

MONTHLY HOUSE VIEW

Giugno 2023

Lo scenario peggiore è sempre un'incognita

• **Sommario**

01• Editoriale	P3
LO SCENARIO PEGGIORE È SEMPRE UN'INCOGNITA	
02• Focus	P4
AREA EURO: LA STABILITÀ È UN BENE	
03• Macroeconomia	P6
DUE MONDI AGLI ANTIPODI	
04• Reddito fisso	P8
CONTINUARE A CREDERCI	
05• Azioni	P10
DIVERGENZE SUL MERCATO AZIONARIO?	
06• Cambi	P12
LA STAGIONE DELLE VALUTE RIFUGIO	
07• Asset allocation	P14
SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE	
08• Monitor dei mercati	P16
PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI	
09• Glossario	P17
Dichiarazione di esclusione di responsabilità	P18



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

Cari Lettori,

Negli Stati Uniti i rischi sono in aumento da alcuni mesi. La crisi bancaria agita le acque. Le banche statunitensi con attivi inferiori a 250 miliardi di dollari non sono considerate sistemiche e quindi, in teoria, non sono troppo grandi per fallire secondo le norme americane. Eppure queste banche rappresentano l'80% dei prestiti immobiliari commerciali ed erogano circa la metà di tutti i crediti al consumo e agli investimenti non immobiliari. La buona notizia è che questa crisi, facendo salire i tassi di credito, si sostituisce ad un ulteriore aumento dei tassi della banca centrale, frenando l'economia e di conseguenza l'inflazione, esattamente ciò che la Federal Reserve (Fed) intendeva fare con il suo ciclo rialzista. Questa stretta, unita ad un rallentamento nella creazione di posti di lavoro ed ai primi segni di un'inflazione *core*¹ più debole, ci induce a ritenere che sia stato probabilmente raggiunto il limite della Fed. Dopo 10 rialzi consecutivi, è probabile che i tassi di riferimento siano giunti al picco, essendo passati dallo 0% (limite inferiore) all'inizio del 2022 al 5% il 3 maggio.

Alla crisi bancaria statunitense si aggiungono ora i timori per il tetto del debito USA. Il Segretario del Tesoro Janet Yellen ha affermato che un *default* sul debito degli Stati Uniti provocherebbe "caos finanziario ed economico", mentre l'opposizione repubblicana continua a rifiutarsi di innalzare il tetto in assenza di drastici tagli alla spesa pubblica. Una scena già vista, che ricorda la storia del ragazzo che gridava "al lupo, al lupo". Infatti, dai primi anni Sessanta questa procedura di routine è stata avviata 78 volte. Dopo aver incassato meno tasse del previsto quest'anno, gli Stati Uniti potrebbero raggiungere il muro del debito già il 1° giugno. L'incertezza sul tetto è sempre stata sfavorevole al dollaro, oltre a rappresentare una fonte di volatilità. Nel 2011 l'agenzia di rating S&P ha declassato gli Stati Uniti da AAA a AA+, giustificando la sua decisione con l'impatto sul "rischio politico" derivante dall'adozione di misure insufficienti contro il deficit di bilancio. All'epoca, il suo debito era la metà di quello odierno (14,5 mila miliardi di dollari rispetto agli attuali 31).

Anche se il rischio è reale, con una simile tensione sui CDS² statunitensi, osservata da ultimo nel 2008, è molto probabile che sarà trovato un accordo all'ultimo minuto.

L'altro "tetto" che sarà verosimilmente alzato entro la fine dell'anno sarà quello alla COP28 di Dubai e riguarda il limite di 1,5 gradi all'aumento delle temperature rispetto ai livelli preindustriali. Tale soglia è stata fissata nel 2015 alla COP21, nell'ambito degli accordi di Parigi volti a contrastare il riscaldamento globale. Tuttavia, l'azione politica a favore della transizione energetica nelle economie avanzate non è mai stata così decisa, sia negli Stati Uniti (IRA³) che in Europa (REPowerEU⁴).

In questo contesto, il nostro scenario macroeconomico rimane costruttivo. Se all'inizio dell'anno eravamo più ottimisti del *consensus*, ora è quest'ultimo ad essersi avvicinato alle nostre previsioni. Non intravediamo alcuna recessione negli Stati Uniti, ma solo una modesta e temporanea contrazione dell'attività nel secondo semestre del 2023. L'economia globale sarà trainata quest'anno da Cina ed India, che rappresenteranno la metà della crescita globale. L'inflazione dovrebbe continuare a normalizzarsi.

Siamo passati da un contesto di tassi di interesse negativi noto come "TINA" (non ci sono alternative alle azioni) a "TARA" (ci sono alternative ragionevoli alle azioni). Questo nuovo contesto di tassi elevati è ora favorevole a soluzioni di breve termine o garantite a bassa volatilità ed alto rendimento. È inoltre di buon auspicio per gli investitori. Un adagio del mercato recita "vendi a maggio e scappa", ma forse quest'anno maggio sarà il mese delle opportunità?

In questo numero approfondiremo le divergenze macroeconomiche nell'Area Euro, e tra Stati Uniti e Cina, così come il loro impatto sulle varie classi di attivi finanziari sullo sfondo di incertezze ancora significative. Vi auguro una buona lettura.

1 - Esclusi i prezzi di generi alimentari ed energia.

2 - Credit Default Swap: un derivato di credito che assicura contro i mancati pagamenti.

3 - Inflation Reduction Act: un atto di questo piano è dedicato allo sviluppo della transizione energetica negli Stati Uniti.

4 - Piano europeo teso a ridurre rapidamente la dipendenza dai combustibili fossili russi ed accelerare la transizione verde.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Strategist

Dopo un grave shock energetico, l'economia dell'Area Euro sta sottoperformando rispetto alle attese del mercato, ma riesce ad evitare la recessione nel 2023. Pur restando modeste e celando una forte divergenza, le nostre previsioni sulla crescita del PIL per l'Area Euro nel 2023 non sono cambiate dall'inizio dell'anno. Talvolta la stabilità è un bene. In questo contesto, possiamo ancora guardare con favore agli investimenti nell'Area Euro?



L'Area Euro
dovrebbe
**EVITARE UNA
RECESSIONE**
nel 2023

CRESCITA DELL'AREA EURO: UNA MAGGIORE DIVERGENZA

Dopo aver scongiurato una recessione alla fine del 2022, l'Area Euro poteva contare su una migliore posizione di partenza per il 2023, con i mercati costantemente sorpresi al rialzo da dati più solidi man mano che l'area iniziava a stabilizzarsi di pari passo con i prezzi energetici. Oggi le sorprese nell'Area Euro tendono più al ribasso, ma con una maggiore divergenza tra gli Stati membri, a seconda del loro mix energetico, delle risposte di politica e del peso dei servizi nelle rispettive economie. La performance dell'economia tedesca è stata finora la nostra più grande delusione, avendo beneficiato solo marginalmente della riapertura cinese e con i consumatori che restano titubanti dopo il massiccio shock energetico del 2022. In Francia, i dati relativi all'industria ed ai servizi per il primo trimestre sono stati penalizzati dall'acuirsi delle tensioni sociali in seguito alle recenti riforme pensionistiche, ma dovrebbero comunque risalire nel secondo trimestre. In termini di crescita, i paesi dell'Europa meridionale sono ora i *leader* della regione.

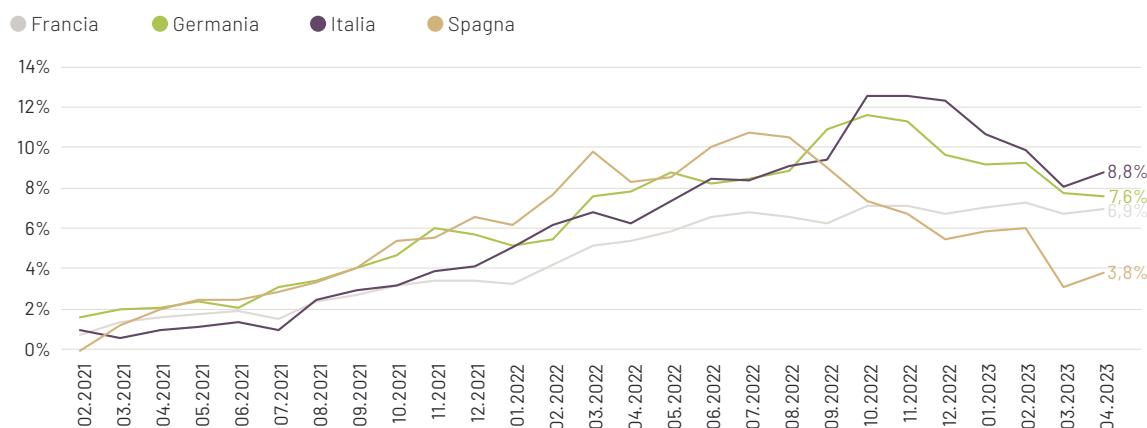
Date le minori incertezze politiche, nel primo trimestre del 2023 il PIL italiano è cresciuto dello 0,5% su base trimestrale, superando le attese del mercato (0,2%). La crescita è stata trainata dall'industria, dai servizi e dalla domanda di esportazioni sospinta dal forte turismo invernale.

Infine, la Spagna, sostenuta da consumi privati interni ancora robusti e dagli arrivi turistici, è la nuova storia di crescita per il 2023. La politica fiscale ha inoltre frenato l'ascesa dell'inflazione spagnola, nonostante ad aprile quest'ultima si sia rivelata tra le più basse dell'Area Euro.

MARGINI AZIENDALI: UN ELEMENTO DA MONITORARE

La divergenza emersa nell'Area Euro non è stata d'aiuto per i decisori politici né sul fronte fiscale né su quello monetario. La politica fiscale resta neutrale per l'area nel suo complesso, ma si prospettano accese discussioni sul bilancio in autunno. Riguardo all'inflazione, ad aprile i prezzi sono saliti del 7% su base annua, con valori che spaziano dal 2% al 15% ed una differenza di cinque punti tra le quattro principali economie (Grafico 1).

GRAFICO 1: INFLAZIONE NELLE 4 PRINCIPALI ECONOMIE DELL'AREA EURO, SU BASE ANNUA, %



Fonti: Reuters, Indosuez Wealth Management.

Questo rende difficilmente giustificabile da una prospettiva macroeconomica un allentamento della politica da parte della Banca Centrale Europea (BCE). In un'ottica settoriale, il calo dei prezzi dei beni industriali è stato finora compensato da un aumento dell'inflazione nei servizi, che non mostra segni di cedimento e complica il lavoro della BCE.

Il comportamento delle imprese influirà sulla durata dell'inflazione. Finora quest'ultima non ha inciso sui margini aziendali, con le società che hanno trasferito i costi ai consumatori. Tuttavia, con l'allentamento delle tensioni sull'offerta, la graduale eliminazione del sostegno fiscale, l'esaurimento dell'eccesso di risparmio privato ed un'attività economica globale più debole, nel 2023 sarà più difficile per le imprese aumentare i prezzi ed i loro margini subiranno maggiori spinte ribassiste. Inoltre, la recente stretta creditizia dovrebbe aumentare la pressione sulla domanda. Tuttavia, come sottolineato di recente dalla Commissione europea, se le quote di utili non si adeguano, gli incrementi salariali si tradurranno infine in un'inflazione più sostenuta, amplificando i timori di una spirale prezzi-salari. Un altro rischio crescente è rappresentato dai rincari dei generi alimentari dato il maltempo in Europa. Nel complesso, i prezzi di energia e beni industriali dovrebbero contribuire a frenare l'inflazione ma, come precisato dalla BCE, le prospettive inflazionistiche restano "eccessivamente alte per un periodo troppo lungo".

RIPRESA DEL TURISMO

Infine, il turismo (che rappresenta direttamente il 5% dell'economia dell'Area Euro) ha ancora margini di miglioramento nell'area.

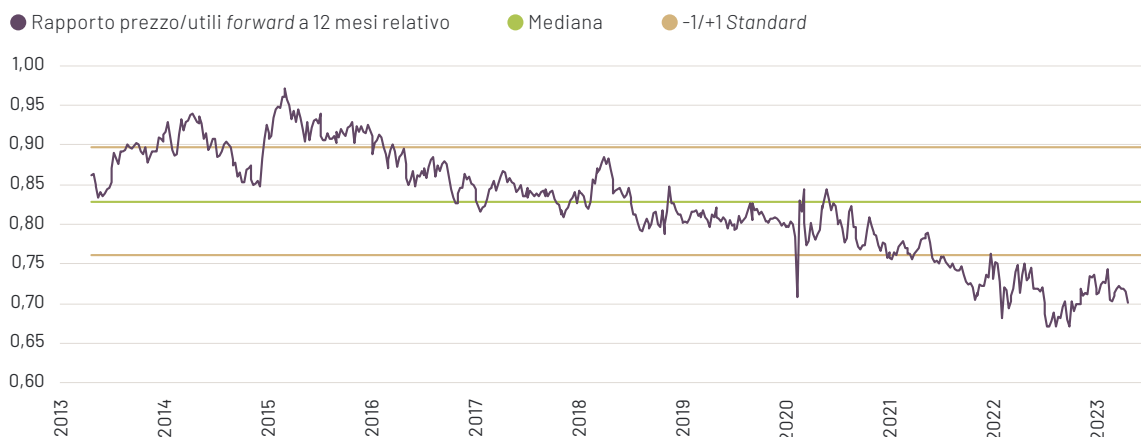
Stando agli ultimi dati sul traffico aereo dell'aviazione europea, i voli a marzo hanno raggiunto l'88% dei livelli osservati nello stesso mese del 2019. Aspetto importante, queste cifre non includono ancora la piena ripresa dei viaggi a lungo raggio, maggiormente redditizi poiché i relativi turisti spendono di più e soggiornano più a lungo rispetto a quelli regionali. I viaggiatori statunitensi sono tornati, ma nel 2023 i voli dalla Cina all'Europa dovrebbero mantenersi su livelli inferiori del 60% -70% rispetto a quelli pre-pandemia. I ritardi nel rinnovo dei passaporti, l'incertezza politica e le più numerose attrazioni turistiche nazionali hanno posticipato la piena ripresa dei viaggi dalla Cina all'Europa.

PRINCIPALI CONCLUSIONI PER GLI INVESTITORI

Nonostante queste prospettive poco entusiasmanti, i titoli azionari europei restano sottovalutati rispetto ai loro omologhi statunitensi (Grafico 2) e beneficiano di un orientamento alla qualità (in particolare attraverso i beni di lusso). L'investimento negli esportatori europei, esposti alla ripresa cinese che di recente si è però affievolita (si veda Macro, pagina 6), è stato un tema chiave a partire dalla metà del 2022 e ha assicurato un orientamento di qualità. Gli investitori obbligazionari europei dovranno pazientare ancora, poiché la BCE non ha concluso il proprio ciclo di inasprimento.

In una prospettiva di lungo termine, tuttavia, il nuovo piano di investimenti per il Green Deal⁵ europeo va nella giusta direzione, aiutando l'area a competere per gli investimenti in iniziative sostenibili.

GRAFICO 2: LE AZIONI EUROPEE RESTANO SOTTOVALUTATE RISPETTO A QUELLE STATUNITENSIS



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

5 - Un piano nell'ambito del quale è in corso una revisione delle leggi vigenti in materia di clima e l'introduzione di nuove norme sull'economia circolare, la ristrutturazione degli edifici, la biodiversità, l'agricoltura e l'innovazione. Tale piano prevede che il 25% del bilancio dell'Unione Europea (UE) sia destinato ai finanziamenti per il clima.



Lucas MERIC
Investment Strategist

Da un lato, si prevede una contrazione dell'economia statunitense nella seconda metà del 2023, con la fine della stretta monetaria operata dalla Fed ed un'inflazione che resta su livelli storicamente elevati. Dall'altro, l'economia cinese dovrebbe crescere del 5,6% nel 2023, sullo sfondo di un'inflazione assente e di politiche economiche accomodanti.



4,5%:
le poco confortanti
aspettative sull'
**INFLAZIONE
STATUNITENSE
A 1 ANNO**

STATI UNITI: UN MERCATO DEL LAVORO APPARENTEMENTE INVINCIBILE

Il PIL statunitense ha fortemente deluso nel primo trimestre del 2023, con un tasso annualizzato di crescita pari ad appena l'1,1% (rispetto all'1,9% atteso dal *consensus*), penalizzato dalla flessione delle scorte nonostante una performance ancora solida dei consumi privati (3,7%).

Per il momento, tuttavia, la stretta delle condizioni di finanziamento sembra essere limitata, con la percentuale di piccole imprese che segnalano maggiori difficoltà nell'ottenere credito in calo dai massimi di aprile (indagine NFIB⁶). L'ultima indagine della Fed mostra inoltre una stretta molto più lenta delle condizioni di prestito applicate dalle banche nel primo trimestre del 2023. I dati sull'attività sono lievemente risaliti ad aprile, ma continuano ad evidenziare una divergenza tra un settore manifatturiero in contrazione da inizio anno (l'indice PMI⁷ è infatti sotto i 50 punti, a 47,1) ed un settore dei servizi in rallentamento ma resiliente (a 51,9), sostenuto da robusti nuovi ordini. Ad aprile la fiducia dei consumatori è bruscamente diminuita sulla scia dei timori per la traiettoria

dell'economia statunitense, con le aspettative di inflazione al consumo a 1 anno che si attestano al 4,5%, un valore molto poco confortante.

In questo difficile contesto, continuiamo a ritenere che la più debole spesa al consumo peserà sulla crescita statunitense nel secondo semestre del 2023 ma, a differenza di alcuni analisti, non prevediamo una contrazione prolungata. Il mercato del lavoro statunitense ha continuato a mostrare segni di normalizzazione post-pandemia; il rapporto tra posti di lavoro aperti e disoccupati è infatti sceso a 1,64 (dall'1,96 di dicembre 2022), ma la creazione di posti di lavoro permane solida. Il tasso di disoccupazione ad un minimo storico del 3,4% esercita pressioni sugli stipendi (nel primo trimestre del 2023 il costo unitario del lavoro è aumentato del 6,3%). Questa tenuta degli stipendi funge ancora da limite al ribasso per l'inflazione dei servizi (esclusi gli alloggi, che ad aprile hanno frenato per la prima volta in due anni), mentre la componente dei generi alimentari continua a rallentare sulla scia degli effetti di base. L'inflazione *core* (5,5% su base annua) resta superiore a quella *headline* (4,9%), grazie al contributo negativo dell'energia.

6 - National Federation of Independent Business.
7 - Indice dei Direttori agli acquisti.



Allo 0,1% SU
BASE ANNUA,
l'inflazione resta
di molto inferiore
all'OBIETTIVO
DELLA
BANCA
POPOLARE
CINESE

Per il 2023, abbiamo rivisto la crescita all'1,1% (Tabella 1) in virtù di un primo trimestre più fragile del previsto. Anticipiamo ancora una lieve contrazione dell'economia statunitense nel secondo semestre del 2023, sotto il peso di un mercato del lavoro e di condizioni creditizie meno favorevoli. Per il 2024, prevediamo una ripresa della crescita grazie ad un maggiore potere d'acquisto delle famiglie, tassi di utilizzo della capacità ancora elevati e la fine del processo di risanamento nell'immobiliare residenziale. Tuttavia, dato il forte effetto di trascinamento negativo alla fine del 2023, la crescita del PIL si attesterà allo 0,4% nel 2024.

CINA: ALL'ESTREMITÀ OPPOSTA DEL CICLO ECONOMICO

Il rimbalzo dei servizi (PMI Caixin a 56,4 ad aprile) conferma la natura nazionale della riapertura cinese. I voli interni sono già su livelli più alti rispetto al 2019 e le vendite al dettaglio sono aumentate. Come previsto, il settore manifatturiero è rimasto indietro, scivolando di nuovo in territorio di contrazione, mentre le importazioni sono scese del 7,9% su base annua ad aprile. Nel complesso, nonostante il rimbalzo degli indicatori economici, il *momentum* inizia già ad affievolirsi. Dopo aver raggiunto ad aprile un massimo dal 2006, l'indicatore delle sorprese economiche è crollato a maggio, una dinamica attribuibile anche all'eccessivo ottimismo degli economisti (che per aprile anticipavano vendite al dettaglio al 21%).

Come abbiamo scritto nell'ultimo numero, una volta esaurito l'effetto della riapertura, è essenziale che il *sentiment* dei consumatori cinesi, attualmente debole, si risollevi per dare nuovo impulso alla crescita nazionale. In questo senso, l'inizio di una ripresa nel settore immobiliare è di buon auspicio per i consumi. Ad aprile i prezzi delle nuove case in Cina sono aumentati per il terzo mese consecutivo e quasi il 90% delle città ha registrato rincari. Nel frattempo, le vendite al dettaglio sono salite del 18,6% su base annua ad aprile. La disoccupazione tra i giovani di 16-24 anni, superiore al 20%, resta penalizzante. Tra gli altri elementi da monitorare vi sono l'inflazione, pari solo allo 0,1% su base annua (di molto inferiore all'obiettivo del 3% della Banca Popolare Cinese) e le richieste di nuovi prestiti, in forte rallentamento ad aprile, segno che al momento i consumi non si sono del tutto ripresi. Tuttavia, da queste cattive notizie potrebbero emergere prospettive più rosee. A differenza di quanto avviene nella maggior parte delle economie sviluppate, le autorità cinesi hanno infatti margini di manovra in un contesto di ripresa economica ed inflazione quasi nulla. A nostro parere, quest'anno la politica monetaria e quella fiscale resteranno favorevoli e permetteranno all'economia cinese di crescere del 5,6% nel 2023.

TABELLA 1: PREVISIONI MACROECONOMICHE 2023 - 2024, %

● Rivisto al ribasso rispetto al mese scorso ● Rivisto al rialzo

	PIL		INFLAZIONE	
	2023	2024	2023	2024
USA	1,1%	0,4%	4,0%	2,6%
Area Euro	0,5%	1,0%	5,7%	3,0%
Cina	5,6%	4,7%	1,3%	2,5%
Giappone	1,1%	1,3%	2,7%	2,2%
India	5,4%	6,0%	6,0%	6,0%
Brasile	0,9%	1,2%	5,0%	5,0%
Mondo	2,4%	2,8%	-	-

Fonte: Indosuez Wealth Management.



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

Con la collaborazione
del team del Reddito Fisso

Come reinventarsi mese dopo mese quando si investe nelle obbligazioni, la classe di attivi finanziari verosimilmente più noiosa? La risposta è semplice: i mercati dei tassi sono in fibrillazione da più di un anno e le prospettive dipendono dalla capacità o dalla volontà delle banche centrali dei mercati sviluppati di riportare l'inflazione vicina al 2%. Continuiamo a credere in tale asset class limitando gli investimenti sulla parte breve della curva ed evitando per ora il rischio di *duration*.



LA FED
HA INNALZATO
il tasso
di riferimento di
500 PB
da marzo 2022

BANCHE CENTRALI

La volatilità è un nuovo elemento da considerare per gli investitori del reddito fisso. Al riguardo, le banche centrali hanno ricoperto un ruolo centrale: la Fed ha innalzato il tasso di riferimento di 500 punti base (pb) da marzo 2022, il ritmo più rapido dagli anni Settanta. Ora sta per passare ad un atteggiamento attendista. Optando per un approccio "dipendente dai dati", Jerome Powell lascia la porta aperta ad ulteriori rialzi, ma il nostro scenario di base punta su una stabilizzazione. Una dinamica opposta a quella scontata dai mercati, che anticipano un primo taglio già nel settembre 2023. Questo scenario di mercato è coerente con una recessione negli Stati Uniti, imminente e significativa, in netto contrasto con le nostre attese ed il *consensus* degli economisti.

Un altro punto interrogativo per gli investitori è la forma della curva dei rendimenti. La Fed sta deliberatamente favorendo una curva invertita (come di recente spiegato da Neel Kashkari, presidente della Fed di Minneapolis). Di conseguenza, i premi a termine restano molto contenuti ed i tassi a lungo termine sono a rischio nel caso di uno scenario di crescita non troppo pessimistico. Preferiamo quindi investire nella parte corta della curva statunitense per i seguenti motivi: il *carry* ed il *roll down*⁸ proteggono gli investitori dall'ascesa dei tassi a breve termine.

8 - Per le obbligazioni, il *roll down* consiste nella variazione di valore dovuta al passare del tempo. Con l'avvicinarsi della sua scadenza, il valore di un'obbligazione converge verso il prezzo di rimborso.

TETTO DEL DEBITO

Soffermiamoci ora sul tetto del debito e sui rischi di default per il Tesoro statunitense. In sintesi, il tetto è un limite legislativo all'importo massimo che l'amministrazione può prendere in prestito. Con un debito in circolazione pari a 31.500 miliardi di dollari, il Tesoro raggiunge molto spesso questo limite. Questa volta le posizioni di democratici e repubblicani al Congresso sono troppo distanti per raggiungere un accordo. Agli investitori ricorda quanto avvenuto nel 2011, quando gli Stati Uniti persero il *rating* AAA a causa di un accordo debole. Nel momento in cui scriviamo, la probabilità di default ricavata dal mercato dei CDS (Grafico 3) è inferiore al 4%.

CREDITO

Come nel 2011, l'assenza di un accordo e/o un'intesa debole peserà su tutte le classi di attivi finanziari, in particolare sui mercati del credito. Il nuovo barometro per i tassi di interesse diventerà il mercato degli *swap*. Le curve dei *Treasury* si adegueranno di conseguenza, seguite dal debito *corporate*.

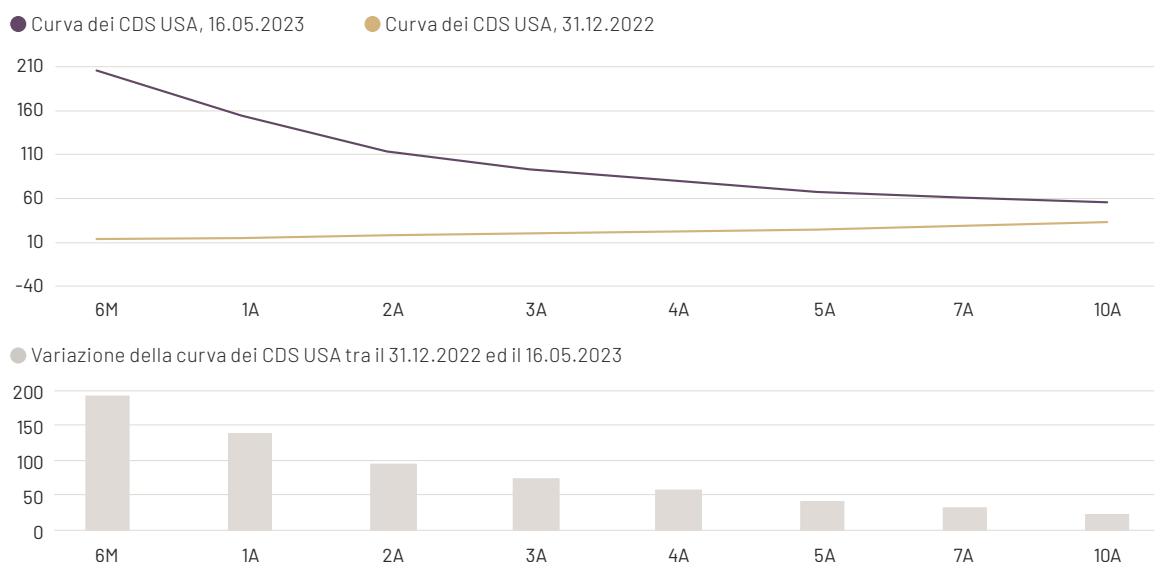
Infine, per quanto riguarda le tensioni bancarie, gli investitori sono alla ricerca di indizi di una stretta creditizia nell'economia. Tuttavia, al momento non ci sono prove concrete di tale fenomeno.

In merito all'Area Euro, il quadro appare più semplice. I dati reali sono in calo e sorprendono al ribasso, mentre la prossima mossa monetaria della BCE riguarderà l'inasprimento quantitativo (QT). La domanda di prestiti è diminuita nel primo trimestre. Dopo dieci anni di tassi molto contenuti o negativi, il risveglio per le economie europee sembra essere davvero brusco.

Ad aprile il mercato del credito europeo ha recuperato parte della sottoperformance di marzo, grazie a rendimenti più elevati, solidi bilanci e nessuna turbolenza risultante dalla maggiore volatilità sui mercati azionari. I tassi di interesse sugli investimenti creditizi di alta qualità da uno a tre anni stanno superando i rendimenti delle scadenze più lunghe. Di conseguenza, gli investitori focalizzati sul *carry* possono rimanere al sicuro su questi investimenti a breve scadenza, assumendo il rischio di reinvestimento ma evitando quello di *duration* (e torniamo alla volatilità menzionata nel primo paragrafo).

Un eccesso di prudenza anziché assumere troppi rischi sulla classe di attivi finanziari del reddito fisso è in genere sinonimo di una gestione oculata. Come team, abbiamo ridotto tatticamente l'esposizione ai segmenti più rischiosi del credito, nello specifico il debito subordinato, l'*high yield* ed il credito asiatico. Ancora una volta, non ci aspettiamo guadagni in conto capitale dal calo dei tassi o dalla compressione degli *spread*.

GRAFICO 3: EVOLUZIONE DELLA CURVA DEI CDS NEGLI STATI UNITI, PB



Nota: sono rimasti 9 paesi con *rating* AAA nel mondo, considerando le 3 agenzie di *rating*.
Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

Con la collaborazione
del team del Azioni

La stagione degli utili del primo trimestre del 2023 si è rivelata nel complesso soddisfacente e superiore alle attese. Tuttavia, questo elemento positivo sembra essere sottovalutato dagli investitori, apparentemente più concentrati sul rischio legato al tetto del debito USA. Inoltre, emerge una netta contrapposizione tra la Fed, che non prevede tagli dei tassi, la resilienza dei mercati azionari e le aspettative del mercato obbligazionario che incorporano tagli nel corso dell'anno.

STATI UNITI

Da inizio anno il mercato azionario statunitense è caratterizzato da un'altissima concentrazione delle performance, con le 15 maggiori capitalizzazioni che hanno contribuito al 97% del rendimento dell'indice S&P 500 (Grafico 4). In modo analogo, dal lancio di ChatGPT a novembre 2022, l'indice NYSE FANG+⁹ ha sovraperformato il Russell 2000 di oltre il 50%.

Nell'ultimo mese gli investitori hanno prestato molta attenzione ai risultati del primo trimestre del 2023. Si sono osservati diversi sviluppi positivi, tra cui utili superiori alle attese del mercato, una serie di previsioni positive da parte delle società e, infine, una prima revisione al rialzo delle attese da parte degli analisti. Tuttavia, la reazione dei corsi azionari a queste pubblicazioni di buona qualità è stata piuttosto deludente. Dobbiamo infatti tenere presente che gli utili trimestrali sono diminuiti di circa il 3% rispetto alla fine dell'anno. Questa stagione degli utili rafforza la nostra convinzione di privilegiare i titoli di qualità con bilanci sani e margini stabili.

Alcune società evocano infatti problemi di accesso al credito, mentre altre annunciano programmi di riacquisto di azioni poiché dispongono di abbondante liquidità.

EUROPA

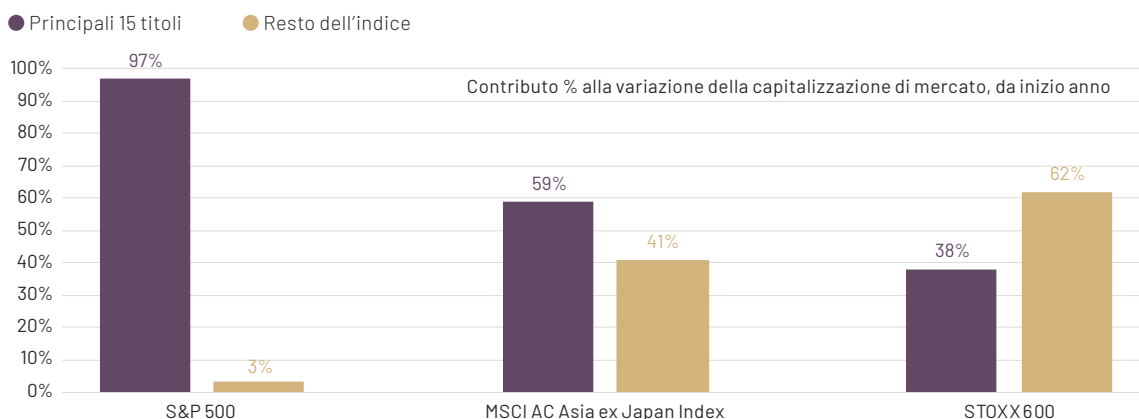
Nell'ultimo mese le azioni europee hanno continuato a sovraperformare quelle statunitensi. L'Area Euro è ancora sostenuta da diversi fattori, come i minori prezzi energetici e la riapertura cinese (sia direttamente, con la ripresa delle esportazioni verso la Cina, sia indirettamente, poiché molti investitori si sono esposti a tale dinamica tramite i titoli europei).

Sul fronte delle valutazioni, le azioni europee sono ancora interessanti, essendo scambiate ad uno sconto a livelli da record rispetto a quelle degli Stati Uniti. Inoltre, la stagione degli utili per il primo trimestre del 2023 che sta volgendo al termine si è rivelata soddisfacente, con la percentuale di società che ha comunicato vendite ed utili per azione (EPS) superiori alle attese in netto aumento.



INVESTITORI
particolarmente
attenti agli
UTILI PER
IL PRIMO
TRIMESTRE

GRAFICO 4: LE MEGACAP SONO LE CHIARE VINCITRICI



Nota: si segnala un'estrema divergenza delle performance, con il 97% del contributo alla variazione che proviene dai principali 15 titoli dell'indice S&P 500.
Fonti: Goldman Sachs, Indosuez Wealth Management.

9 - Indice che comprende i titoli di quattro grandi società tecnologiche americane: Meta (ex Facebook), Amazon, Netflix ed Alphabet/Google.



Oltre l'80% delle società comprese nello STOXX 600 ha finora pubblicato gli utili per il primo trimestre del 2023 e, di esse, il 70% ha oltrepassato le stime del mercato sugli EPS (ben al di sopra dal 55% circa del trimestre precedente). Nel complesso, gli utili hanno sorpreso positivamente del 10%. Rimaniamo costruttivi sulle azioni dell'Area Euro e continuiamo a privilegiare i nomi di qualità, tipici di una parte del mercato dell'Area Euro che si trova in settori come il lusso o la sanità.

MERCATI EMERGENTI

Finora il 2023 si è rivelato un anno molto volatile per i mercati azionari asiatici. In questo frangente, l'incertezza e le inquietudini restano elevate nella regione. Le persistenti tensioni tra Stati Uniti e Cina sono un'altra fonte di preoccupazione per gli investitori globali. Attualmente in Cina vi è una forte disconnessione tra i fondamentali economici e societari effettivi e la performance reale del mercato azionario. Riteniamo che si tratti di un fenomeno passeggero. Gli investitori locali cinesi devono ancora impiegare completamente i risparmi in eccesso e tornare sui mercati azionari. Il modo in cui gli investitori occidentali percepiscono i rischi legati alla Cina resta penalizzante sul breve termine. Per superare questo scetticismo sembra necessario un ulteriore miglioramento dei dati effettivi.

Al momento, preferiamo sempre la Cina tra i mercati azionari asiatici per il 2023, alla luce di valutazioni interessanti, un notevole rimbalzo economico ed una spesa al consumo potenzialmente massiccia (forte sostegno ai risparmi e ciclo del credito) che deve ancora materializzarsi in tutti i sotto-segmenti dei consumi. Ciononostante, in questa fase occorre che il *sentiment* dei consumatori continui a migliorare.

STILE D'INVESTIMENTO

Puntiamo ancora sui titoli di qualità, che tendono a sovraperformare sia nei periodi in cui la Fed raggiunge il picco dei tassi sia in presenza di rischi elevati sul tetto del debito USA.

Dopo la forte sottoperformance dello stile *Value* rispetto a quello *Growth* nel primo trimestre del 2023, la performance relativa è ora più circoscritta all'interno di un *range*. Ci aspettiamo ancora un deciso rimbalzo dei titoli *Value*, che sfrutteremo per prendere profitto e rafforzare l'esposizione agli omologhi *Growth*. Tra questi ultimi, privilegiamo sempre le società grandi e redditizie, esposte all'intelligenza artificiale (IA) o con modelli di *business* legati agli abbonamenti, suscettibili di beneficiare dei minori tassi di interesse a lungo termine e che non hanno bisogno di credito.



Maxime GARCIA
Investment Strategist

Sebbene il dollaro USA possa mostrare una certa resistenza nel breve periodo, restiamo costruttivi sul *trend* di lungo termine del rapporto EUR/USD, poiché i differenziali dei tassi dovrebbero volgere a favore dell'euro. Dollaro australiano e yuan cinese restano strettamente correlati alla riapertura della Cina. Franco svizzero, oro e yen giapponese dovrebbero beneficiare delle incertezze macroeconomiche.



Sul lungo termine la fase di **DEBOLEZZA DEL DOLLARO** resta intatta

DOLLARO USA

Resistenza sul breve termine

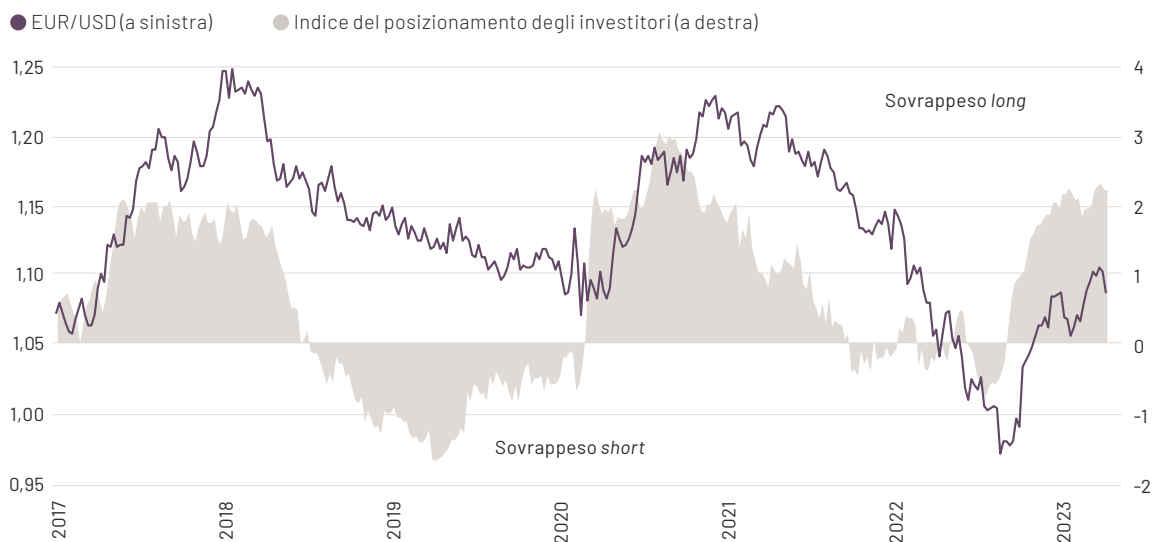
Nelle prossime settimane il dollaro potrebbe ritrovare vigore, grazie ad un *momentum* macro positivo. Questo potrebbe comportare una rivalutazione delle aspettative sui tassi della Fed dopo l'aggressivo taglio scontato dal mercato da marzo. Lo status di valuta rifugio del biglietto verde è ancora offuscato dai timori per le banche regionali statunitensi ed il tetto del debito. Tuttavia, la storia insegna che il raggiungimento di un'intesa od una sospensione temporanea del tetto potrebbero sostenere il dollaro, la cui debolezza sul lungo termine resta però intatta.

EURO

La moneta unica perde slancio

L'euro potrebbe perdere terreno nel breve termine, poiché molte buone notizie sono già scontate. Con il tasso di cambio nominale effettivo vicino ai massimi storici ed un forte sovrappeso long degli investitori sulla valuta (Grafico 5), il potenziale di rialzo sembra per ora esaurito. Inoltre, le sorprese meno negative negli Stati Uniti dovrebbero pesare sull'EUR/USD nel breve periodo. In prospettiva, manteniamo il nostro obiettivo di 1,08-1,12 sull'euro, con una BCE più aggressiva che sosterrrebbe la valuta rispetto al dollaro mentre il differenziale dei tassi volge a favore della moneta unica. Non è escluso che l'euro rompa il *range* per salire a quota 1,15 o persino più in alto, ma per tale scenario, servirebbe una Fed molto più accomodante.

GRAFICO 5: AMPIO SOVRAPPESO DEGLI INVESTITORI SULL'EURO



Fonti: Bloomberg, CACIB, Indosuez Wealth Management.

DOLLARO AUSTRALIANO

Dinamiche inflazionistiche e riapertura cinese

Dopo la pausa di aprile, la Reserve Bank of Australia (RBA) ha sorpreso innalzando il tasso di interesse di 25 pb, ed i mercati assegnano ora una probabilità del 50% circa ad un ulteriore rialzo entro agosto dal 3,85% al 4,10%. La banca centrale intende riportare l'inflazione in un intervallo del 2-3% entro un periodo ragionevole (7% nel primo trimestre dopo un picco del 7,9%). Le importazioni cinesi dall'Australia si confermano solide (+22% su base annua rispetto al -7,9% delle importazioni cinesi totali ad aprile). La Cina resta un importante acquirente delle materie prime australiane, come minerale di ferro e carbone. A meno di una brusca contrazione, il calo del dollaro australiano risulta limitato. Il supporto si colloca vicino a 0,6630 prima del rialzo della RBA, con un livello critico di 0,6560, il punto di svolta del recente *double bottom*.

YUAN CINESE

Luci ed ombre

Lo yuan cinese è attualmente sotto pressione sul breve termine poiché i mercati temono che la riapertura nazionale esaurisca il proprio slancio. I servizi sono trainati dalla domanda frenata dei consumatori, ma l'attività industriale deve far fronte ad avversità esterne più significative. La Banca Popolare Cinese resta accomodante, ma per ora non sono stati annunciati ulteriori stimoli. Tuttavia, rimaniamo positivi sul lungo termine con il rapporto USD/CNY tra 6,8-6,6 nel 2023/24, sospinto da un'economia che mostra le migliori previsioni sulla crescita globale per il 2023.

FRANCO SVIZZERO

Il vigore dovrebbe persistere

Il franco svizzero ha conseguito una robusta performance da inizio anno, nonostante le turbolenze di Credit Suisse. Sebbene ciò riduca il potenziale di ulteriori guadagni sul breve termine, ci aspettiamo

che il vigore del franco svizzero persista, sostenuto da nuovi rialzi dei tassi ed interventi valutari, poiché l'inflazione *core* resta ben al di sopra dell'obiettivo della BNS. In un contesto caratterizzato da molte incertezze, inoltre, il suo status di valuta rifugio rimane interessante. Prevediamo che il rapporto EUR/CHF sia scambiato tra 0,97 e la parità, mentre quello USD/CHF intorno a 0,90.

YEN GIAPPONESE

In attesa di una svolta della politica monetaria

Il nuovo governatore si è impegnato a mantenere un approccio accomodante, subordinando qualsiasi cambiamento nel controllo della curva dei rendimenti alla tendenza di fondo dell'inflazione. Questo discorso ha esercitato una pressione al ribasso sullo yen. Tuttavia, dati i crescenti timori di recessione negli Stati Uniti ed un'inflazione *core* che accelera nel paese asiatico, la politica monetaria della Banca del Giappone sarà rivista nei prossimi mesi. Manteniamo una visione positiva a medio termine sullo yen, che dovrebbe riacquistare il suo *appeal* di valuta rifugio.

ORO

Una domanda ancora robusta

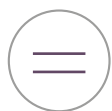
Nonostante la correzione dai recenti massimi di circa 2.070 dollari l'oncia raggiunti ad inizio maggio, il metallo giallo si mantiene vicino a livelli storicamente elevati ed il suo *trend* rialzista nel lungo periodo resta intatto, sostenuto dai rischi che gravano sull'economia statunitense. I timori per una recessione e per il tetto del debito statunitense potrebbero infatti consentire all'oro di restare in prossimità dei suoi massimi. In caso di *default* degli Stati Uniti, gli analisti di Bank of America prevedono per quest'anno un prezzo vicino a 2.500 dollari l'oncia. D'altro canto, alla luce di prezzi storicamente alti, alcune banche centrali emergenti che avevano puntato sull'oro per ragioni strategiche/geopolitiche potrebbero effettivamente interrompere gli acquisti, riducendo così il potenziale di rialzo.



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager



NESSUNA
VARIAZIONE
dello scenario
generale
per l'Area Euro

SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** crescita globale modesta nel 2023, trainata dai mercati emergenti, in particolare dalla Cina. La crescita degli Stati Uniti continua a rallentare, con due trimestri di contrazione previsti nella seconda metà del 2023, seguiti da un lieve rimbalzo nel 2024. Riguardo all'Area Euro, nessuna variazione dello scenario generale ma una maggiore divergenza, con l'Europa meridionale sostenuta dalla ripresa dei servizi.
- **Inflazione:** nelle economie avanzate è in corso una disinflazione, soprattutto sul fronte industriale (grazie alla distensione nelle *supply chain*), mentre l'inflazione dei beni di prima necessità, energia e generi alimentari inizia a mostrare segni di cedimento. Al contrario, l'inflazione dei servizi dovrebbe persistere fino a quando non si interrompe la dinamica salariale, giustificando la forma a radice quadrata del percorso di inflazione previsto.
- **Banche centrali:** non crediamo allo scenario del mercato (un cambio di rotta della Fed entro l'estate del 2023), ma puntiamo piuttosto su una stabilizzazione dei tassi di interesse per un periodo più prolungato. Le recenti turbolenze bancarie negli Stati Uniti hanno riportato in primo piano la stabilità finanziaria, al momento tra gli aspetti di maggiore rilevanza per la Fed. La BCE non ha ancora concluso il suo ciclo rialzista ed a giugno dovrebbe procedere ad un ulteriore rialzo di 25 pb.
- **Utili:** durante la stagione degli utili per il primo trimestre del 2023 le società hanno mostrato una pregevole solidità, con sorprese positive. Tuttavia, non sono state premiate dai mercati. Nel frattempo, le previsioni sembrano superiori alla media, ma permane il rischio che le società non siano in grado di mantenere margini elevati in futuro.
- **Ambiente di rischio:** aumentano le probabilità dello scenario di rischio alternativo, in seguito alle ricadute delle recenti turbolenze bancarie (anche se lo stress è diminuito), che hanno deteriorato le condizioni di prestito ed indotto il mercato a concentrarsi maggiormente sul tetto del

debito USA. I rischi esterni, in particolare quelli geopolitici, rimangono al contempo elevati. Il basso livello dell'indice di volatilità azionaria fa propendere verso ulteriori strategie opzionali, sia per proteggersi dal ribasso che per rafforzare la partecipazione al rialzo.

CONVINZIONI DI ALLOCAZIONE

Azioni

- Approccio nel complesso neutrale sulle azioni, ma lieve sottopeso tattico alla luce del rimbalzo dei mercati europei negli ultimi due trimestri, della stagionalità ora sfavorevole e della mancanza di chiari elementi di sostegno per un ulteriore rialzo, con conseguente riduzione dell'asimmetria rischio/rendimento. Siamo comunque pronti ad utilizzare le riserve di liquidità in caso di correzione del mercato.
- In questo frangente, il quadro per le azioni dei mercati sviluppati risulta incerto, con le future prospettive macroeconomiche più deboli compensate dai pregevoli fondamentali societari. Nonostante sia stata finora poco ricercata dagli investitori globali, la Cina resta una forte convinzione, in particolare le azioni nazionali. Questo segmento appare interessante in un'ottica di valutazioni e dovrebbe beneficiare del rimbalzo economico in atto e della ripresa dei consumi.
- In questo difficile contesto macroeconomico, è opportuno privilegiare le società *Quality* con un'elevata visibilità sugli utili. Lo stile *Growth* potrebbe patire l'aumento dei tassi sul breve termine ma, con l'avvicinarsi della fine della stretta, un consolidamento dei titoli tecnologici potrebbe fornire interessanti punti di ingresso. Dal suo canto, l'ascesa dell'intelligenza artificiale dovrebbe continuare a favorire questo stile d'investimento. Restiamo prudenti sui titoli a piccola e media capitalizzazione, poiché tendono ad essere più correlati al ciclo economico.

Reddito fisso

- Sottopeso in termini di *duration* mantenuto; i rischi sui tassi di interesse sono ancora orientati al rialzo finché le dinamiche dell'inflazione *core* restano distanti dagli obiettivi delle banche centrali. L'effetto di decorrelazione tra titoli di Stato ed attivi rischiosi sembra limitato rispetto alla liquidità.
- Pertanto, preferiamo la parte corta della curva dei rendimenti su entrambe le sponde dell'Atlantico, poiché offre un *carry* interessante, mentre la parte più lunga è penalizzata da una maggiore volatilità e potrebbe risentire della ricostituzione del premio a termine.
- Continuiamo a trovare valore nelle strategie basate sull'irripidimento della curva dei rendimenti statunitense: il livello di inversione è straordinariamente elevato rispetto ai dati storici ed offre a queste strategie un significativo potenziale di rialzo in caso di normalizzazione, fornendo al contempo un *carry* positivo senza rischio di *duration* ed una copertura macro in presenza di una correzione economica più pronunciata.
- Nell'ambito del credito, privilegiamo l'*investment grade* (IG) a breve termine rispetto all'*high yield* (HY), in seguito al deterioramento delle condizioni di finanziamento per gli emittenti. Abbiamo rivisto al ribasso la nostra raccomandazione sull'IG statunitense, poiché la ripresa del rendimento rispetto alla liquidità è ora meno interessante.

Mercati dei cambi

- Dopo due trimestri di sovraperformance rispetto al dollaro USA, l'ascesa dell'euro potrebbe affievolirsi nel prossimo futuro, sulla scia di sorprese macroeconomiche meno negative negli Stati Uniti ed un sovrappeso degli investitori globali. Sul lungo termine, una BCE più aggressiva è ovviamente un fattore di sostegno.
- Una recente dichiarazione del nuovo governatore della Banca del Giappone ha messo sotto pressione lo yen giapponese, e i potenziali cambiamenti del nuovo governatore sul controllo della curva dei rendimenti sembrano essere stati anticipati. Tuttavia, le dinamiche di fondo dell'inflazione giapponese potrebbero indurre la Banca centrale ad agire e ad essere più esplicito su un potenziale cambiamento di politica che sosterebbe la valuta.

- Sebbene l'aumento dei tassi di interesse possa pesare sul prezzo dell'oro nel breve periodo, rimaniamo costruttivi per ragioni strutturali (continui acquisti da parte delle banche centrali) e per il suo ruolo di protezione nei portafogli.

CONVINZIONI CHIAVE

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.



DATI AGGIORNATI AL 19 MAGGIO 2023

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	3,67%	10,08	-20,22
Francia 10A	3,00%	-3,90	-10,40
Germania 10A	2,43%	-5,40	-14,00
Spagna 10A	3,47%	-4,70	-18,00
Svizzera 10A	1,03%	-10,90	-58,80
Giappone 10A	0,39%	-7,40	-2,10

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	36,57	2,04%	5,36%
Titoli di Stato in EUR	195,78	0,56%	1,62%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	201,27	0,67%	4,00%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	306,62	-0,54%	3,34%
Titoli di Stato USA	301,31	-0,16%	2,01%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	43,10	-0,76%	0,80%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9721	-0,87%	-1,76%
GBP/USD	1,2445	0,10%	3,00%
USD/CHF	0,8997	0,83%	-2,68%
EUR/USD	1,0805	-1,65%	0,93%
USD/JPY	137,98	2,85%	5,23%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	16,81	0,04	-4,86

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	4.191,98	1,41%	9,18%
FTSE 100 (Regno Unito)	7.756,87	-1,99%	4,09%
STOXX Europe 600	468,85	-0,03%	10,35%
Topix	2.161,69	6,22%	14,27%
MSCI World	2.842,76	0,70%	9,22%
Shanghai SE Composite	3.944,54	-2,18%	1,88%
MSCI Emerging Markets	977,24	-0,36%	2,18%
MSCI Latam (America Latina)	2.299,84	3,16%	8,06%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	188,13	-2,84%	-2,01%
MSCI Asia Ex Japan	628,46	-0,82%	1,49%
CAC 40 (Francia)	7.491,96	-1,12%	15,73%
DAX (Germania)	16.275,38	2,48%	16,89%
MIB (Italia)	27.520,33	-0,81%	16,09%
IBEX (Spagna)	9.251,50	-1,74%	12,42%
SMI (Svizzera)	11.571,16	0,96%	7,85%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.629,00	-6,40%	-11,38%
Oro (USD/Oncia)	1.977,81	-0,26%	8,43%
Greggio WTI (USD/Barile)	71,55	-8,12%	-10,85%
Argento (USD/Oncia)	23,92	-4,54%	-0,50%
Rame (USD/Tm)	8.251,50	-6,17%	-1,44%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	2,59	15,76%	-42,23%

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

RENDIMENTI MENSILI DEGLI INVESTIMENTI, ESCLUSI I DIVIDENDI

● FTSE 100 ● Topix ● MSCI World ● MSCI EMEA ● MSCI Emerging Markets
● STOXX Europe 600 ● S&P 500 ● Shanghai SE Composite ● MSCI Latam ● MSCI Asia Ex Japan

	FEBBRAIO 2022	MARZO 2023	APRILE 2023	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (19 MAGGIO 2023)
MIGLIORI	1,74%	3,51%	1,46%	6,22%	14,27%
	1,35%	3,29%	3,13%	3,16%	10,35%
	0,91%	2,83%	1,92%	1,41%	9,22%
	-2,10%	2,73%	2,69%	0,70%	9,18%
	-2,53%	0,51%	1,59%	-0,03%	8,06%
	-2,61%	0,36%	-0,54%	-0,36%	4,09%
	-4,41%	0,04%	-1,34%	-0,82%	2,18%
	-6,36%	-0,46%	1,63%	-1,99%	1,88%
	-6,54%	-0,71%	3,48%	-2,18%	1,49%
PEGGIORI	-6,86%	-3,10%	-2,19%	-2,84%	-2,01%

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



AIE: Agenzia internazionale dell'energia.

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

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

BLS: Bureau of Labor Statistics.

BNEF: Bloomberg New Energy Finance.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FMI: Fondo monetario internazionale.

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

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

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

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

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

IPCC: Gruppo intergovernativo sul cambiamento climatico.

IRENA: Agenzia internazionale per le energie rinnovabili.

ISM: Insitute for Supply Management.

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

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

OCSE: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico.

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

OMC: Organizzazione Mondiale del Commercio.

OPEC: Organizzazione dei paesi produttori di petrolio.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SRI: Investimenti sostenibili e responsabili.

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

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

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

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

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

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

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

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

DICHIARAZIONE DI ESCLUSIONE DI RESPONSABILITÀ

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- **in Francia:** la presente pubblicazione è distribuita da CA Indosuez, società anonima con capitale di 584.325.015 euro, istituto di credito e broker assicurativo, iscritta nel Registro degli intermediari assicurativi con il numero 07 004 759 e nel Registro di commercio e delle società di Parigi con il numero 572 171 635, con sede legale in 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 Parigi e supervisionata dall'Autorità francese di controllo prudenziale e di risoluzione e dall'Autorità francese dei mercati finanziari;
- **in Lussemburgo:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe), società per azioni (société anonyme) di diritto lussemburghese con capitale di 415.000.000 euro e sede sociale in 39 allée Scheffer L-2520 Lussemburgo, immatricolata presso il Registro delle Società del Lussemburgo con il numero B91.986, operante come istituto di credito con sede in Lussemburgo sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF).
- **in Spagna:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe) Sursucal en Espana, operante sotto la supervisione del Banco de Espana (www.bde.es) e della Commissione Nazionale del Mercato Azionario (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), come filiale di CA Indosuez Wealth (Europe), istituto di credito debitamente registrato in Lussemburgo e operante sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF). Indirizzo: Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Spagna), registrata presso il Banco de Espana con il numero 1545. Immatricolata presso il Registro del Commercio e delle Società di Madrid con il numero T 30.176.F.1.S.8, H.M-543170, CIF (Codice di identificazione fiscale): W-0182904-C.

- **in Belgio:** l'Opuscolo è distribuito dalla filiale per il Belgio di CA Indosuez Wealth (Europe), con sede al 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgio, immatricolata presso il Registro delle Società di Bruxelles con il numero 0534 752 288, registrata nel Banque-Carrefour des Entreprises (database delle aziende belghe) con partita IVA n. 0534.752.288 (RPM Brussels), filiale di CA Indosuez Wealth (Europe), società con sede sociale in 39 allée Scheffer L-2520 Lussemburgo, immatricolata presso il Registro delle Società del Lussemburgo con il numero B91.986 e operante come istituto di credito autorizzato con sede in Lussemburgo sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF).
- **in Italia:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe), Italy Branch con sede in Piazza Cavour 2, Milano, Italia, iscritta all'Albo delle Banche n. 8097, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano, Monza Brianza e Lodi n. 97902220157;
- **nell'Unione europea:** l'Opuscolo può essere distribuito da Entità di Indosuez Wealth Management autorizzate a tale scopo nell'ambito della Libera prestazione di servizi;
- **nel Principato di Monaco:** l'Opuscolo è distribuito da CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1^{er} - 98000 Monaco, iscritta nel Registro di commercio e dell'Industria del Principato di Monaco con il numero 56S00341, certificazione: EC/2012-08;
- **in Svizzera:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Geneva e da CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano e dalle loro filiali e/o agenzie svizzere. L'Opuscolo costituisce materiale di marketing e non costituisce il prodotto di un'analisi finanziaria nell'accezione delle direttive dell'Associazione Svizzera dei Banchieri (ASB) in relazione all'indipendenza delle analisi finanziarie ai sensi del diritto svizzero. Di conseguenza, tali direttive non sono applicabili all'Opuscolo;
- **a Hong Kong Regione amministrativa speciale:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. Nessuna delle informazioni contenute nell'Opuscolo costituisce una raccomandazione d'investimento. L'Opuscolo non è stato sottoposto alla Securities and Futures Commission (SFC) né a qualsivoglia altra autorità di regolamentazione di Hong Kong. L'Opuscolo ed i prodotti menzionati al suo interno non sono stati autorizzati dalla SFC nell'accezione di cui alle sezioni 103, 104, 104A o 105 della Securities and Futures Ordinance (Cap. 571)(SFO);
- **a Singapore:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapore 068912. A Singapore, l'Opuscolo è destinato ovvero a investitori accreditati, investitori istituzionali o investitori esperti, secondo la definizione del Securities and Futures Act 2001 di Singapore. Per qualsiasi domanda relativa all'Opuscolo, i destinatari a Singapore possono contattare CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch;
- **nel DIFC:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, filiale per il DIFC (Dubai International Financial Centre), Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai, società degli EAU regolamentata dall'Autorità di vigilanza sui servizi finanziari di Dubai ("DFSA"). Il presente Opuscolo è rivolto unicamente a clienti professionali e/o controparti di mercato e nessun altro soggetto dovrebbe agire in base ai medesimi. I prodotti o servizi finanziari cui la presente pubblicazione fa riferimento saranno resi disponibili esclusivamente a clienti che soddisfano i requisiti di cliente professionale e/o controparte di mercato previsti dalla DFSA. L'Opuscolo è fornito unicamente con finalità informative. Non deve essere interpretata come un'offerta di acquisto o vendita né come sollecitazione di un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari o di partecipazione ad alcuna particolare strategia di trading in qualunque giurisdizione;
- **negli EAU:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Ufficio di rappresentanza, Zayed - The 1st Street - Al Muhairy Center, Office Tower, 5th Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Emirati Arabi Uniti. CA Indosuez (Switzerland) SA opera negli Emirati Arabi Uniti (EAU) tramite il suo ufficio di rappresentanza, sottoposto all'autorità di vigilanza della banca centrale degli EAU. Ai sensi delle norme e dei regolamenti applicabili negli EAU, l'ufficio di rappresentanza di CA Indosuez (Switzerland) SA non può espletare alcuna attività bancaria. L'ufficio di rappresentanza può unicamente commercializzare e promuovere le attività ed i prodotti di CA Indosuez (Switzerland) SA. L'Opuscolo non costituisce un'offerta rivolta a un particolare soggetto o al pubblico generale, né un invito a presentare un'offerta. Esso è distribuito su base privata e non è stato rivisto o approvato dalla banca centrale degli EAU né da altre autorità di regolamentazione degli Emirati Arabi Uniti;
- **altri paesi:** la distribuzione della presente pubblicazione potrebbe inoltre essere limitata da leggi e regolamenti in vigore in altri paesi. I soggetti in possesso della presente pubblicazione devono informarsi sulle eventuali restrizioni legali e rispettarle.

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

© 2023, CA Indosuez (Switzerland) SA - Tutti i diritti riservati.

Crediti fotografici: Getty Images.

Finito di redigere il 19.05.2023.

