

MONTHLY HOUSE VIEW

Maggio 2022

Focus

Regno Unito: non tutto il male viene per nuocere

• Sommario

01• Editoriale	P3
ALLA RICERCA DI RENDIMENTI RESILIENTI	
02• Focus	P4
REGNO UNITO: NON TUTTO IL MALE VIENE PER NUOCERE	
03• Macroeconomia	P6
È VICINA UNA SVOLTA?	
04• Reddito fisso	P8
IL RENDIMENTO A BREVE TERMINE AMERICANO È TORNATO IN AUGE	
05• Azioni	P10
UN NUOVO REGIME DI MERCATO PIÙ VOLATILE	
06• Cambi	P12
MERCATI IN BALIA DELL'INFLAZIONE	
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

VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

Cari Lettori,

Nelle scorse settimane i mercati sono passati con rapidità dal timore per una correzione causata dallo scoppio del conflitto in Ucraina alla paura di un'inflazione persistentemente elevata, tale da indurre le banche centrali ad accelerare gli aumenti dei tassi. Le curve dei rendimenti riflettono con precisione il rischio di un rallentamento indotto da un'impennata dell'inflazione, con un conseguente ciclo rialzista aggressivo ma di breve durata, seguito da tagli a partire dal 2024 se non prima.

In un simile contesto gli investitori potrebbero perdere l'orientamento. In primo luogo, perché devono imparare a mettere da parte le performance nominali e concentrarsi invece sulla ricerca di rendimenti reali positivi al netto dell'inflazione prevista nei prossimi anni. In secondo luogo perché questi rendimenti futuri si basano su ipotesi di crescita e margini mandate in frantumi dallo scenario emergente. Infine, perché nell'attuale congiuntura il ricorso a *benchmark* ed alla gestione passiva degli indici è di scarsa utilità, in particolare quando i mercati azionari ed obbligazionari inviano segnali alquanto contrastanti, tra resilienza della crescita e dei margini da un lato e rischio di recessione dall'altro.

Cambiare mentalità può rivelarsi difficile per gli investitori. Potrebbero dover abbandonare lo stile d'investimento vincente nell'ultimo decennio (azioni *Growth*) ed assumersi tutte le conseguenze della nuova strategia, abbandonando al contempo il quadro impiegato negli scorsi anni ed esemplificato da tassi di interesse non più in territorio negativo. Le banche centrali hanno rivisto i loro modelli nell'arco di qualche settimana e hanno posto la lotta all'inflazione in cima alle proprie priorità. Il "*Greenspan put*" è ormai un lontano ricordo e, in questo frangente, le banche centrali forniranno ai mercati un minore sostegno. La riduzione del bilancio della Fed presenta molte incognite; al riguardo sono disponibili pochi precedenti nella storia monetaria. Questo rende difficile immaginare tassi a lungo termine su livelli molto diversi da quelli del periodo iniziato con la pandemia.

Cambiare mentalità può anche essere svantaggioso sul breve periodo, sia da un punto di vista psicologico (mettere in dubbio convinzioni ed abitudini suffragate da 10 anni di performance) sia finanziario (ammettere che è giunta l'ora di vendere posizioni in perdita in vista di un riposizionamento), ma redditizio nel lungo periodo. Per quanto l'odierno contesto differisca sotto molteplici aspetti da quello degli anni Settanta, non è ancora chiaro come identificare le classi di attivi finanziari che meglio sapranno resistere ad un regime inflazionistico più sostenuto di quello atteso dal consenso.

Le azioni con elevati dividendi ed il debito *high yield* sembrano essere i principali indiziati. Nei prossimi cinque anni i loro rendimenti dovrebbero superare l'inflazione media. Tuttavia, le imprese capaci di assicurare la durata, la sostenibilità e la crescita di questi rendimenti, senza essere penalizzate dal declino dei margini, da un debito eccessivo o da esigenze di investimenti non autofinanziati, mancano tuttora all'appello. Tale analisi incentrata su resilienza e qualità dovrebbe permettere ai portafogli di comportarsi bene in tutti gli scenari, come un'imbarcazione progettata per navigare in acque tranquille come pure in mare mosso. Nell'universo delle obbligazioni *corporate*, è ancora necessario dare prova di selettività, in ragione dello *shock* energetico asimmetrico che ha messo a nudo la forte dipendenza dal gas russo di alcuni Paesi e settori.

La ricerca di rendimenti intrinseci resilienti nel medio periodo, perseguibile a prescindere dal quadro economico o monetario, dovrebbe quindi avere la precedenza sulla ricerca di performance degli indici nell'immediato futuro. Quest'ultima è maggiormente influenzata dalla direzione che seguono sul breve termine gli indici di fiducia, i rischi geopolitici e le comunicazioni delle banche centrali. Il primo banco di prova sarà la stagione degli utili, in programma nel mese e preceduta da revisioni delle attese sorprendentemente positive nonostante il difficile contesto per le società.

Il Regno Unito trae beneficio dal suo status di isola con una migliore diversificazione dei produttori di energia ed una banca centrale libera di agire sull'inflazione. Tuttavia, non è affatto immune da una crisi energetica ed i compromessi di politica tra crescita ed inflazione permangono molto complicati. Non va però sottovalutato il fatto che la performance delle azioni britanniche è ampiamente svincolata dall'economia nazionale.

L'ECONOMIA BRITANNICA NON È ANCORA FUORI PERICOLO

Dopo una delle peggiori contrazioni della storia nel 2020 (-9,3%) ed una solida ripresa nel 2021 (+7,4%), l'economia britannica dovrebbe crescere di poco meno del 4% nel 2022. Con le restrizioni sanitarie ormai completamente revocate, il PMI dei servizi è salito a 62,6, sopravanzando persino la performance stellare dell'omologo francese a marzo (57,4) e l'indicatore statunitense (58). Questa tendenza avrà però vita breve, poiché i consumatori britannici pagano le conseguenze della crisi energetica. Anche se il Regno Unito è relativamente indipendente dalla Russia in termini di importazioni (il 30% del petrolio ed il 74% del gas provengono dalla Norvegia), un mix di fattori antecedenti la guerra, tra cui l'impatto dei lockdown sui lavori di manutenzione nel Mare del Nord, ha causato un balzo dei costi all'ingrosso ancor prima che iniziassero le ostilità.

Inoltre, già prima del conflitto russo-ucraino l'inflazione nel Regno Unito si attestava sui massimi storici e, a differenza dell'Area Euro, è piuttosto generalizzata (Grafico 1).

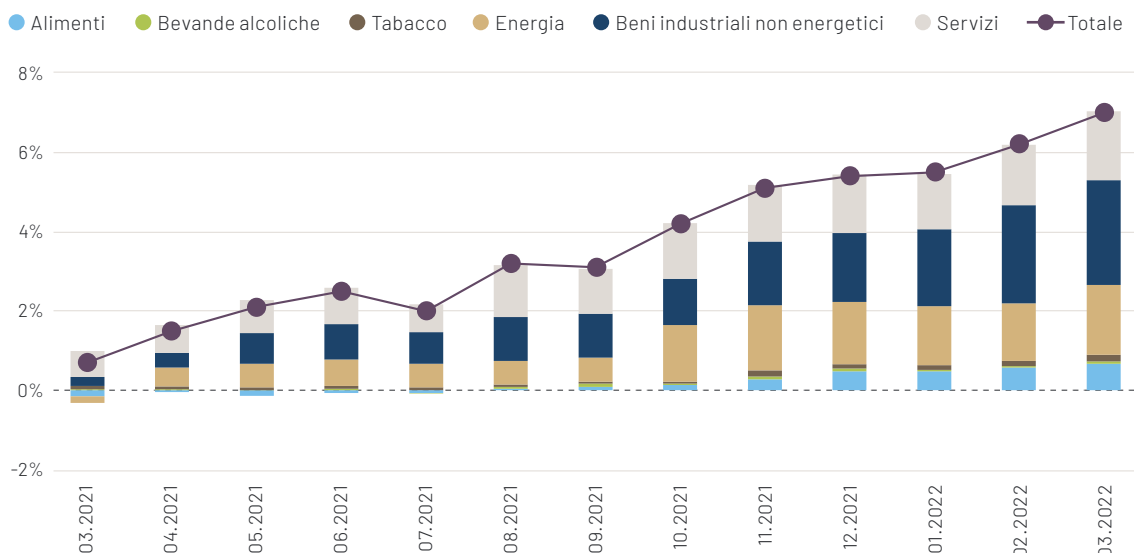
A marzo è salita al 7% su base annua (1% su base mensile), con le spese abitative che hanno registrato il maggiore rialzo, trainate dai crescenti prezzi dell'energia. Questi ultimi proseguiranno verosimilmente la loro corsa ad aprile, poiché il tetto alle tariffe del gas dell'OFGEM, l'autorità di regolamentazione per il settore energetico, sarà incrementato nel mese. Tali incrementi dei prezzi ed un tasso di disoccupazione storicamente contenuto (3,8%) hanno sospinto in maniera indiretta gli stipendi verso l'alto (+5,4% a febbraio per la media mobile a tre mesi). Le retribuzioni non hanno però tenuto il passo dell'inflazione poiché, nello stesso periodo, gli stipendi reali sono rimasti indietro dell'1%. Secondo uno studio di Euler Hermes, le bollette energetiche più care per nucleo familiare rispetto a prima del conflitto si sono tradotte nel Regno Unito in una perdita di reddito disponibile del -2% (contro -1,5% in Germania e -1% in Francia, Italia e Spagna). Questo è particolarmente vero per i lavoratori a basso reddito, categoria già gravata dall'aumento più significativo del debito familiare durante la pandemia. Per tale motivo, i consumi privati del Regno Unito devono ancora ritornare ai livelli pre-COVID-19.



Il reddito
disponibile
diminuirà del

2%
NEL 2022

GRAFICO 1: CONTRIBUTO ALL'INFLAZIONE BRITANNICA (IPC). SU BASE ANNUA, %



Fonti: Office for National Statistics, Indosuez Wealth Management.

BANCA D'INGHILTERRA: LIBERTÀ DI AZIONE

La Banca d'Inghilterra (BoE) risente in minore misura del potenziale rischio di una frammentazione finanziaria rispetto alla Banca Centrale Europea (BCE), sempre attenta ed in ansia per le ricadute di una stretta troppo veloce sul fragile debito italiano. In questo contesto, la BoE ha proceduto al terzo rialzo consecutivo a marzo, con il mercato che si aspetta tassi al 2,5% entro marzo 2023. Mentre avvia il processo di *quantitative tightening* (QT), l'istituto ha anche reso noto che non intende reinvestire i proventi dei titoli di Stato in scadenza. Detto questo, dopo aver innalzato i tassi all'1%, la BoE potrebbe prendersi una pausa il prossimo mese, per permettere al Comitato di politica monetaria di valutare l'impatto dell'inasprimento sulla crescita. Stando al Fondo monetario internazionale (FMI), nel 2023 il Regno Unito dovrebbe essere al primo posto per l'inflazione (5,3%) ma all'ultimo per la crescita del PIL (1,3%) tra i Paesi del G7, sotto il peso di un minore reddito disponibile e di condizioni finanziarie più restrittive.

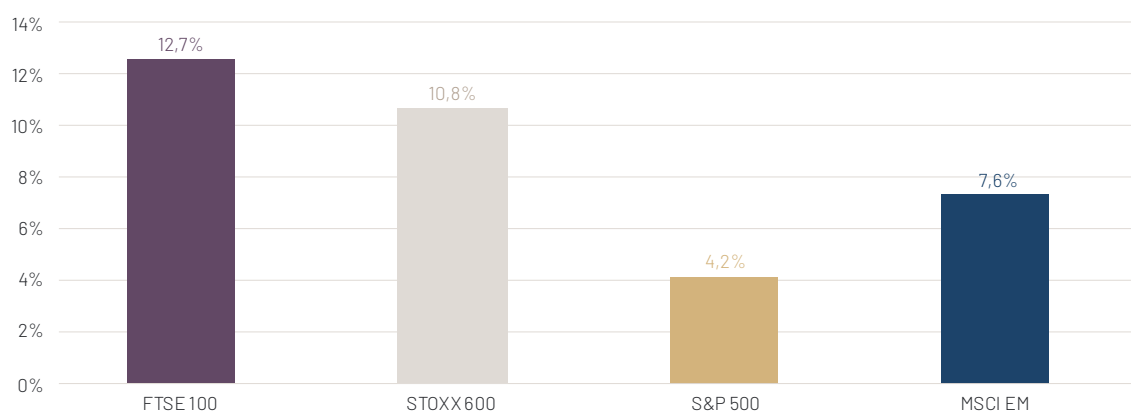
MERCATO AZIONARIO BRITANNICO: ENERGIA E QUALITY SINONIMO DI RENDIMENTI PIÙ ELEVATI

Nonostante il quadro macroeconomico cupo, è interessante notare che le azioni del Regno Unito sovraperformano ampiamente quelle del continente. Una dinamica ascrivibile a molteplici ragioni. Oltre ad essere meno vulnerabile allo scontro russo-ucraino e ad offrire opportunità di diversificazione negli attivi rischiosi, il mercato britannico appare persino più vantaggioso in un'ottica di fondamentali.

Da un lato, le azioni britanniche sono scambiate su valutazioni assolute e relative storicamente basse (11,8 rispetto ad una media decennale di 14,8), non essendo mai tornate ai livelli pre-Brexit (il che limita il rischio di un brusco *repricing* in caso di un'altra correzione globale sui listini azionari). Dall'altro, il principale indice azionario, il FTSE 100, beneficia della maggiore incidenza del settore energetico rispetto ad altri grandi indici (12,2% a fronte del 5,4% per l'EuroStoxx 50 e del 4,3% per il MSCI World). Tale caratteristica lo rende una valida copertura contro il rincaro delle materie prime. Inoltre, il regime inflazionistico ha favorito il posizionamento sullo stile *Quality* ed il tema del *pricing power*. Anche il settore farmaceutico, dallo spiccato carattere difensivo e legato a queste tematiche, è adeguatamente rappresentato nel FTSE 100 (11,7%). Al contrario, i settori più colpiti dall'ascesa dei costi di produzione (come l'industria) o dei tassi di interesse (ad esempio la tecnologia) hanno un peso inferiore rispetto ai primari indici europei.

In definitiva, la prevalenza di titoli *Value*, soprattutto energetici e *Quality*, si traduce in migliori prospettive sugli utili per le azioni britanniche nel 2022 (+13,7% atteso, in rialzo dell'8,9% dallo scorso mese) e dovrebbe continuare a sostenere il mercato, fintanto che non ci saranno errori di politica monetaria od ulteriori drastiche revisioni della crescita. In periodi segnati da un crescente rischio di stagflazione, i mercati che generano robusti rendimenti sono di norma ampiamente ripagati. Con uno dei rendimenti dei flussi di cassa disponibili più alti al mondo (Grafico 2), le azioni del Regno Unito esercitano una forte attrattiva e, se il rischio di stagflazione dovesse materializzarsi a livello globale, potrebbero continuare ad essere ricercate. Da questo punto di vista, l'erba del vicino d'oltremania potrebbe davvero essere più verde.

GRAFICO 2: I MERCATI AZIONARI BRITANNICI GENERANO UN ELEVATO RENDIMENTO DEI FLUSSI DI CASSA DISPONIBILI RISPETTO AD ALTRI GRANDI INDICI, %



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Ovunque nel mondo l'inflazione resta la principale inquietudine di investitori e consumatori. Dopo l'impennata delle materie prime all'inizio dell'anno, l'inflazione dovrebbe rimanere sostenuta, ma per altri motivi.

PREZZI DELLE MATERIE PRIME E RALLENTAMENTO IN CINA

Ad aprile i prezzi delle materie prime hanno cominciato a diminuire, pur rimanendo su valori storicamente elevati: il petrolio si è attestato in media a 106 dollari al barile nei primi 15 giorni del mese dopo i 112 di marzo, mentre il gas ha ceduto il 19% da inizio marzo, ma fa sempre segnare +40% rispetto al 31.12.2021. È ancora prematuro parlare di una svolta, poiché le materie prime restano molto sensibili al conflitto in Ucraina. Una magra consolazione anche per i consumatori, che scoprono gradualmente l'entità dell'impatto sulle loro bollette energetiche.

Tuttavia, con le previsioni di crescita tagliate in tutto il mondo (Grafico 3), la possibilità che i prezzi delle materie prime, soprattutto il petrolio, comincino a calare di pari passo con la domanda è sempre più concreta. Uno scenario particolarmente verosimile in seguito al recente rallentamento della Cina, dove le politiche zero-COVID si stanno rivelando più durature del previsto, rendendo di fatto impossibile raggiungere nel 2022 l'obiettivo di crescita del 5,5% (4,2% secondo le nostre stime). Su base mensile, le vendite al dettaglio cinesi sono calate dell'1,9% e la produzione industriale ha esibito un mero +0,4%.

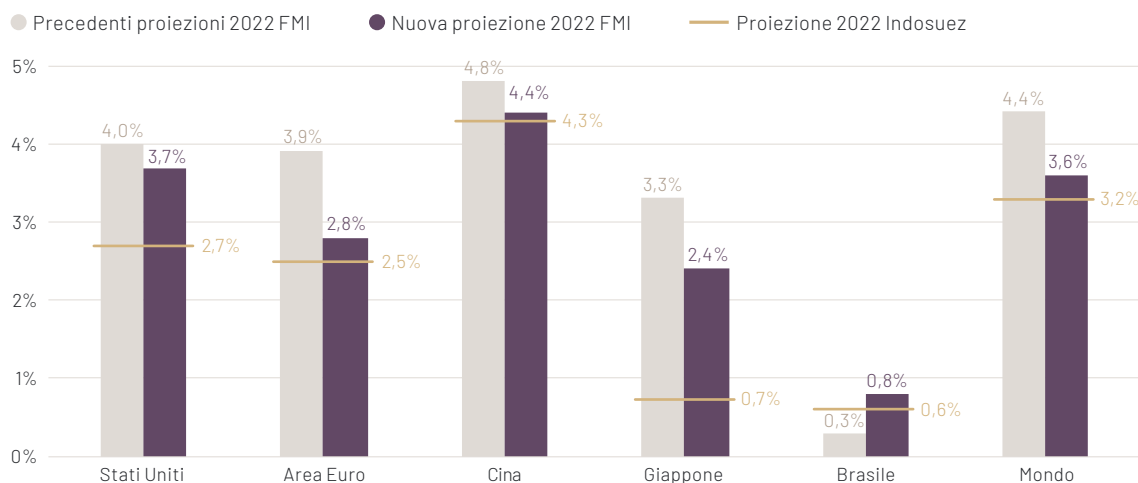
Dinamiche che hanno profonde implicazioni anche per gli altri mercati emergenti, soprattutto per i Paesi esportatori di materie prime come il Brasile. Quest'ultimo ha tratto vantaggio dai crescenti prezzi di petrolio e soia, ma le esportazioni patiranno la più debole domanda cinese. Nel complesso, il 32% delle esportazioni brasiliane è destinato alla Cina, di cui quasi l'80% di soia ed il 65% di petrolio. A marzo il Giappone ha registrato un forte disavanzo della bilancia commerciale (quattro volte più ampio di quanto atteso dal mercato), poiché le esportazioni verso la Cina sono diminuite (dal 26% di febbraio al 3% di marzo) ed i crescenti costi energetici hanno sospinto il prezzo dei beni importati (+31% a fronte di un +15% dell'export totale).

L'INFLAZIONE NON ALLENERÀ LA SUA MORSA

Nel complesso, ci aspettiamo una tregua sul fronte delle materie prime, ma i prezzi dovrebbero restare sotto pressione a livello globale per vari motivi. Innanzitutto, è probabile che i recenti *lock-down* cinesi in snodi manifatturieri chiave causino ulteriori turbolenze sulle *supply chain*, trainando di nuovo i prezzi verso l'alto. Inoltre, i mercati del lavoro permangono rigidi negli Stati Uniti (3,6%), nel Regno Unito (tasso di disoccupazione al 3,8%) ed in minore misura nell'Area Euro (5,8%).



GRAFICO 3: PREVISIONI SULLA CRESCITA DEL PIL, %



Fonti: FMI, WEO, Indosuez Wealth Management.



Una situazione legata principalmente ai lavori con basse retribuzioni e che si traduce in un incremento degli stipendi nominali nei relativi settori. Tuttavia, sono più di sei mesi consecutivi che l'inflazione cresce sia negli Stati Uniti che nell'Area Euro e ha toccato nuove vette a marzo (mentre rimane moderata in Cina). Data la durata di questo periodo di elevata inflazione, i lavoratori dovrebbero iniziare a chiedere aumenti per compensare la rapida ascesa dei prezzi, scenario che, secondo un recente rapporto del FMI, potrebbe rafforzare le pressioni inflazionistiche più della rigidità vista finora sul mercato del lavoro. Infine, il rincaro degli alimenti è più "persistente" rispetto a quello dell'energia ed il meteo insolito ha intensificato i timori di carenze: il grano ha fatto segnare un altro +12% dall'inizio di aprile (un rischio soprattutto per i mercati emergenti).

In tale contesto, ad aprile 2022 il sentiment dei consumatori statunitensi è inaspettatamente balzato a 65,7 dopo il minimo da undici anni (59,4) di marzo, ma le aspettative inflazionistiche si sono mantenute stabili sia per il prossimo anno (5,4%) sia in un orizzonte quinquennale (3%). L'indagine di aprile mostra solo lievi miglioramenti del sentiment che, per stessa ammissione degli istituti di statistica, è ancora troppo vicino ai livelli di recessione per essere rassicurante.

Negli Stati Uniti le vendite al dettaglio di marzo sono cresciute dello 0,5% su base mensile (rispetto allo 0,8% di febbraio). La progressione della spesa al consumo cela però l'impatto dei maggiori prezzi su energia (vendite di benzina a +8,9% nel mese), alimenti ed altri beni, poiché le vendite al dettaglio non sono corrette per l'inflazione.

PROSPETTIVE MACRO ORIENTATE AL RIBASSO

I rischi per le prospettive economiche restano orientati al ribasso, compresi i possibili sviluppi negativi correlati alla guerra e/o all'escalation delle sanzioni tra Europa e Russia. Il primo ministro italiano sostiene che sia più praticabile tagliare il gas russo (grazie ai fornitori algerini), ma la BCE stima una riduzione totale del valore aggiunto di oltre il 3% per la Germania e di quasi il 4% per l'Italia, data la notevole presenza di attività ad elevata intensità di gas.

Infine, il secondo semestre del 2022 sarà anche ricco di importanti eventi politici: dopo le presidenziali in Francia ad aprile, ad inizio maggio si terranno le elezioni federali australiane, seguite da quelle per la Camera alta giapponese a luglio, quelle in Brasile ad ottobre ed il voto statunitense di metà mandato a novembre.

IL RENDIMENTO A BREVE TERMINE AMERICANO È TORNATO IN AUGE



Il tasso a 2 anni statunitense è salito in un mese
AL 2,60%
 (CIRCA
 +100 PB)

Dopo il forte aumento dei tassi di interesse sullo sfondo delle pressioni inflazionistiche, le attese di rialzi da parte delle banche centrali sembrano adeguatamente scontate. I mercati del credito permangono appetibili, con solidi fondamentali che dovrebbero limitare il rischio di un ampliamento degli *spread*.

BANCHE CENTRALI

Dalla fine del 2021 la mutata narrativa delle principali banche centrali per limitare le pressioni inflazionistiche ha indotto i mercati ad anticipare rialzi significativi. A nostro parere, queste attese sono giustificate e si riveleranno corrette. Pertanto, entro la fine dell'anno i tassi dei Fed Fund dovrebbero aggirarsi intorno al 2,5%. Riguardo alla BCE, il tasso di deposito dovrebbe tornare in territorio positivo dopo aver mantenuto il segno negativo dal 2014 (-0,50% al momento), anche se per Francoforte permangono maggiori incertezze.

CURVA DEI RENDIMENTI

Dopo diversi mesi di appiattimento in seguito alla volontà della Federal Reserve di inasprire le condizioni monetarie e finanziarie, nel prossimo futuro la curva dei rendimenti americana potrebbe irripidirsi. Illustriamo di seguito alcune ragioni che potrebbero portare a tale esito, con uno scenario rialzista e ribassista per le obbligazioni.

Obbligazioni in rialzo

- È probabile che un deterioramento delle prospettive per i consumatori pesi sulle attese di crescita, con un conseguente minor numero di innalzamenti.

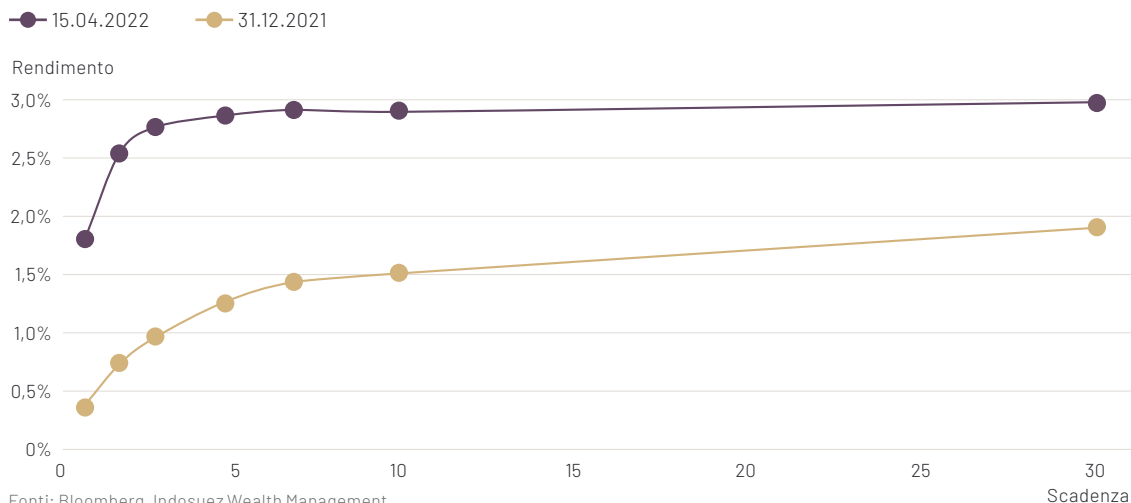
- Una distensione sul fronte delle *supply chain* e/o una situazione geopolitica meno estrema allevierebbero le pressioni inflazionistiche e sulle materie prime.

Obbligazioni in ribasso

- Espansione del premio alla scadenza in seguito ad un *quantitative tightening* aggressivo.
- "Deancoraggio" delle aspettative inflazionistiche a lungo termine.

Guardando al mercato dei *Treasury*, le valutazioni sono sempre più interessanti (Grafico 4). La parte corta della curva dei rendimenti americana offre ora pregevoli livelli di *carry*, che assicurano un'efficace copertura in caso di un ulteriore aumento dei tassi o di un irripidimento sulla scia del *quantitative tightening*. Riguardo alla curva europea, malgrado il rialzo dall'inizio dell'anno, i rendimenti di pareggio restano molto ridotti (circa 10 punti base in un orizzonte annuale). Non offrono pertanto alcuna protezione, soprattutto alla luce di un'intensa volatilità dei tassi.

GRAFICO 4: EVOLUZIONE DELLA CURVA DEI RENDIMENTI STATUNITENSE DALL'INIZIO DEL 2022, %





INFLAZIONE

L'inflazione e le sue componenti sono alla base delle divergenze fondamentali tra gli Stati Uniti e l'Europa. Inoltre, le risultanti traiettorie dell'inflazione (osservata e prevista) spiegano in parte il nostro diverso posizionamento sulle rispettive curve dei tassi di interesse. In merito agli Stati Uniti, è opinione diffusa che il picco sia vicino. A marzo l'IPC americano ha segnato +8,5% su base annua, un valore molto elevato, con un indice dei cosiddetti *sticky price* (un paniere ponderato di beni i cui prezzi variano piuttosto lentamente) pubblicato dalla Fed di Atlanta al +4,7% su base annua. Tuttavia, l'accelerazione potrebbe iniziare a perdere vigore, poiché l'IPC *core* (esclusi i prezzi di alimenti ed energia) ha rallentato su base mensile a marzo (+0,3%) rispetto a febbraio (+0,5%). In Europa la situazione è differente, con l'inflazione che dovrebbe stabilizzarsi ad un alto livello nei mesi a venire (7,4% su base annua a marzo). La componente energetica ha un peso maggiore rispetto agli Stati Uniti e, nell'immediato futuro, potrebbe dare luogo a rettifiche. La dipendenza energetica dell'UE e la sua esposizione agli attuali sviluppi geopolitici denotano una minore visibilità per i prossimi mesi. Inoltre, nell'attuale contesto non può essere completamente escluso uno *shock* energetico maggiormente pronunciato.

I mercati inflazionistici già scontano accuratamente questo quadro. Gli *inflation swap* sono superiori al 2% sull'intera curva in entrambi i mercati ed integrano un'inflazione sostenuta sul breve termine. La curva europea degli *swap* si è fortemente rivalutata lo scorso mese, invertendosi. Questi elementi rafforzano la nostra convinzione che i titoli *breakeven* potrebbero non avere un notevole potenziale residuo di rialzo negli Stati Uniti e avere molte incertezze in Europa.

Da fine marzo i *breakeven* dell'inflazione a 2 e 5 anni sono persino calati negli Stati Uniti. Pertanto, nelle prossime settimane i tassi nominali potrebbero essere soggetti ad ulteriore volatilità sulle due sponde dell'Atlantico e tendere al rialzo.

MERCATO DEL CREDITO

La volatilità ha imperversato sui mercati del credito nel 2022. Tale dinamica è ascrivibile a due principali fattori: in primo luogo, l'estremo *repricing* dei tassi privi di rischio sottostanti, in atto da diversi mesi sulla curva statunitense e, più di recente, sull'omologa europea. In secondo luogo, la crisi geopolitica in Ucraina, che ha sospinto gli *spread* verso l'alto. Confermiamo la nostra visione positiva sui mercati a "beta elevato" (*high yield* e debito subordinato europeo), preferendo invece essere cauti sul paniere a lunga *duration*.

Gli argomenti a supporto di questo approccio sono di natura sia fondamentale che tecnica. Innanzitutto, i rendimenti sono su livelli interessanti, soprattutto per l'*high yield* europeo dove nelle scorse settimane gli indici hanno toccato il 4%. Inoltre, gli emittenti vantano solidi bilanci dopo la crisi del COVID-19. In un'ottica di indebitamento, copertura degli interessi o saldo di cassa, gli emittenti sono in media robusti e potrebbero almeno resistere ad un certo deterioramento delle prospettive macro. Inoltre, i tassi di *default* negli ultimi 12 mesi e le previsioni di analisti ed agenzie di rating spaziano tra l'1 ed il 2,6%. Gli attuali tassi di *default* impliciti negli *spread* sono pari al 5,5%, un valore che, a nostro parere, rappresenta una buona ricompensa per i rischi identificati. Tuttavia, i flussi si rivelano negativi da inizio anno ed i mercati *high yield* non hanno registrato emissioni da otto settimane.

Nonostante lo straordinario rimbalzo del MSCI World dopo il calo successivo all'invasione russa, i timori correlati agli alti prezzi delle materie prime, all'inflazione in ascesa ed al rallentamento della crescita avvalorano l'ipotesi di una stagflazione. Le banche centrali hanno chiaramente scelto di contrastare l'inflazione anziché sostenere il PIL. I rendimenti decennali sono di conseguenza aumentati. Il ciclo aggressivo della Fed, la guerra in Ucraina ed i *lockdown* imposti in Cina contro il COVID-19 hanno innescato potenziali rischi di ribasso per i mercati azionari e dovrebbero mantenere la volatilità strutturalmente elevata.



Crescita attesa
degli utili
statunitensi
prossima al
10%
L'ANNO

UTILI E VALUTAZIONI

Da un lato, le stime sugli utili continuano ad essere riviste al rialzo, una tendenza sorprendente e favorevole per il mercato. Dall'altro, sembra che queste revisioni positive riguardino principalmente il settore petrolifero e delle materie prime, mentre le attese per il T1 del 2022 nell'industria e nei consumi risultano in costante declino. Inoltre, gli indicatori anticipatori come i rapporti di preannunci o l'*up/down ratio* tendono al ribasso, il che implica che la stagione degli utili per il T1 del 2022 potrebbe essere contrastata.

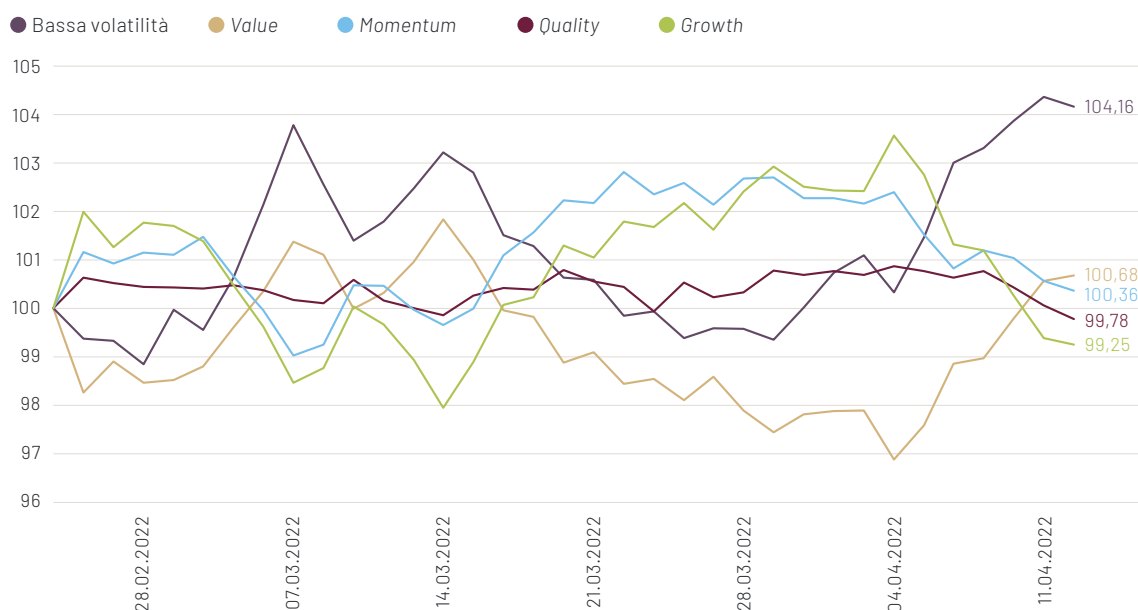
Le valutazioni, che erano tornate su livelli più interessanti, si sono notevolmente deteriorate. Il deciso rimbalzo del rendimento del decennale ha rapidamente eroso il premio di rischio azionario ed i rendimenti reali, anche se il livello assoluto di P/E già integra uno sconto non trascurabile (soprattutto in Europa e sui mercati emergenti).

STATI UNITI

L'economia statunitense sembra essere più al riparo dal conflitto in Ucraina, alla luce della sua lontananza geografica e della minore dipendenza dalle importazioni di petrolio e gas. Inoltre, gli analisti continuano ad anticipare una crescita degli utili vicina al 10% l'anno per il prossimo biennio. Ciononostante, il mercato americano patisce la politica monetaria sempre più aggressiva della Fed, che spinge i tassi a lungo termine sui massimi triennali.

La progressione di questi ultimi genera un'intensa volatilità sulle azioni *Growth*, riguardo alle quali siamo più prudenti. Pertanto, i titoli *Quality* dovrebbero comportarsi meglio in presenza di un rallentamento del ciclo economico (Grafico 5).

GRAFICO 5: PERFORMANCE RELATIVA DEI FATTORI NEGLI USA (MSCI)



Nota: la svolta aggressiva della Fed ha favorito le azioni *Value*. Inoltre, dall'invasione russa i fattori *Quality* e *Bassa volatilità* hanno, come prevedibile, ritrovato *momentum*.

Fonti: Bloomberg, MSCI, Indosuez Wealth Management.



EUROPA

In Europa continua a prevalere l'incertezza economica, alimentata dalle ricadute dell'invasione ucraina (turbolenze sulle *supply chain*, crescenti costi energetici e delle materie prime).

Preferiamo pertanto un approccio più cauto ai mercati europei: nonostante le basse valutazioni (rispetto alle medie storiche, agli Stati Uniti e/o ai mercati obbligazionari), è probabile che gli EPS siano rivisti al ribasso mentre si avvicina la stagione degli utili per il T1 del 2022.

In questo contesto, confermiamo la nostra preferenza relativa per i mercati britannici, nordici e svizzeri a scapito di quelli dell'Area Euro.

MERCATI EMERGENTI

La Cina è alle prese con la peggiore recrudescenza del COVID-19 dal T1 del 2020, che ha costretto nuovamente i governi locali dei maggiori centri urbani ad adottare le politiche zero-COVID e mettere in *lockdown* intere città. La strategia di tolleranza zero ha pesato sulle prospettive cinesi per il 2022 e le previsioni di crescita sono state tagliate.

In questo frangente, le autorità nazionali mantengono un approccio accomodante sul fronte fiscale e monetario. Ci aspettiamo nelle prossime settimane un ulteriore allentamento monetario da parte del governo cinese (verosimilmente sotto forma di tagli dei tassi).

Malgrado l'attuale forte volatilità sui mercati azionari asiatici, continuiamo a concentrarci sui fondamentali societari e confermiamo una visione positiva per il 2022.

STILE: I TITOLI GROWTH E QUALITY SARANNO DECORRELATI?

La volatilità è destinata a rimanere elevata nel nuovo regime di mercato, il che implica un premio per le azioni *Quality* ed a bassa volatilità. Riteniamo che i margini altamente stabili, il robusto *pricing power*, la solidità dei bilanci e la crescita costante siano temi rappresentativi dell'universo *Quality*. Tuttavia, in questo contesto consideriamo anche "la stabilità e la crescita dei dividendi" come un'altra fonte di alfa ed integriamo tale tematica nel nostro approccio globale *Quality*.

Sul fronte *Value*, intendiamo conservare una quota significativa della nostra esposizione ai titoli petroliferi/delle materie prime, sostenuti da solide revisioni degli utili. Tuttavia, in tale segmento alcuni settori ciclici continuano a destare preoccupazione.

Lo stile *Value* resterà molto volatile finché i rischi geopolitici domineranno la scena, ma può esercitare una certa attrattiva, soprattutto se combinato con azioni *Quality* in una strategia bilanciata.

Lo yen giapponese è sprofondato ai minimi da diversi decenni poiché la banca centrale è più che mai determinata a rilanciare l'economia. Lo yuan cinese inizia a perdere terreno, mentre l'euro risente ancora della guerra, con un recupero posticipato nel migliore dei casi al secondo semestre. Vengono meno le correlazioni tra l'oro ed i rendimenti reali e non vi è nulla all'orizzonte che possa arrestare la corsa delle valute legate alle materie prime.



UN EURO
ostinatamente
FRAGILE

JPY

Yen giapponese in caduta libera.

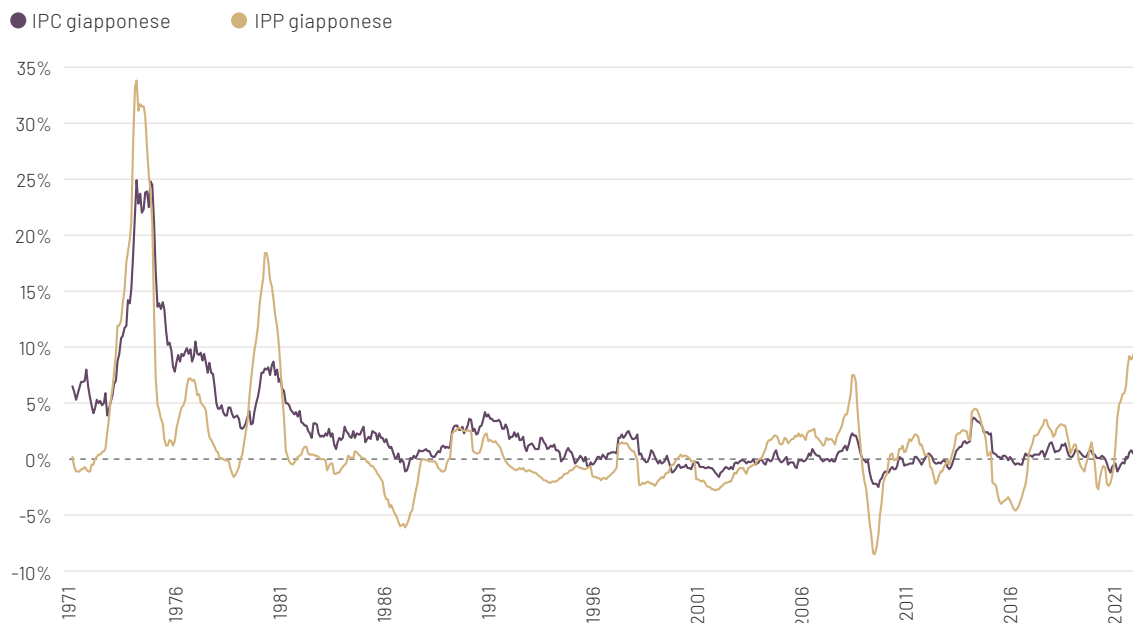
Al momento della redazione, lo yen giapponese prosegue la propria discesa. Una tendenza imputabile all'inflazione contenuta, che impedisce alla Banca del Giappone (BoJ) una politica di stretta monetaria. Il problema, però, non sono i costi più alti; l'impennata dell'energia (di cui il Giappone è un grande importatore) e la debolezza dello yen trainano al rialzo i prezzi all'ingrosso al ritmo più sostenuto degli ultimi 40 anni. Tuttavia, dopo due decenni di inflazione bassissima le imprese giapponesi non sanno più trasferire i maggiori costi ai consumatori. Ne consegue un indice dei prezzi alla produzione (ossia i costi per le società) in netto aumento, ma un omologo dei prezzi al consumo persistentemente depresso. Fino a quando le società giapponesi non rinunceranno alle vecchie abitudini, la BoJ ed il governo non saranno motivati a correre in soccorso dello yen (Grafico 6).

EUR

Il recupero dell'euro rinviato al secondo semestre.

Nonostante diversi tentativi di tornare sopra la soglia di 1,12 EUR/USD, favorito da una BCE riluttante ad essere accomodante e dal fallimento dei negoziati di pace in Ucraina, l'euro permane debole e minaccia di testare i minimi degli ultimi 20 anni a 1,06 e 1,03. Con i mercati che hanno abbandonato le speranze di un cessate il fuoco, un eventuale recupero sembra essere posticipato al T3/T4 del 2022, quando le prospettive di tassi di deposito della BCE a zero potrebbero far riemergere la liquidità, latitante dal 2014 (l'anno in cui i tassi sono scivolati per la prima volta in territorio negativo).

GRAFICO 6: GIAPPONE: CONFRONTO TRA L'INDICE DEI PREZZI AL CONSUMO (IPC) E L'INDICE DEI PREZZI ALLA PRODUZIONE (IPP), SU BASE ANNUA, %



Fonti: Bloomberg, Ministero giapponese degli interni e delle comunicazioni, Indosuez Wealth Management.

CNY

Si è esaurita la sovraperformance.

Dopo essersi lasciate a lungo attendere, le prese di profitto sono finalmente giunte e hanno interrotto la fase di apprezzamento regionale dello yuan. Di recente, la Banca Popolare Cinese (PBoC) ha respinto le pressioni quotidiane di *fixing*, mentre lo yen giapponese ha perso i pezzi, diventando una seria fonte di preoccupazione per la competitività delle esportazioni in Asia.

Dati i timori di un rallentamento del PIL cinese sulla scia dei *lockdown*, sono imminenti stimoli di politica monetaria che riguarderanno il coefficiente di riserva obbligatoria. Di conseguenza, il premio sui rendimenti del decennale rispetto ai rendimenti a 10 anni americani, un tempo interessante, si è assottigliato fino a raggiungere lo zero.

Guardando ai grafici tecnici, la recente ripresa sopra 6,3850 sulla coppia USD/CNY suggerisce ora una correzione più brusca almeno verso la zona di resistenza di 6,50, mentre il FOMC procede a rialzi aggressivi.

VALUTE LEGATE ALLE MATERIE PRIME

Un'ascesa inarrestabile.

La frammentazione sui mercati globali di energia e materie prime, le barriere commerciali sotto forma di sanzioni o dazi ed una rinnovata ambizione all'"autosufficienza" avranno come logica conseguenza un rincaro durevole delle *commodity*, anche qualora Russia ed Ucraina mettessero fine alle ostilità. Pertanto essendo ancora scambiati su valori inferiori del 20% rispetto ai picchi ponderati su base commerciale nel precedente boom delle materie prime (2012/2013), è probabile che dollaro australiano, dollaro canadese e corona norvegese continuino ad apprezzarsi.

L'elevata inflazione e le economie in salute spingono ulteriormente i "falchi" ad invocare aumenti dei tassi; questo significa che il sostegno monetario andrà di pari passo con i flussi commerciali. Il picco per queste valute potrebbe essere ancora distante.

ORO

In frantumi la correlazione con i rendimenti reali.

La correlazione tra il prezzo dell'oro in dollari USA ed i rendimenti reali a lungo termine americani sembra per ora non esistere più. Mentre i rendimenti reali a 10 anni si sono portati allo 0% per la prima volta dallo scoppio della pandemia (da un minimo di -1,2%), l'oro ha continuato a crescere sopra 1.900 dollari USA, testando persino quota 2.000 nel corso del mese. A nostro parere, questa dinamica è dettata da due fattori: in primo luogo, un premio di rischio geopolitico risultante dalla guerra in Ucraina di circa 200 dollari USA l'oncia. In secondo luogo, ed aspetto più importante, gli attuali rendimenti reali molto negativi in termini liquidi (con un'inflazione statunitense in ascesa all'8,5% su base annua e la liquidità ad un mese che rende ancora meno dell'1%) provocano presumibilmente una "rivalutazione" dell'oro. In altre parole, i suddetti rendimenti oscillano entro un certo *range*, mentre i prezzi dell'oro possono salire all'infinito insieme ai prezzi effettivi dell'economia reale. Una rottura come quella osservata è quindi un evento naturale. È difficile dire quanto in alto potrà spingersi l'oro nel prossimo futuro ed è anzi più verosimile una correzione. Tuttavia, se gli investitori credono (o temono) che l'inflazione sia più probabile della disinflazione, la prudenza invita ad evitare posizioni *short*.

07 • Asset Allocation

SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE



La crescita globale dovrebbe oscillare tra
**IL 3 ED IL 3,5%
NEL 2022**

SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** rivista al ribasso in gran parte delle regioni, date sia l'inflazione delle materie prime sia le incertezze geopolitiche che incidono sulla fiducia di imprese e consumatori, come pure le politiche zero-COVID e la riduzione dell'indebitamento in Cina. La crescita globale dovrebbe oscillare tra il 3 ed il 3,5% nel 2022, con una quasi stagnazione in alcune economie dell'Area Euro nel secondo semestre. Migliore andamento negli Stati Uniti, grazie ad un'economia nazionale più solida ed una minore dipendenza energetica. La politica fiscale resterà accomodante, mentre i piani di investimento in sicurezza, difesa e transizione energetica accelereranno.
- **Inflazione:** intorno al 6% negli Stati Uniti ed in Europa nel 2022, con un rischio di stabilizzazione più prolungata ed un calo meno pronunciato del previsto, il che metterebbe a rischio l'ipotesi di un IPC core al 2,5% nel 2023. Con un'inflazione sostenuta più a lungo, ci aspettiamo una maggiore probabilità di effetti indiretti sugli stipendi (soprattutto negli Stati Uniti).
- **Banche centrali:** innalzamenti dei tassi più aggressivi per frenare le pressioni inflazionistiche. La BCE prevede di riportare i tassi in territorio positivo nel secondo semestre del 2022,

mentre i tassi dei Fed Fund dovrebbero raggiungere il 2,5% entro la fine dell'anno, con un aumento dello 0,5% a maggio. Le banche centrali dei mercati emergenti continueranno i loro cicli rialzisti, interrompendoli quando inizieranno quelli delle economie avanzate. La riduzione del bilancio negli Stati Uniti è cosa certa e comincerà ad inizio estate, mettendo a repentaglio la parte lunga della curva.

- **Utili e margini:** a rigor di logica, la crescita degli EPS dovrebbe essere rivista al ribasso, alla luce di un'espansione più debole e di maggiori pressioni sui margini, ma paradossalmente le revisioni degli utili si sono rivelate finora resilienti. Anticipiamo una crescita degli EPS stagnante nell'Area Euro e più solida negli Stati Uniti, intorno al 5%. Nell'universo emergente, proseguono le revisioni negative in Cina rispetto alle rivalutazioni dei Paesi esportatori di materie prime.
- **Rischi geopolitici:** livello elevato, con il conflitto in Ucraina che potrebbe perdurare e le notevoli incertezze elettorali nell'Area Euro. In questo contesto, gli investitori istituzionali privilegiano le azioni americane a quelle europee. Nel secondo semestre riemergerà il rischio politico in Giappone e negli Stati Uniti con le elezioni di metà mandato. In Europa, Regno Unito e Svizzera sono utili in un'ottica di diversificazione.

CONVINZIONI DI ALLOCAZIONE

- Approccio neutrale agli attivi rischiosi in portafoglio.
- Esposizione azionaria in parte riallocata dall'Area Euro a Regno Unito, Svizzera e Stati Uniti.
- Preferenza nell'attuale scenario per le azioni *Quality, Value* e che distribuiscono dividendi rispetto alle omologhe *Growth* ed a lunga *duration*; i titoli ciclici come gli industriali restano vulnerabili, a causa dei maggiori costi di produzione.
- Mantenimento di una *duration* moderata poiché le curve dei rendimenti potrebbero tornare ad irripidirsi sulla scia del *quantitative tightening*; preferenza per la parte corta della curva statunitense, dove il *carry* può compensare le oscillazioni avverse dei tassi.
- Nell'universo del credito, il rischio idiosincratico è in aumento, ma non si intravedono ondate di *default* né rifinanziamenti. Conserviamo una visione costruttiva sulle obbligazioni *high yield* e finanziarie a breve *duration*.
- È ancora prematuro puntare su un ribasso del dollaro USA rispetto all'euro ed acquistare debito emergente in valuta locale. Tuttavia, il dollaro USA dovrebbe perdere vigore e lo yuan cinese iniziare ad indebolirsi moderatamente, in seguito alle difficoltà macro ed agli ulteriori stimoli di politica monetaria.

CONVINZIONI CHIAVE

	GIUDIZIO TATTICO (CT)	GIUDIZIO STRATEGICO (LT)
REDDITO FISSO		
TITOLI DI STATO		
Decennale Core EUR(Bund)	=/-	=/-
Periferici EUR	=	=/-
2A US	=/+	=
10A US	=/-	=
EUR breakeven inflazione	=	=
US breakeven inflazione	=	=
CREDITO		
Investment grade EUR	=/+	=/+
High yield EUR/BB- e >	=/+	=/+
High yield EUR/B+ e <	=	=
Obbl. finanziarie EUR	=/+	=/+
Investment grade USD	=/+	=/+
High yield USD/BB- e >	=/+	=/+
High yield USD/B+ e <	=	=
DEBITO EMERGENTE		
Debito sovrano in valuta forte	=	=/+
Debito sovrano in valuta locale	=	=
Credito Am. Latina USD	=/-	=/-
Credito Asia USD	=/+	=
Obbl. cinesi CNY	=	=/+
AZIONI		
REGIONI GEOGRAFICHE		
Europa	-/=	=
Stati Uniti	=/+	=/+
Giappone	-	-/=
America Latina	-/=	=
Asia escluso Giappone	=	=
Cina	=	=/+
STILI		
Growth	-/=	+
Value	=/+	=
Quality	=/+	=/+
Ciclici	-/=	=
Difensivi	-/=	-/=
CAMBI		
Stati Uniti (USD)	=	=/-
Area Euro (EUR)	=	=/+
Regno Unito (GBP)	=/-	=
Svizzera (CHF)	=	=
Giappone (JPY)	=/-	=
Brasile (BRL)	=/+	=
Cina (CNY)	=/-	+
Oro (XAU)	=	=

Fonte: Indosuez Wealth Management.



DATI AGGIORNATI AL 21 APRILE 2022

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	2,91%	53,77	139,94
Francia 10A	1,40%	42,30	120,70
Germania 10A	0,95%	41,60	112,70
Spagna 10A	1,90%	48,50	133,30
Svizzera 10A	0,89%	38,50	102,60
Giappone 10A	0,25%	2,30	18,20

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	36,27	-0,68%	-7,52%
Titoli di Stato in EUR	207,49	-2,02%	-5,06%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	202,55	-0,75%	-5,19%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	309,71	-1,75%	-6,83%
Titoli di Stato USA	301,63	-1,86%	-5,82%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	45,35	-1,97%	-11,08%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	1,0329	0,97%	-0,44%
GBP/USD	1,3030	-1,19%	-3,71%
USD/CHF	0,9533	2,48%	4,43%
EUR/USD	1,0834	-1,48%	-4,71%
USD/JPY	128,38	4,93%	11,56%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	22,68	1,01	5,46

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	4.393,66	-2,80%	-7,82%
FTSE 100 (Regno Unito)	7.627,95	2,15%	3,30%
Stoxx Europe 600	461,57	1,88%	-5,38%
Topix	1.928,00	-2,70%	-3,23%
MSCI World	2.959,92	-2,68%	-8,41%
Shanghai SE Composite	3.995,83	-6,01%	-19,12%
MSCI Emerging Markets	1.086,93	-4,40%	-11,78%
MSCI Latam (America Latina)	2.571,06	-2,53%	20,71%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	230,40	-1,52%	-16,43%
MSCI Asia Ex Japan	686,84	-5,09%	-12,98%
CAC 40 (Francia)	6.715,10	2,43%	-6,12%
DAX (Germania)	14.502,41	1,60%	-8,70%
MIB (Italia)	24.805,62	1,66%	-9,29%
IBEX (Spagna)	8.814,60	6,13%	1,16%
SMI (Svizzera)	12.301,33	1,40%	-4,46%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	5.159,00	4,33%	13,43%
Oro (USD/Oncia)	1.951,62	-0,31%	6,69%
Greggio WTI (USD/Barile)	103,79	-7,61%	38,00%
Argento (USD/Oncia)	24,62	-4,94%	5,43%
Rame (USD/Tm)	10.285,00	-0,62%	5,81%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	6,96	28,81%	86,51%

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

	GENNAIO 2022	FEBBRAIO 2022	MARZO 2022	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (21 APRILE 2022)
MIGLIORI	7,29%	4,73%	12,25%	2,15%	20,71%
+	2,43%	0,39%	3,58%	1,88%	3,30%
	1,08%	-0,08%	3,15%	-1,52%	-3,23%
	-1,93%	-0,47%	2,52%	-2,53%	-5,38%
	-3,12%	-2,40%	0,77%	-2,68%	-7,82%
	-3,88%	-2,65%	0,61%	-2,70%	-8,41%
	-4,84%	-3,06%	-2,52%	-2,80%	-11,78%
	-5,26%	-3,14%	-2,93%	-4,40%	-12,98%
	-5,34%	-3,36%	-6,84%	-5,09%	-16,43%
PEGGIORI	-7,62%	-10,33%	-7,84%	-6,01%	-19,12%

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 risultato 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.

Gig economy: Sistema caratterizzato da posti di lavoro flessibili, temporanei od autonomi.

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.

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

IPCC: Gruppo intergovernativo sul cambiamento climatico.

IRENA: Agenzia internazionale per le energie rinnovabili.

ISM: Institute for Supply Management

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

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

OCSE: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico.

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

OMC: Organizzazione Mondiale del Commercio.

OPEC: Organizzazione dei paesi produttori di petrolio.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SRI: Investimenti sostenibili e responsabili.

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

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

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

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/utiles 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» («l'Opuscolo») è rilasciato unicamente a fini di comunicazione commerciale.

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

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

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

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

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

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

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

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

CA Indosuez, società di diritto francese, capogruppo per l'attività di gestione patrimoniale del gruppo Crédit Agricole, nonché le rispettive controllate ed entità collegate, ovvero CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, le rispettive controllate, filiali e uffici di rappresentanza, ovunque si trovino, operano sotto il 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) Sucursal en Espana, operante sotto la supervisione del Banco de Espana (www.bde.es) e della Commissione Nazionale del Mercato Azionario (Comision Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), come filiale di CA Indosuez Wealth (Europe), istituto di credito debitamente registrato in Lussemburgo e operante sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF). Indirizzo: Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Spagna), registrata presso il Banco de Espana con il numero 1545. Immatricolata presso il Registro del Commercio e delle Società di Madrid con il numero T 30.176.F 1,S 8, H M-543170, CIF (Codice di identificazione fiscale): W-0182904-C.

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

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

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

- **nel Principato di Monaco:** l'Opuscolo è distribuito da CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1^{er} - 98000 Monaco, iscritta nel Registro di commercio e dell'industria del Principato di Monaco con il numero 56S00341, certificazione : CE/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, 29th floor Pacific Place, 88 Queensway. 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). L'Opuscolo può essere distribuito unicamente a investitori professionali (come definito dalla SFO e dalle Securities and Futures (Professional Investor) Rules (Cap. 571D));

- **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 unicamente a soggetti considerati «High Net Worth Individual» ai sensi della Linea guida n. FAA-007 della Monetary Authority of Singapore, ovvero a investitori accreditati, investitori istituzionali o investitori esperti, secondo la definizione del Securities and Futures Act, Sezione 289 di Singapore. Per qualsiasi domanda relativa all'Opuscolo, i destinatari a Singapore possono contattare CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch;

- **a Dubai:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower - Level 13 Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423, 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;

- **ad Abu Dhabi:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Ufficio di rappresentanza, Zayed - The 1st Street - Al Muhairy Center, Office Tower, 4th Floor, 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.

© 2022, CA Indosuez (Switzerland) SA - Tutti i diritti riservati.

Crediti fotografici: iStock.

Finito di redigere il 22.04.2022.

