions

Guardare la foresta crescere piuttosto che gli alberi cadere



Nicolas Forest

Chief Investment Officer

All'inizio di gennaio, l'attesissimo *Global Risks Report* del World Economic Forum¹ ha presentato, come ogni anno, una panoramica dei principali rischi percepiti da 1.500 esperti di tutto il mondo.

I rischi decretati i vincitori di quest'anno includono:

- 1) **le incertezze economiche**, esacerbate dall'inflazione e dall'esplosione del debito pubblico,
- 2) **il cambiamento climatico** e l'aumento degli eventi meteorologici estremi,
- 3) **maggiore insicurezza e disinformazione** amplificata dalle nuove tecnologie e dall'intelligenza artificiale,
- 4) la recrudescenza dei **conflitti armati**

mentre metà della popolazione mondiale vota quest'anno,

- 5) il peggioramento delle **disuguaglianze** e l'erosione dei diritti umani.

Leggendo un rapporto del genere è difficile rimanere sereni, positivi e costruttivi. Sembra però che gli investitori stiano "ignorando" questi rischi: gli indici del mercato azionario sono ai massimi storici, in gran parte sostenuti dai titoli tecnologici statunitensi, la volatilità è in calo, gli spread creditizi si sono ridotti costantemente dall'inizio dell'anno, nonostante l'aumento dei tassi di default. Inoltre i tassi di interesse, sebbene influenzati dall'inflazione, non hanno mostrato alcuna preoccupazione per lo scostamento di bilancio.

L'atteggiamento degli investitori, che ovviamente sono ben consapevoli dei rischi descritti nel rapporto, solleva quindi interrogativi. Dovremmo ignorare tali rischi o dovremmo farci prendere dal

panico? Senza essere eccessivamente ingenui, non dovremmo guardare ai progressi in corso²? Se invece di guardare gli alberi cadere, guardassimo la foresta crescere?

Come non lasciarsi affascinare dalle potenzialità dell'intelligenza artificiale? La performance di numerosi titoli azionari statunitensi illustra non solo l'appetito degli investitori, ma anche la prospettiva di una profonda trasformazione delle aziende in tutti i settori: IT, ovviamente, ma anche sanità, finanza, media e industria. Secondo IDC Worldwide, le dimensioni del mercato dell'intelligenza artificiale potrebbero raddoppiare entro il 2026 e, nel solo settore bancario, si stima che la spesa triplicherà nei prossimi anni. In questo contesto è comprensibile che la valutazione non sia delle più interessanti. Tuttavia, il settore tecnologico rimane una convinzione a lungo termine e oggi non stiamo assistendo a una bolla delle valutazioni, come è avvenuto alla fine degli anni '90.

Di fronte al cambiamento climatico, però, è difficile non preoccuparsi. Ogni nuovo anno è il più caldo mai registrato, le emissioni di carbonio hanno stabilito un nuovo record nel 2023 e la probabilità di superare l'obiettivo di 1,5 gradi stabilito dall'Accordo di Parigi è ora vicina all'80%. Tuttavia, secondo una recente analisi NBER, un aumento della temperatura globale di 1°C potrebbe avere un impatto sulla crescita mondiale di quasi il 12% nei prossimi 6 anni, un impatto economico sei volte maggiore di quanto precedentemente calcolato. Con l'aumento di questi rischi e la relativa stanchezza degli investitori riguardo ai fattori ESG, dove possiamo trovare speranza? Alcune buone notizie che vale la pena menzionare: nel 2023 abbiamo stabilito un nuovo record per l'elettricità generata da energie rinnovabili in tutto il mondo, quasi il 30%³.

Il tasso di crescita dell'elettricità generata dal sole è superiore al 20%⁴. Secondo l'IEA, gli investimenti nelle energie rinnovabili dovrebbero triplicare per rispettare l'Accordo di Parigi. Gli investimenti quindi continueranno e beneficeranno di tecnologie ormai mature e più competitive rispetto ai combustibili fossili. In questo contesto, il forte deprezzamento del valore delle azioni "climatiche" rappresenta un'opportunità a lungo termine per gli investitori.

Il numero di conflitti armati ha raggiunto un livello record nel 2023. In un momento in cui il 50% degli elettori ha o dovrà votare nel 2024, sembra ancora difficile trovare qualche segno di progresso. Tuttavia, la tendenza globale è quella di una diminuzione della povertà nel mondo; la povertà estrema continua a diminuire. Nel contempo, la riduzione delle disuguaglianze di genere sta facendo progressi. Secondo l'indice sull'*uguaglianza di genere*, il divario tra uomini e donne continua a ridursi, soprattutto in termini di accesso all'istruzione e all'assistenza sanitaria. L'aspettativa di vita continua ad aumentare, mentre l'invecchiamento globale della popolazione rappresenta una sfida importante per le economie occidentali e un'opportunità strutturale per gli investitori nel settore sanitario, un settore la cui valutazione è anche relativamente interessante.

Guardare la foresta crescere piuttosto che gli alberi cadere. Nonostante l'onnipresente rischio politico e geopolitico e le sfide strutturali, i mercati finanziari si sono concentrati sui futuri tagli dei tassi delle banche centrali e sulla solida resistenza dell'economia. Anche se le valutazioni appaiono tese nella parte centrale dell'anno, esistono ancora opportunità per gli investitori e segnali di speranza per i cittadini.

1 - <https://www.weforum.org/publications/global-risks-report-2024/>

2 - Il ritorno della guerra in Europa ha suonato la campana a morto per End of History di Francis Fukuyama del 1992. Tanto influente quanto controversa, questa teoria stabiliva che la fine della storia sarebbe culminata nel trionfo del modello della democrazia occidentale. Con il ritorno degli imperi e la coalizione del Sud del mondo, la scommessa di Fukuyama sembra perduta, rendendo difficile vedere alcun significato o progresso nella recente storia contemporanea. Eppure Fukuyama, discepolo di Hegel, pose la domanda giusta sulla dialettica della storia. Per Hegel la storia è una storia del tutto, nella quale la Ragione è in movimento. La dialettica consente un superamento - *Aufhebung* - che muove la storia verso la sua fine. E anche la violenza e la lotta possono essere passi necessari verso la realizzazione del tutto.

3 - Fonte: EMBRA

4 - Fonte: AIE



Macro Outlook

Le banche centrali restano caute



Florence Pisani, PhD

Global Head of
Economic Research



Emile Gagna

Economist

All'inizio dell'estate 2024 la crescita continua ma il suo ritmo rimane disomogeneo tra paesi e regioni. La Cina è ancora alle prese con pressioni deflazionistiche, l'Eurozona procede lentamente, mentre la crescita negli Stati Uniti, ancora vicina al 2%⁵, sembra rallentare leggermente. Ovunque si siano avvertite, le pressioni inflazionistiche hanno continuato ad attenuarsi nel corso dei mesi, aprendo la strada ad un cauto allentamento della politica monetaria.

Cina : stallo nella crescita

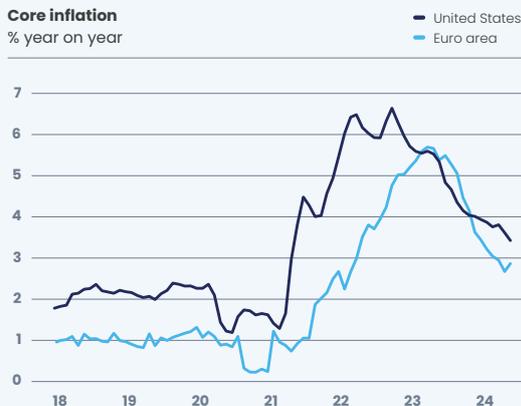
Tra le principali economie, la Cina è l'unica in cui i prezzi a valore aggiunto sono in calo: All'inizio del 2024, mentre il PIL reale cresceva di poco più del 5% su base annua, la crescita nominale era appena superiore al 4%, ben al di sotto della media del 9% osservata nella seconda metà del decennio del 2010⁶. Il Paese non è più in grado di assorbire l'enorme massa di risparmi che genera ogni anno. Questo eccesso di risparmio ha trovato, almeno per un certo periodo, la sua controparte in un vasto programma di investimenti infrastrutturali, in gran parte finanziato dalle autorità locali. Il calo dei ricavi di tali investimenti, legato in particolare al calo delle vendite di terreni, limita ormai la capacità di questi investimenti di finanziare un numero sempre crescente di progetti infrastrutturali. Il governo sta ora cercando di indirizzare i risparmi

in eccesso nel finanziamento delle industrie del futuro (pannelli solari, batterie, veicoli elettrici, ecc.). È probabile che i limiti di questa strategia diventino evidenti molto rapidamente come nel caso dell'industria fotovoltaica. In assenza di una domanda interna sufficiente, la Cina si troverà ad affrontare un eccesso di produzione e dovrà quindi cercare uno sbocco all'estero. Tuttavia, è probabile che incontrerà una forte resistenza da parte dei suoi partner americani ed europei. La decisione dell'Europa di aumentare le tasse sui veicoli elettrici in caso di mancato accordo fa eco all'aumento dei dazi doganali deciso poche settimane prima dagli Stati Uniti. In questo contesto di tensioni commerciali, è vano sperare che la politica monetaria venga in soccorso. L'attuale allentamento dei tassi ipotecari ha avuto scarsa influenza sull'indebitamento delle famiglie: nonostante i tassi ipotecari siano scesi di quasi 200 punti base dalla metà del 2022⁷, i prestiti immobiliari continuano a non aumentare. Finché le famiglie continueranno ad avere un tasso di risparmio elevato e finché le autorità non riequilibreranno la crescita a favore dei consumi e in particolare non faranno uno sforzo per rafforzare la rete di sicurezza sociale, è probabile che la crescita rimanga deludente.

Stati Uniti: La Fed resta cauta

Negli Stati Uniti la crescita è proseguita all'inizio dell'anno, sostenuta da consumi ancora solidi. Il dinamismo della creazione di posti di lavoro non è estraneo a questa situazione: lungi dal rallentare, la creazione di posti di lavoro è aumentata, in termini mensili e si è stabilizzata nell'arco di tre mesi, da meno di 200.000 nel novembre 2023 a quasi 250.000 nel maggio 2024⁸. Tuttavia, l'arrivo sul mercato del lavoro di un numero sempre crescente di lavoratori migranti ha impedito che il mercato del lavoro si restringesse: ormai da diversi mesi il tasso di disoccupazione è in graduale aumento. Il passato inasprimento delle condizioni finanziarie dovrebbe ora contribuire a rallentare la crescita. I tassi di interesse sul credito al consumo sono elevati e i default delle carte di credito sono aumentati in modo significativo. Anche i tassi ipotecari ancora elevati e l'aumento dei prezzi delle case dovrebbero pesare sugli investimenti residenziali. Per quanto riguarda il sostegno fornito dalla spesa pubblica e dall'attuazione dell'*Inflation Reduction Act*, questo sta gradualmente scemando. In questo contesto, si prevede che la crescita rallenterà da una media del 2,5 % nel 2024 all'1,7 % nel 2025⁹.

Core inflation
% year on year



Fonte: LSEG Datastream

Policy rates
%

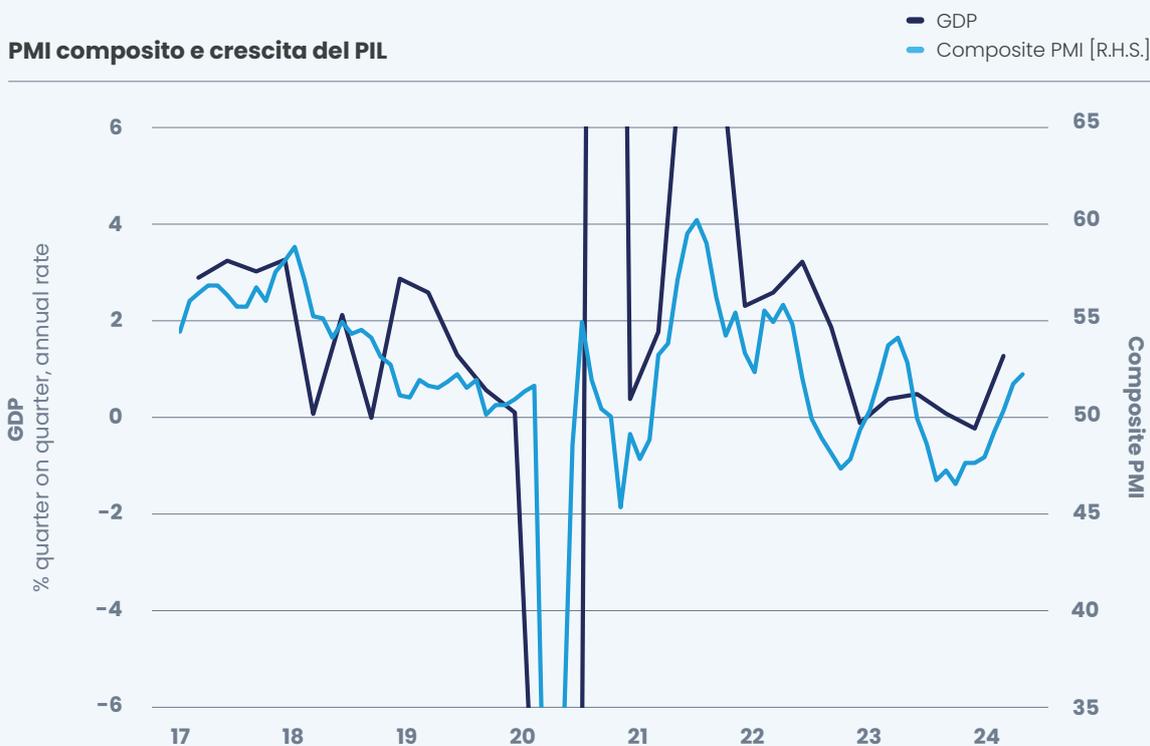


Tuttavia, la Federal Reserve ha tutte le ragioni per rimanere cauta: l'inflazione nei servizi, anche se si è attenuata a maggio, è ancora troppo elevata rispetto al livello target. Se l'allentamento sul mercato del lavoro continua, la Federal Reserve dovrebbe ancora essere in grado di tagliare i tassi di interesse due volte quest'anno, di cui il primo a settembre. In merito alla politica migratoria, Joe Biden ha appena firmato un ordine esecutivo che, se attuato, ridurrebbe di 85.000 persone al mese il numero di lavoratori che entrano illegalmente negli Stati Uniti. Più in generale, la politica economica da seguire dopo le elezioni del 5 novembre potrebbe, tuttavia, modificare significativamente l'andamento della crescita e dell'inflazione nel 2025 e di conseguenza la politica monetaria.

Zona euro : verso una ripresa sostenibile dell'attività?

Dopo due anni di inflazione elevata e attività stagnante, l'economia dell'area euro sta mostrando segnali di miglioramento. Il PIL è cresciuto a un tasso annuo dell'1,3% nel primo trimestre¹⁰ e i sondaggi PMI indicano una ripresa in corso. L'aumento del potere d'acquisto delle famiglie dovrebbe, in definitiva, sostenere i consumi e quindi la ripresa dell'attività: dopo lo 0,6 % nel 2023, la crescita dovrebbe accelerare gradualmente fino allo 0,8% nel 2024 e leggermente al di sopra dell'1% nel 2025¹¹.

PMI composito e crescita del PIL

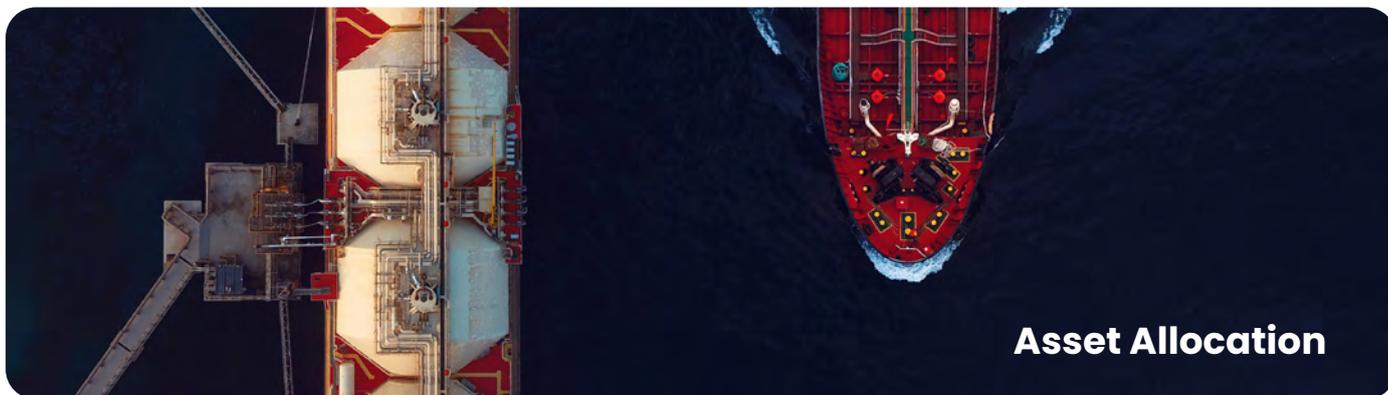


Fonti : Bloomberg, LSEG Datastream

"Ovunque si siano avvertite, le pressioni inflazionistiche hanno continuato ad attenuarsi nel corso dei mesi, aprendo la strada ad un cauto allentamento della politica monetaria."

Il dato più significativo riguarda l'inflazione, che è scesa drasticamente al 2,6% su base annua a maggio¹². Con questo miglioramento, la Banca Centrale Europea ha deciso all'inizio di giugno di tagliare i tassi per la prima volta dal 2019. La diminuzione dell'inflazione, infatti, non è dovuta esclusivamente al calo dei prezzi dell'energia; anche l'inflazione core (esclusi energia e alimentari) è diminuita significativamente. Ciò è particolarmente vero per i beni i cui prezzi sono aumentati notevolmente a causa della grave interruzione delle catene di approvvigionamento a seguito della pandemia. Il loro ritorno ad un funzionamento più normale ha posto fine a questa ascesa. Nell'ambito dei servizi, i progressi sono stati più timidi. Sicuramente per i paesi a basso contenuto di manodopera l'inflazione è tornata ad un regime quasi in linea con le aspettative della BCE. Questo, però, non è ancora il caso dei servizi, dove la manodopera rappresenta una percentuale elevata dei costi di produzione. Affinché il processo di disinflazione continui come spera la banca centrale, un rallentamento dei salari è ora necessario ma non sufficiente. Anche gli incrementi di produttività, fermi dal 2017, necessitano di una ripresa. Nei prossimi trimestri, l'accelerazione dell'attività dovrebbe aiutare, soprattutto perché le aziende hanno accumulato manodopera dopo la pandemia. Oltre a ciò, tuttavia, senza una ripresa degli incrementi di produttività, la banca centrale potrebbe avere difficoltà a continuare a tagliare i tassi. Come la Federal Reserve, la Banca Centrale Europea ha tutte le ragioni per rimanere cauta.

5 - Fonte: BEA
6 - Fonte: NBS
7 - Fonte: Bloomberg
8 - Fonte: BLS, calcolo Candriam
9 - Stime Candriam
10 - Fonte: Eurostat
11 - Stime Candriam
12 - Fonte: Eurostat



Asset Allocation

Asset Allocation

I venti del cambiamento



Nadège Dufossé

Global Head of Multi-Asset

Lo scenario “ soft landing ” è confermato...

La nostra strategia di allocazione per la seconda metà dell'anno si basa su un contesto economico che rimane favorevole per le azioni e in miglioramento per le obbligazioni.

Prevediamo un rallentamento dell'attività negli Stati Uniti, in linea con uno scenario di “soft landing” (attività in decelerazione al di sotto del 2% annualizzato a partire dalla seconda metà del 2024), una ripresa economica molto graduale in Europa e crescita ancora robusta in Asia. Si prevede che la crescita economica globale sarà pari a circa il 3,5%¹³ annualizzato. Allo stesso tempo, la disinflazione dovrebbe continuare, con l'IPC core intorno al 3% alla fine dell'anno negli Stati Uniti¹⁴. Questo contesto risulta complessivamente positivo per azioni e obbligazioni.

... ed è uno dei migliori sfondi possibili per l'azione.

Mentre le aspettative degli investitori sulla crescita degli utili nei prossimi 12 mesi sembrano credibili per gli Stati Uniti (circa il 10%), l'Europa (5%) e il Giappone (6%), maggiore incertezza rimane per i paesi emergenti¹⁵: la crescita degli utili per azione è attualmente prevista al 16 %, dopo le revisioni al ribasso nel 2022 e nel 2023.

Dopo la forte performance del settore azionario nella prima metà dell'anno, le valutazioni rimangono nel complesso ragionevoli: il P/E per i prossimi 12 mesi è inferiore a 14¹⁶ in Europa, intorno a 12 nei paesi emergenti e circa 15,5 in Giappone, in linea con le medie storiche degli ultimi 20 anni. Solo gli Stati Uniti hanno un P/E superiore alla loro media a lungo termine, 20: un livello elevato legato al peso crescente del settore tecnologico e delle

“Megacaps”¹⁷. Il rapporto free cash flow/fatturato, che tiene conto dell’ingente flusso di cassa generato da queste aziende, indica comunque valutazioni in linea con la media storica degli ultimi 30 anni e al di sotto del livello della bolla dot-com dei primi anni 2000¹⁸.

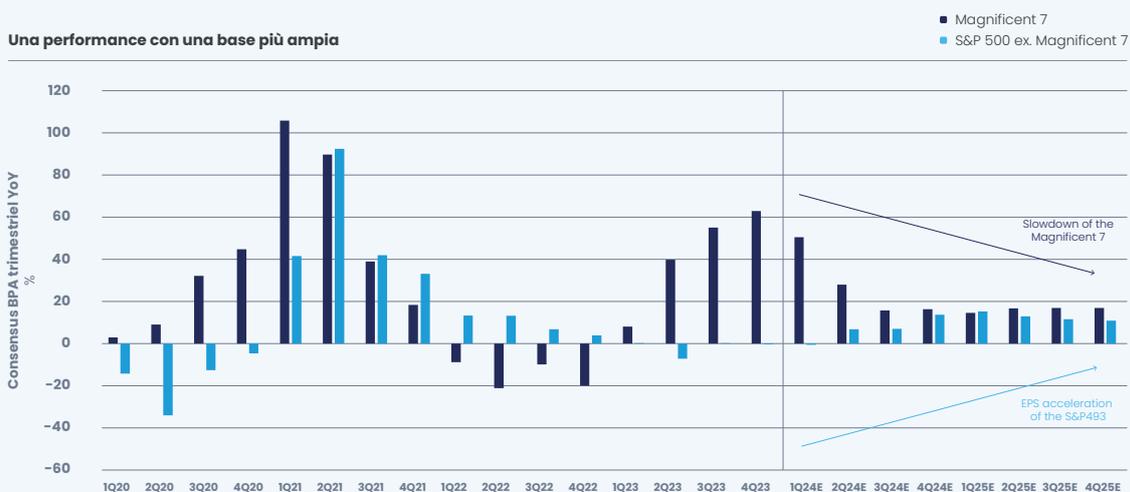
Le valutazioni azionarie dovrebbero anche beneficiare dell’avvio del ciclo di tagli dei tassi da parte della banca centrale. Storicamente, il primo taglio dei tassi da parte della Fed è seguito nell’80% dei casi da una performance positiva dei mercati statunitensi¹⁹.

L’avvio del ciclo di tagli dei tassi da parte delle principali banche centrali dovrebbe reindirizzare le allocazioni degli investitori verso asset a più lungo termine. Dopo diciotto mesi di flussi positivi, i fondi del mercato monetario sono destinati a perdere terreno rispetto alle obbligazioni e alle azioni a più lunga scadenza. Gli investitori sembrano stiano ricostruendo un’esposizione più forte alle azioni dopo lo shock del 2022.

Una più ampia partecipazione alla crescita dei profitti?

Nel mercato statunitense, rimaniamo positivi sul settore tecnologico, che dovrebbe continuare a godere di una forte crescita degli utili e del flusso di cassa. Dopo 4 trimestri di dominio da parte dei magnifici 7 (aumento di oltre il 40% degli utili, in gran parte guidato da Nvidia²⁰), si prevede che le altre 493 società S&P500 registreranno una crescita positiva degli utili e chiuderanno il divario con le Megacaps. In questa ipotesi, il rialzo dei mercati finanziari sarebbe più salutare, poiché sarebbe trainato dall’andamento positivo di un maggior numero di titoli.

In Europa, stiamo aumentando la nostra esposizione alle società a piccola e media capitalizzazione per beneficiare della graduale ripresa degli affari. Queste società, in Europa, hanno sottoperformato le società a maggiore capitalizzazione del 25% dal 2022²¹ e di quasi il 5%



La performance passata non è un indicatore affidabile della performance futura. I mercati potrebbero evolversi in modo molto diverso in futuro.

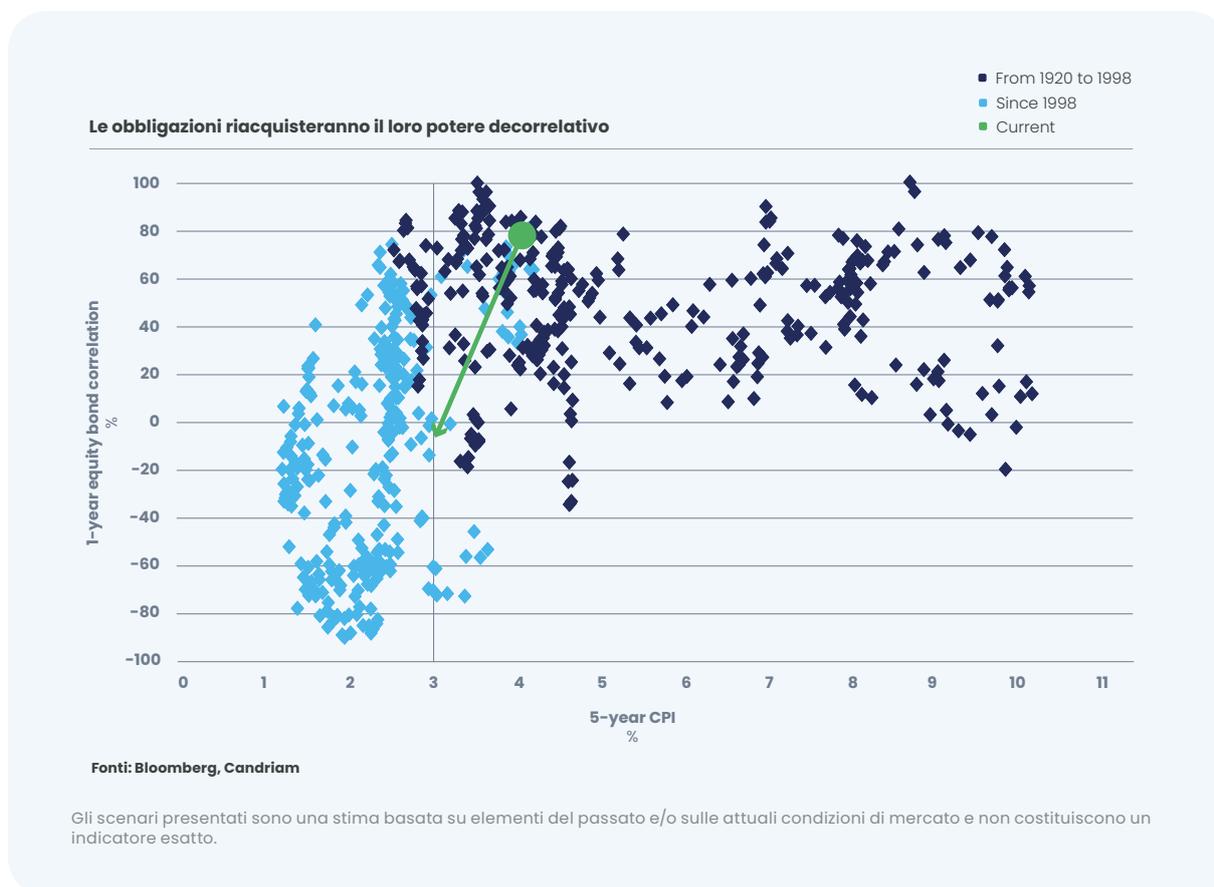
dall'inizio dell'anno. La performance delle small e mid cap è fortemente legata all'andamento dei principali indicatori economici come i PMI, e dovrebbe essere supportata da un miglioramento dei fattori macroeconomici nei prossimi mesi, nonché dai primi tagli dei tassi da parte della Banca Centrale Europea. Negli ultimi 40 anni, le società a piccola e media capitalizzazione hanno sovraperformato dell'8% nei 12 mesi successivi al primo taglio dei tassi.

La migliore diversificazione possibile tra le classi di asset...

La correlazione positiva tra azioni e obbligazioni negli ultimi anni ha complicato la gestione di portafogli diversificati, con i prezzi di entrambe le principali classi di attività che si sono mossi nella stessa direzione. Gli aumenti dei tassi hanno portato a cali dei mercati azionari e dei prezzi obbligazionari, mentre qualsiasi allentamento dei tassi a lungo termine ha consentito ai mercati

azionari e obbligazionari di registrare performance positive. La nostra analisi quantitativa mostra che storicamente questo avviene quando l'inflazione supera il 3%, come è avvenuto dalla fine del Covid. Al di sotto di questa soglia del 3%, la correlazione tra azioni e obbligazioni può diminuire e diventare nuovamente negativa, consentendo un'efficace diversificazione tra azioni e obbligazioni. Nelle nostre previsioni economiche prevediamo che l'inflazione scenda al di sotto del livello del 3% negli Stati Uniti entro il 2025.

La nostra allocazione è completata dall'esposizione all'oro, che ha sovraperformato le nostre aspettative dall'inizio dell'anno, grazie alla forte domanda da parte di alcune banche centrali (in particolare la Cina). Riteniamo che nei prossimi mesi il contesto macroeconomico dovrebbe diventare nuovamente più favorevole (possibile calo dei tassi di interesse reali statunitensi), mentre la domanda da parte delle banche centrali dovrebbe rimanere forte nel medio termine.



...dovrebbe rendere più efficace il graduale aumento della duration

Oltre ad un'esposizione lunga alle azioni, stiamo aggiungendo un'esposizione con una duration progressivamente più lunga alle obbligazioni. Le nostre previsioni economiche mostrano che, con un "soft landing" negli Stati Uniti e una crescita economica relativamente debole in Europa, è probabile un allentamento dei tassi a lungo termine. In questo modo è possibile beneficiare sia di un carry interessante che di un effetto ammortizzante in caso di ribasso delle azioni.

Saremo più selettivi sui titoli di Stato che sul credito. Dopo il forte restringimento degli spread nella prima metà dell'anno²², il profilo rischio/rendimento di alcune obbligazioni ci sembra meno interessante. Agli attuali livelli di spread, le obbligazioni high yield statunitensi presuppongono implicitamente un tasso di default prossimo allo 0.

I rischi identificati per la seconda metà dell'anno sono principalmente di natura politica.

Le elezioni parlamentari francesi rappresentano un primo passo inaspettato che potrebbe portare a un'ulteriore instabilità politica in Francia. La loro attivazione ha avuto un impatto diretto sullo spread del debito francese che ha rapidamente incorporato parte di questo rischio, salendo ad un livello prossimo agli 80 pb (rispetto ai tassi tedeschi). Anche il settore azionario francese ed europeo è stato penalizzato da questo evento, in particolare alcune società e settori come le

banche francesi e le utilities. La sfida per la nostra asset allocation sarà capire, dopo le elezioni, in che misura questa instabilità potrà accentuare l'aumento dei premi di rischio (sul debito francese, su alcune azioni) ed eventualmente alterare la nostra visione fondamentale. In attesa dei risultati, abbiamo parzialmente ridotto la nostra allocazione nelle azioni europee e tagliato la nostra esposizione al debito francese. Tuttavia, riteniamo che i rischi di contagio verso altri paesi europei siano limitati e che la BCE abbia i mezzi per limitare questi effetti, se necessario.

Negli Stati Uniti le elezioni presidenziali rappresenteranno una tappa fondamentale anche per i mercati finanziari. Storicamente, i mercati azionari si muovono lateralmente nei tre mesi precedenti le elezioni presidenziali, con una maggiore volatilità. Uno degli esiti più sfavorevoli delle elezioni sarebbe la completa implementazione del programma inflazionistico e growth-destroying di Donald Trump. In questo scenario, con il rischio di "stagflazione", l'esposizione al dollaro statunitense e ad alcune materie prime come l'oro potrebbe limitare il rischio di ribasso del portafoglio. Nell'eventualità di un risultato più sfumato e ragionevole, i mercati finanziari dovrebbero ritornare ai fondamentali, che riteniamo piuttosto positivi per azioni e obbligazioni.

In ogni caso, e nonostante questo contesto generalmente positivo, la seconda metà del 2024 continuerà probabilmente a essere carica di incertezza per gli investitori, una fonte di volatilità spesso favorevole a una gestione di portafoglio dinamica e attiva.

13 - Fonte: Stima di Candriam

14 - Fonte: Candriam

15 - Fonte: Ibes Datastream, Indici MSCI - Giugno 2024

16 - Fonte: Ibes Datastream, Indici MSCI - Giugno 2024

17 - Il peso dei titoli tecnologici e delle "megacaps" è aumentato dal 20% dell'indice nel 2004 al 42% di oggi (S&P500).

18 - L'indice S&P500 nel suo insieme ha visto il suo rapporto flusso di cassa libero/vendite raddoppiare dal 6% al 12% tra il 2004 e oggi (fonte: UBS).

All'inizio degli anni 2000 il P/FCF era compreso tra 30 e 40, mentre ora è 25.

19 - Fonte: Candriam

20 - Fonte: Candriam, LSEG Datastream

21 - Fonte: Bloomberg

22 - Fonte: Bloomberg - ICE BofA - Riduzione de spreads YTD: -46 bps Euro HY / -18 bps Euro IG - 27/06/2024



145 Mld€

AUM a fine
dicembre 2023*



+600

Professionisti
esperti



+ 25 anni

leader negli
investimenti sostenibili

Questo documento viene fornito esclusivamente a scopo informativo e didattico e può contenere opinioni di Candriam e informazioni proprietarie. Non costituisce un'offerta di acquisto o di vendita di strumenti finanziari, né costituisce un consiglio di investimento, né conferma alcuna transazione, salvo diversamente concordato espressamente. Sebbene Candriam selezioni attentamente i dati e le fonti che utilizza, non si possono escludere errori e omissioni. Candriam non può essere ritenuto responsabile dei danni diretti o indiretti risultanti dall'utilizzo di questo documento. I diritti di proprietà intellettuale di Candriam devono essere rispettati in ogni momento. Il contenuto di questo documento non può essere riprodotto senza previa approvazione scritta.

*A partire dal 31/12/2022, Candriam ha modificato la metodologia di calcolo degli asset in gestione (AUM) e l'AUM ora include determinati asset, come l'AUM non discrezionale, la selezione di fondi esterni, i servizi di overlay, inclusi i servizi di screening ESG, servizi di [consulenza], servizi di white labeling e servizi di consegna di portafogli modello che non si qualificano come asset in gestione regolamentare, come definito nel modulo ADV della SEC. L'AUM è riportato in USD. L'AUM non denominato in USD è convertito al tasso spot del 31/12/2023.