

MONTHLY HOUSE VIEW

Giugno 2022

Focus

Area euro: al bivio

• Sommario

01• Editoriale	P3
BE KIND, REWIND!	
02• Focus	P4
AREA EURO: AL BIVIO	
03• Macroeconomia	P6
ATTENZIONE AL DIVARIO	
04• Reddito fisso	P8
MANTENERE UNA VISIONE COSTRUTTIVA SUI CREDIT SPREADS	
05• Azioni	P10
LA TEMPESTA PERFETTA	
06• Cambi	P12
IL RITORNO DELLA VOLATILITÀ SUI CAMBI	
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

“L'avversione alle perdite contribuisce a produrre inerzia, ovvero un forte desiderio di mantenere le posizioni esistenti” Richard Thaler, Nudge



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

Cari Lettori,

Molti investitori vorrebbero probabilmente tornare indietro di qualche mese e aggiustare retroattivamente i propri portafogli per evitare le due grandi correzioni degli ultimi mesi: quella sui titoli di Stato e quella sui titoli *Growth*. Con il senno di poi, queste correzioni ci hanno insegnato che è difficile rimanere lucidi davanti a prezzi di mercato elevati e resistere all'idea che il futuro sarà una continuazione del presente. Ciò è particolarmente vero in un anno in cui lo scenario macro finanziario è stato seriamente compromesso dal conflitto in Ucraina. Tuttavia, sarebbe altrettanto rischioso pensare che l'inflazione continuerà a crescere e che le banche centrali torneranno semplicemente all'approccio adottato dalla Fed negli anni Settanta.

L'elevato livello di incertezza ed il disagio causato dalle perdite di capitale possono portare sia alla paralisi dell'investitore, sia alla decisione emotiva di capitolare. Questo è quanto accade, spesso, dopo una correzione del 20% dei mercati: la famigerata soglia del mercato orso, che riflette in modo appropriato il passaggio dall'ottimismo al pessimismo. Un rischio di capitolazione che nel 2022 può essere visto come la contropartita del trend rialzista *"fear of missing out"* (FOMO) che ha dominato i mercati nel 2021.

Per evitare la doppia trappola emotiva della capitolazione e dell'impulsività, sarebbe meglio cercare di dare un senso all'attuale contesto. Nelle ultime settimane abbiamo assistito all'alternarsi di due narrazioni contrastanti che sono in realtà due facce della stessa medaglia: la prima incentrata sull'inflazione e la normalizzazione della politica monetaria e, la seconda, basata sui timori di una recessione.

Fino ad inizio/metà maggio, i mercati sono stati governati principalmente dai dati sull'inflazione, che ancora una volta hanno superato le aspettative, e dal tono più determinato delle banche centrali, che ha alimentato l'aumento dei tassi a lungo termine. Paradossalmente, le aspettative di inflazione futura hanno subito una correzione, riflettendo l'impatto previsto del rallentamento economico e della stretta monetaria. Tale correzione ha indotto inoltre un aumento dei tassi d'interesse reali che ha colpito sia i titoli *Growth* che l'oro.

Ma, contemporaneamente, i tassi a lungo termine hanno subito un calo, a causa dell'aumento delle probabilità di recessione negli ultimi giorni.

Questo scontro tra la narrativa inflazionistica e quella recessiva è stato stimolato anche dalla forte divergenza tra i segnali di flessione del ciclo economico, da un lato, e la sorprendente tenuta degli utili societari, dall'altro. Un divario che rinvia a quello tra gli indici economici (come i PMI), che si stanno stabilizzando su livelli elevati, e gli indici di fiducia dei consumatori, che risentono del calo del potere d'acquisto delle famiglie. Tutto ciò conferma che l'attuale shock è trainato dai consumatori piuttosto che dalle aziende, ma queste ultime inizieranno presto a sentirne gli effetti sui loro volumi di vendita.

L'emergere della narrativa recessiva porta inevitabilmente a cambiamenti nel posizionamento del mercato, con una migliore performance dei settori Difensivi a discapito di quelli *Growth* e *Value*. Potremmo essere tentati di vedere questa situazione come un punto di ingresso per i titoli *Growth* dopo sei mesi di correzione. Il segnale arriverà probabilmente dalle banche centrali. Se nei prossimi mesi la Fed dovesse ammorbidire i toni, in risposta al rischio di un eccessivo rallentamento dell'economia, gli investitori potrebbero tornare a puntare su questi titoli. La tempestica potrebbe anche coincidere con il possibile e a lungo annunciato indebolimento del dollaro USA, oggi difficile da immaginare, almeno finché la Fed manterrà un tono aggressivo. Tuttavia, il dollaro potrebbe ritornare a scendere, se la Fed segnalasse un punto di inflessione nel suo ciclo di inasprimento e la Banca centrale europea (BCE) abbandonasse i tassi negativi.

L'uscita prevista dai tassi negativi è almeno un elemento positivo a cui gli investitori possono aggrapparsi, in questo contesto di preoccupazione che segnala anche il ritorno del *carry* obbligazionario. Allo stesso tempo, la correzione del mercato azionario potrebbe ripristinare tassi di rendimento più interessanti di cui gli investitori hanno bisogno per combattere l'erosione del capitale causata dall'inflazione.

L'ipotesi di una stagflazione dell'area dell'euro sta progressivamente diventando realtà. Si prevede che la BCE riporterà i tassi di interesse in territorio positivo, mentre la politica fiscale dovrà rimanere eccezionalmente accomodante per un altro anno. La solidarietà europea rimane un elemento da tenere d'occhio, anche se la sostenibilità del debito sovrano non dovrebbe essere messa in discussione nel breve periodo.

PIL IN FRENATA NELLA SECONDA METÀ DEL 2022

L'economia dell'area euro è cresciuta dello 0,3% t/t nel primo trimestre del 2022, in linea con le aspettative del mercato. La crescita in Spagna (0,3%) e in Germania ha leggermente compensato la contrazione in Italia (-0,2%) e l'inattesa battuta d'arresto in Francia. L'occupazione nell'area è aumentata per il quarto trimestre consecutivo, spingendo il totale al di sopra del livello pre-pandemico.

In prospettiva, i sondaggi indicano che i consumatori europei stanno subendo il peso della crisi dei prezzi dell'energia. Le vendite al dettaglio hanno iniziato a rallentare a marzo (-0,4% su base mensile). Nel secondo semestre del 2022 si prevede una contrazione dei consumi privati in linea con il picco dell'inflazione. L'incertezza rimane elevata, soprattutto per quanto riguarda le forniture energetiche e gli effetti a catena dei lockdown cinesi, che creano pesanti strozzature delle forniture per gli Stati manifatturieri. Le immatricolazioni di auto nell'Unione Europea (UE) sono crollate ad aprile (-20,6% su base annua), in gran parte a causa delle carenze di forniture che ostacolano la produzione. Il blocco valutario può tuttavia beneficiare di due fattori di sostegno. In primo luogo, le economie basate sui servizi trarranno vantaggio dalla riapertura dell'economia europea e dalle prospettive di una stagione turistica estiva più "normale". In secondo luogo, il rallentamento degli investimenti privati, dovuto alla maggiore incertezza e al previsto aumento dei tassi, sarà parzial-

mente compensato da un aumento dei consumi e degli investimenti pubblici. Secondo le stime, l'impulso fiscale nel 2022 sarà più forte rispetto al 2021 (grafico 1), grazie all'attuazione degli stanziamenti del piano NextGenerationEU (NGEU) ed alle nuove misure nazionali per aiutare le famiglie e le imprese a far fronte all'impennata dei prezzi dell'energia. Tuttavia, ciò non compenserà completamente l'impatto del rallentamento della domanda e ci aspettiamo quindi una battuta d'arresto della crescita nell'area euro nel secondo semestre dell'anno.

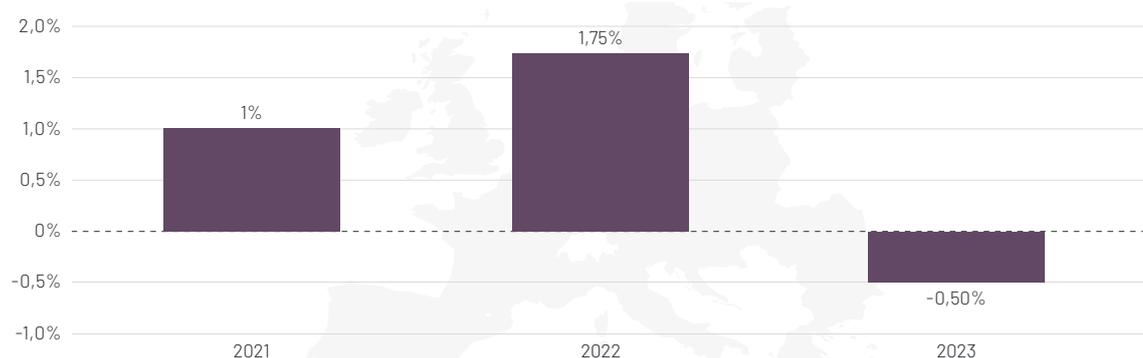
Nel complesso, il PIL dell'area dell'euro dovrebbe crescere del 2,5% nel 2022, grazie ad un forte effetto di carry-over della solida crescita registrata alla fine del 2021. Nel secondo semestre del 2022, l'area registrerà una stagnazione della crescita, con un picco dell'inflazione. Nel 2023, le proiezioni prevedono una crescita contenuta (all'1,5%), con un recupero graduale di parte del potere d'acquisto da parte dei consumatori. Secondo le previsioni della Commissione Europea, i salari dovrebbero progredire del 3,2%, al di sopra dell'inflazione prevista al 2,7%. La spesa fiscale nazionale dovrebbe esaurire il proprio ruolo di supporto nel 2023. I rischi di ribasso prevalgono nel breve termine, in particolare per un eventuale interruzione delle forniture di gas russo; la Commissione europea ritiene che tale scenario porterebbe alla recessione (cancellando una percentuale di crescita del 2,5% nel 2022 e dell'1% nel 2023).



I RISCHI AL RIBASSO

prevalgono nel breve termine

GRAFICO 1: IMPULSO FISCALE STIMATO SULLA CRESCITA DEL PIL PER L'AREA EURO, %



Fonti: Commissione europea, Indosuez Wealth Management.

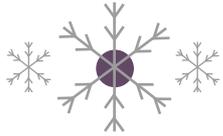
L'AUMENTO DEI TASSI: UN ALTRO OSTACOLO

L'inflazione *core* (esclusi i prezzi dell'energia) nell'area euro è aumentata del 3,5% ad aprile (contro il 2,9% di marzo). Si prevede che la crescita continuerà anche nei prossimi mesi, poiché i salari iniziano a salire e i lavoratori chiedono retribuzioni più alte, in un mercato del lavoro ancora solido. L'inflazione complessiva dell'area euro dovrebbe attestarsi al 7% nel 2022 e rimanere al di sopra dell'obiettivo della BCE, al 2,7% nel 2023. Di fronte al rapido aumento dell'inflazione ed alla debolezza dell'euro, che implica un'inflazione importata, la BCE è destinata a normalizzare la politica monetaria (vedi la sezione Reddito fisso, pagina 8), ma solo in misura contenuta, data la debolezza della domanda interna. I tassi sui depositi dovrebbero tornare in territorio positivo entro la fine del 2022.

Con un rialzo dei tassi della BCE a metà estate che sembra inevitabile e con le regole di bilancio europee che potrebbero essere sospese per un altro anno, i timori per la sostenibilità del debito sembrano essere tornati a crescere per i Paesi europei fortemente esposti, come l'Italia (grafico 2). Insieme al saldo fiscale, il differenziale tra tassi di interesse e crescita (*i-g*) è infatti un importante fattore determinante delle dinamiche di debito pubblico e dell'analisi della sostenibilità sovrana. Questi due fattori ci dicono, a parità di altre condizioni, quale sarà l'evoluzione naturale della spesa e delle entrate pubbliche. Nel breve termine, il rapporto debito/PIL italiano sarà in realtà influenzato positivamente da entrambi i lati, grazie ai rendimenti medi delle emissioni obbligazionarie ancora storicamente bassi (allo 0,4% di oggi rispetto al 3%

del 2012), all'allungamento della scadenza media del debito ed alla crescita dell'inflazione. Il recente aumento dei rendimenti italiani a 10 anni ai livelli di stress post-elettorale del 2018, intorno al 3%, non costituisce un rischio di frammentazione finanziaria nell'area, poiché la crescita del PIL nominale di quest'anno rimane significativamente superiore ai tassi di interesse. Inoltre, i credit default swap italiani non sono vicini ai livelli di stress del passato.

Nel medio termine la situazione è meno rosea: la media italiana dei pagamenti degli interessi sul debito sarà gradualmente influenzata da tassi più alti, man mano che il debito verrà gradualmente rinnovato e, ipotizzando che la crescita nominale italiana torni ai livelli pre-crisi, ciò implicherebbe la necessità di una maggiore disciplina fiscale (sotto forma di un avanzo primario di bilancio) per mantenere un percorso stabile del debito, una capacità che il governo italiano ha mantenuto con poche eccezioni negli ultimi 20 anni. L'aumento degli *spread* può quindi essere attribuito più che altro ad un *repricing* dell'elevato debito italiano dopo periodi di tassi estremamente bassi, soprattutto perché il programma di acquisti della BCE si sta esaurendo e sarà necessario cercare nuovi acquirenti. Sarà necessario continuare a mutualizzare il debito dell'UE mentre la BCE passa in secondo piano (l'Italia ha già sottoscritto l'importo massimo di fondi NGEU); le elezioni di giugno sono un elemento da tenere d'occhio perché il rischio di vittoria di figure più euroscettiche (M5S e Lega Nord) potrebbe aumentare nel momento in cui i consumatori italiani cominceranno a pagare per la dura posizione di Draghi sull'energia russa.



Le regole fiscali europee saranno probabilmente **SOSPESE PER UN ALTRO ANNO**

GRAFICO 2: REPRICING DEI MERCATI DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO, %



Fonti: Ministero del Tesoro italiano, Indosuez Wealth Management.



La Banca d'Inghilterra (BoE) sa certamente come farsi sentire. Annunciando un'inflazione a due cifre e forse una traiettoria di crescita più realistica rispetto alla Fed ed alla BCE, la BoE è riuscita a scuotere i mercati globali all'inizio di maggio. L'Europa è nell'occhio del ciclone dell'Ucraina ed il Regno Unito ha aggravato in modo unico la crisi del potere d'acquisto con la Brexit, ma gli Stati Uniti riusciranno ad effettuare un «*soft landing*» quando anche la Cina sta rallentando la traiettoria di crescita globale?

LA BoE SCOPRE LE SUE CARTE

All'inizio di maggio, la Banca d'Inghilterra (BoE) ha alzato i tassi all'1%, segnalando i rischi di recessione e aumentando le previsioni di inflazione al 10% nel 2022 (con un picco posticipato da aprile al quarto trimestre 2022) e al 3,5% nel 2023. In aprile, l'inflazione ha toccato la soglia massima trentennale del 9%, più del triplo dell'obiettivo della BoE. Le bollette energetiche sono aumentate del 54% ad aprile ed un ulteriore aumento è previsto ad ottobre.

Ad aprile le vendite al dettaglio sono calate del 4,5% su base annua, meno delle previsioni di consenso (-7%). I salari totali (compresi i bonus) sono cresciuti a marzo del 9,9% rispetto all'anno precedente, ma escludendo i bonus il dato scende al 4,1% e, tenendo conto dell'inflazione, le retribuzioni regolari sono diminuite dell'1,2%. In questo contesto, la BoE prevede un calo del PIL nel quarto trimestre del 2022 e una sostanziale stabilità nel 2023.



UN VACCINO A
BASE DI MRNA
CINESE,
rischio di rialzo per
la crescita globale
NEL SECONDO
SEMESTRE
2022

LA FED STA COMBATTENDO
UN DIVERSO TIPO DI INFLAZIONE

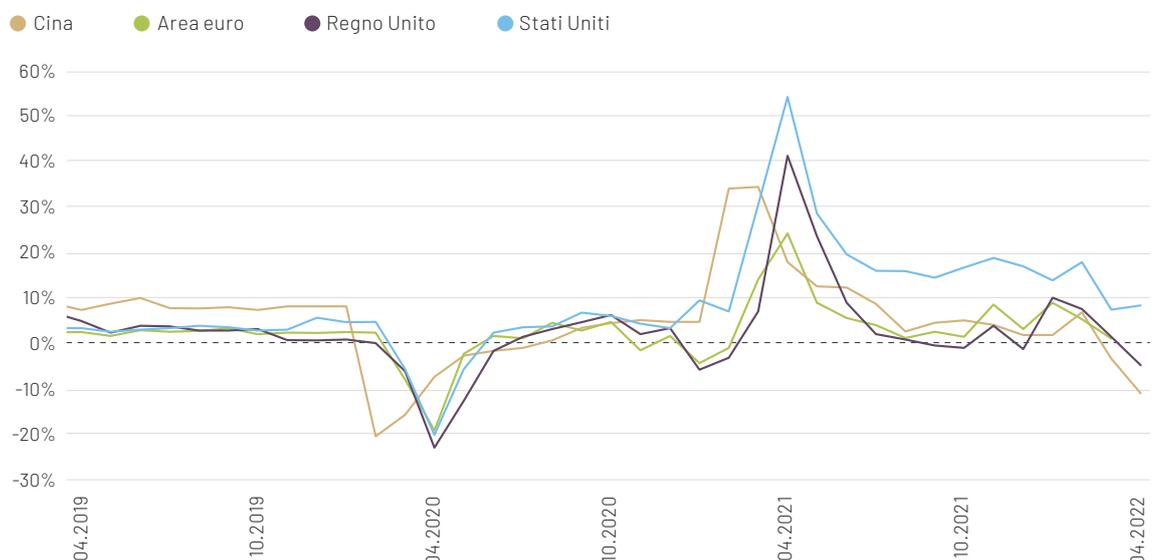
Al contrario, la Fed ha annunciato ulteriori rialzi in un contesto più ottimistico, in quanto i consumatori statunitensi appaiono finora più resilienti, in parte forse a causa di un mercato del lavoro molto rigido e di una minore esposizione agli aumenti dei prezzi dell'energia causati dalla guerra. Dopo un aumento del 2,7% della spesa per consumi nel primo trimestre, le vendite al dettaglio hanno continuato a progredire in aprile (0,9% a/a e 8,2% a/a), nonostante un calo di quasi il 3% delle vendite presso i distributori di benzina (grafico 3). Un andamento che spinge al rialzo il PIL del 2° trimestre 2022 e ritarda l'impatto previsto dei rialzi della Fed alla fine dell'anno. Tuttavia, l'inflazione è ormai impressa nella mente dei consumatori e la sua diminuzione sarà lenta, mentre l'inflazione a due cifre dei prezzi alla produzione dovrebbe pesare sul settore manifatturiero. Continuiamo inoltre a monitorare il mercato immobiliare statunitense, primo settore penalizzato dall'azione della Fed. I tassi ipotecari hanno toccato un massimo di 12 anni in tre mesi (al 5,3% a maggio, con un aumento di 43 punti base (pb) nel mese, anche se inferiore all'aumento di 78 pb di aprile). In questo contesto, l'indice della National Association of Home Builders (NAHB) mostra un forte calo dei potenziali acquirenti; i prezzi delle case rallentano, ma rimangono orientati al rialzo. Nel complesso, nonostante la migliore performance, le indagini sulla fiducia dei consumatori continuano a indicare che i consumi rallenteranno verso la fine dell'anno.

Per il 2023 si prospetta una prospettiva più sobria (1,7%) che potrebbe giustificare un atteggiamento meno aggressivo da parte della Fed l'anno prossimo.

CINA: IN ATTESA DI RIAPRIRE

I continui lockdown in Cina hanno portato ad una revisione delle previsioni di crescita per il 2022, con la domanda interna che subisce il peso maggiore della contrazione. Ad aprile, le vendite al dettaglio sono diminuite molto di più della produzione industriale (rispettivamente -11,1% a/a contro -2,9%). Tuttavia, riteniamo che la riapertura dell'economia, grazie a un vaccino a base di mRNA, rappresenti un principale rischio di rialzo per la crescita globale nella seconda metà del 2022. La crescita del PIL è prevista intorno al 4% nel 2022, dato l'inevitabile impatto del lockdown sul secondo trimestre. In un anno chiave per le elezioni, non crediamo che il governo cinese possa lasciare che la crescita del PIL si discosti pesantemente dall'obiettivo annunciato del 5,5%, così come non può permettersi di perdere la faccia sulla sua politica "zero COVID" e sull'attuale aumento dei prezzi dei generi alimentari. Prevediamo l'arrivo di ulteriori stimoli monetari e fiscali nel prossimo mese. Il ritorno dell'attività cinese dovrebbe mantenere la pressione sui prezzi del petrolio nei prossimi trimestri, nonostante il rallentamento delle economie avanzate.

GRAFICO 3: CONSUMATORI IN PRIMA LINEA, VENDITE AL DETTAGLIO A/A, %



Fonti: Refinitiv, Indosuez Wealth Management.

MANTENERE UNA VISIONE COSTRUTTIVA SUI CREDIT SPREADS

Dall'inizio dell'anno, i tassi di interesse sono saliti bruscamente in un contesto di inflazione crescente che ha spinto le banche centrali ad abbandonare la loro politica monetaria ultra-accomodante. I mercati del credito sembrano scontare relativamente bene il rallentamento dell'attività e un moderato aumento dei tassi di default. Abbiamo una visione costruttiva a medio termine sulle strategie di *carry* su obbligazioni *corporate* con buoni fondamentali e sufficiente visibilità in questo contesto complesso, con una preferenza per gli investimenti con *duration* breve.

BANCHE CENTRALI

Le banche centrali sono in una situazione difficile, con dati di inflazione storicamente elevati ed un rallentamento della crescita globale. La Fed si trova tuttavia in una situazione molto migliore rispetto ai suoi omologhi, con un inasprimento delle condizioni monetarie già in corso. La sua *forward guidance* e le sue iniziative si riflettono già sui mercati dei tassi (mutui, *corporate* e *treasury*) e i rendimenti reali sono in territorio positivo. Le componenti cicliche dell'inflazione stanno rallentando (prezzi dei beni, metalli, ...). I prezzi dei carburanti, dei generi alimentari e degli affitti sono ancora in aumento, ma le aspettative di inflazione a lungo termine sono stabili.

La BCE è invece stretta tra l'incudine e il martello, poiché la crescita è minacciata dal contesto geopolitico e il deprezzamento dell'euro sta peggiorando la situazione. Il bilancio della BCE dovrebbe ridursi in seguito al rimborso dei TLTRO. Si prevede inoltre che la Commissione europea ponga fine al programma di acquisto titoli e aumenti i tassi quest'estate, nel tentativo di sostenere i tassi reali, ancora in territorio profondamente negativo.

CURVA DEI RENDIMENTI

L'appiattimento della curva dei rendimenti statunitense è stato determinato dalla svolta aggressiva di Jerome Powell della scorsa estate. La struttura a termine dei tassi di interesse riflette un livello dei tassi sui Federal Fund intorno al tasso neutrale alla fine del 2022. Fino a quando le aspettative di inflazione a lungo termine rimarranno ben ancorate, il mercato potrà aspettarsi un'ulteriore posizionamento aggressivo da parte della banca centrale, che dovrebbe alleggerire la pressione sulla curva dei rendimenti. Inoltre, i rischi sulla crescita del PIL sono in aumento e potrebbero indurre le banche centrali ad astenersi da una stretta troppo aggressiva, che avrebbe come conseguenza un irripidimento rialzista della curva dei rendimenti.

Ci sono anche fattori che potrebbero portare ad un irripidimento ribassista della curva. Un'espansione del premio a termine e del premio per il rischio di inflazione, nel caso di una stretta quantitativa aggressiva e/o di un disancoraggio delle aspettative di inflazione.

PERIFERICI EUROPEI

Nel recente contesto di rialzo dei tassi e di aumento degli *spread*, i debiti periferici europei hanno registrato un aumento del loro rendimento complessivo. Sebbene questi livelli possano sembrare attraenti a prima vista, non condividiamo questo punto di vista. In linea con il nostro posizionamento sulla curva dei governativi in euro, preferiamo stare lontani dai periferici per i seguenti motivi: in primo luogo l'impegno ad agire da parte della BCE ha guadagnato molta trazione nelle ultime settimane e sembra ormai inevitabile. La politica dei tassi d'interesse negativi della BCE ha avuto effetti collaterali sulla redditività delle banche, ad esempio con una distorsione del mercato obbligazionario e, in ultima analisi, su livelli di cambio problematici. Osservando gli *spread* all'interno della regione, i divari formati rispetto ai minimi osservati solo poche settimane fa sono logici, se confrontati con gli effettivi rapporti debito/PIL (si veda il Focus, pagina 4). Inoltre, a nostro avviso, la fine dei programmi di acquisto della BCE porterà probabilmente ad una tendenza al rialzo degli *spread*, poiché i nuovi acquirenti avranno bisogno di un maggiore compenso per intervenire. Gli *spread* attuali non scontano una "modalità di crisi" che porterebbe la BCE a intervenire. Non consideriamo i livelli attuali come un punto di ingresso, ma piuttosto come un buon modo per esprimere la nostra visione neutrale/negativa sulla curva EUR e sui mercati periferici.



Spread finanziari
subordinati
in aumento di
100 PB
SU BASE ANNUA

MERCATI DEL CREDITO

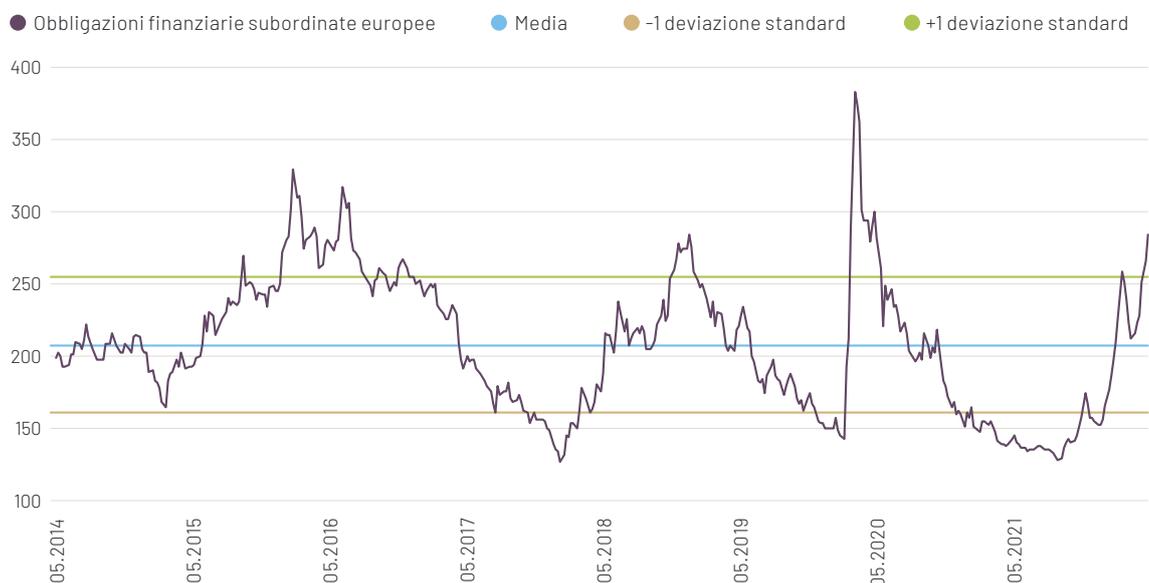
I mercati del credito sono ancora sotto pressione, in un contesto di rallentamento della crescita e di pressione sui margini delle imprese, a causa dell'aumento dell'inflazione. Sebbene i titoli di credito più deboli siano stati i più colpiti dalle recenti correzioni degli *spread*, il *total return* negativo dei principali indici, dovuto all'impatto dell'aumento dei tassi e dell'ampliamento degli *spread*, ha permesso di avere a disposizione migliori punti di ingresso per le prospettive di *carry*, anche tra i titoli di credito più solidi. Consapevoli della mancanza di catalizzatori in grado di determinare per il momento una contrazione degli *spread*, con il rischio di ulteriori pressioni soprattutto a carico delle società più colpite dall'aumento dei costi, rimaniamo tuttavia fiduciosi nei fondamentali aziendali nel loro complesso e riteniamo che gli obbligazionisti siano in media ben remunerati agli attuali livelli di *spread* su una base storica rispetto ai rendimenti dei titoli di Stato.

DEBITO SUBORDINATO

Il mercato del debito subordinato ha risentito dell'ampliamento degli *spread* di credito, della volatilità dei tassi e di un generale *repricing* dei premi al rischio.

Anche se il debito *senior investment grade* offre rendimenti interessanti, il differenziale di *spread* tra i due segmenti del mercato favorisce ancora il debito subordinato, soprattutto per gli emittenti *corporate* ibridi di alta qualità. Il settore finanziario offre anche un buon profilo di rischio/rendimento. Le principali banche europee – meno colpite in media rispetto alle imprese dalle pressioni inflazionistiche – hanno pubblicato risultati del 1° trimestre 2022 resilienti a livello globale, migliori del previsto e solo leggermente inferiori al 1° trimestre 2021, sostenuti dalla solidità della crescita dei ricavi sulla scia dell'aumento dei tassi. Sebbene i coefficienti CET1 siano diminuiti a causa delle restrizioni normative unite alla ripresa delle distribuzioni dopo il COVID-19, i coefficienti di capitale e di liquidità rimangono solidi e le riserve di capitale in ottime condizioni. Il costo del rischio è aumentato a causa dei primi influssi del conflitto Russia/Ucraina ma rimane nettamente inferiore ai livelli del 2020. Il contesto di tassi più elevati è positivo per le banche ed i costi dell'inflazione peseranno maggiormente sulle aziende; quindi, in misura relativa, le banche dovrebbero essere più resistenti. Un altro fattore di resilienza è che il debito bancario non è stato incluso nel programma di acquisto titoli della BCE ed è quindi meno probabile che risenta della fine dei programmi di *quantitative easing* (grafico 4).

GRAFICO 4: EUROPEAN FINANCIAL SUBORDINATED INDEX, SPREAD VERSUS GOVERNO



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

All'inizio dell'anno, gli investitori azionari hanno dovuto affrontare una tempesta perfetta, con molteplici venti contrari: variante Omicron, inflazione, aumento dei tassi e conflitto Russia/Ucraina. In questo contesto, le aspettative di crescita degli utili sono rimaste stabili e costituiscono il principale fattore di traino per le azioni. La stagione degli utili del 1° trimestre 2022 è stata rassicurante, con revisioni che continuano ad essere riviste al rialzo. Con il crollo dei mercati, tutti gli indicatori di sentiment sono estremamente ribassisti e questo, da un punto di vista contraria, potrebbe spingere alcuni investitori a giocare su un rimbalzo a breve termine del mercato azionario.



In Europa,

IL **79%**
delle aziende
HA BATTUTO
LE STIME
DI VENDITA NEL
1° TRIMESTRE

UTILI E VALUTAZIONE

Sul fronte degli utili, i risultati continuano ad essere resilienti. Nel complesso, le aziende hanno battuto le aspettative nei mercati sviluppati. In Europa, il 79% delle aziende ha battuto le stime di vendita (rispetto alla media storica del 60%), con una crescita aggregata degli EPS attualmente del 7% rispetto alle stime del consensus del -1%, quindi una sorpresa positiva dell'8%.

Nonostante i buoni risultati, le indicazioni del management per il futuro sono state caute, in quanto l'inflazione dei costi di produzione e i problemi delle *supply chain* stanno iniziando a farsi sentire.

Sul fronte delle valutazioni, il continuo aumento dei tassi a lungo termine ha fatto rapidamente diminuire i rapporti prezzo/utili dei mercati azionari, integrando il tasso di sconto nella valutazione. Nel frattempo, i rendimenti reali hanno deteriorato il premio per il rischio, rendendo così i mercati azionari meno attraenti.

STATI UNITI

La stagione degli utili non è riuscita a dare sollievo ai mercati azionari, nonostante alcune sorprese positive: il 77% delle società dello S&P 500 ha riportato sorprese positive in termini di EPS nel 1° trimestre 2022. È interessante notare che l'85% delle società dell'S&P 500 che ha effettuato annunci sugli utili per il primo trimestre ha citato in questo contesto "l'inflazione" (la percentuale più alta dal 2010). Tuttavia, in questa fase, l'impatto sui margini rimane ancora gestibile: l'attuale stima del margine di profitto netto raggiunge il 12,5% per il mercato statunitense nel secondo trimestre del 2022, sebbene sia inferiore alla stima del 12,7% di fine marzo.

In prospettiva, i margini dovrebbero continuare ad essere sotto pressione, come testimoniano i recenti risultati dei principali *retailer* statunitensi. Infine, gli investitori sono molto preoccupati per la politica monetaria più restrittiva della Fed.

Rimaniamo cauti nei confronti dei titoli azionari più sensibili ai tassi a lungo termine e preferiamo le società *Quality*. Anche i titoli difensivi si dimostrano più resilienti, in un contesto caratterizzato da crescenti timori di recessione.

EUROPA

L'Europa è esposta a molteplici venti contrari: il conflitto tra Russia e Ucraina, le perturbazioni delle *supply chain*, l'inflazione, l'aumento dei tassi, le ripercussioni della politica "zero COVID" della Cina. Data la mancanza di visibilità sul percorso di ripresa rimaniamo cauti sui mercati azionari europei, anche se gli scambi restano a prezzi relativamente bassi in termini assoluti e relativi. La stagione degli utili del 1° trimestre 2022 è stata rassicurante, per molte società e settori. Di conseguenza, le revisioni del momentum degli utili sono state positive, ma l'incertezza continua a prevalere per quanto riguarda il resto dell'anno. Per quanto riguarda l'Europa, rimaniamo costruttivi sul mercato britannico e svizzero come fonte di diversificazione della nostra esposizione azionaria europea poiché le due aree dovrebbero essere direttamente meno esposte alla crisi ucraina rispetto all'area euro e beneficiare di un'interessante ripartizione settoriale del mercato azionario (orientata verso l'energia ed i titoli *Quality*/Difensivi).

MERCATI EMERGENTI

Le preoccupazioni relative all'attuale ciclo di rialzo dei tassi d'interesse negli Stati Uniti, i timori di stagflazione a livello globale e l'impatto del *lockdown* da COVID-19 sulla ripresa della domanda interna cinese pesano sul morale degli investitori dei Mercati Emergenti (EM). Queste preoccupazioni si riflettono sui mercati azionari cinesi, che ora scambiano a 11 volte gli utili e sono quindi valutati in modo attraente rispetto agli standard storici. Sebbene le revisioni degli utili siano ancora orientate al ribasso e giustifichino cautela, la nostra visione per la seconda metà del 2022 è costruttiva, grazie al progressivo allentamento delle rigide misure anti COVID-19 cinesi che porteranno ad una progressiva riapertura ed alla prevista esplosione della domanda di consumo repressa. Le autorità cinesi stanno inoltre mantenendo le proprie politiche di allentamento monetario e fiscale e ulteriori misure sono in arrivo. In particolare, ci aspettiamo una forte accelerazione della spesa per le infrastrutture nel corso dell'anno.

STILE: I TITOLI GROWTH E QUALITY SARANNO DECORRELATI?

I titoli del tema *Quality* hanno recentemente dovuto lottare contro un notevole vento contrario: il forte rimbalzo dei rendimenti a lungo termine ha avuto un impatto negativo sulle loro valutazioni a lungo termine.

Tuttavia, questo nuovo contesto di volatilità implica un premio più elevato per i temi *Quality* e *Dividendi* che storicamente hanno resistito relativamente bene nei periodi di stagflazione.

Il settore *Value* ha sovraperformato grazie al pronunciato rimbalzo dei rendimenti, anche se la performance dei titoli finanziari è stata un po' deludente in questo contesto. La dinamica positiva dei settori dell'energia e dei materiali, alimentata dalle forti revisioni degli utili, è un altro solido fattore di sovraperformance, soprattutto perché i prezzi del greggio rimangono sostenuti dall'attuale contesto geopolitico e dalle basse scorte di petrolio negli Stati Uniti.

Sul fronte della crescita, le azioni continuano a soffrire per l'aumento dei rendimenti obbligazionari, con alcuni titoli tecnologici non redditizi che vengono scambiati al 50% in meno dei loro massimi del 2021, mentre il Nasdaq, dominato dal settore tecnologico, è già sceso del 25% su base annua. Anche se si tratta già di un buon aggiustamento, se i tassi continueranno a salire le valutazioni potrebbero continuare a scendere. Pertanto, in questa fase rimaniamo cauti su questo stile d'investimento fino a quando i tassi d'interesse non inizieranno a stabilizzarsi, nel qual caso gli investitori potrebbero iniziare a tornare sullo stile *Growth* (grafico 5).

GRAFICO 5: MSCI EUROPE VALUE VS. GROWTH CORRELATO CON GLI USA A 10 ANNI, %



Nota: L'elevata correlazione tra i rendimenti statunitensi e la performance relativa dei titoli *Value* e *Growth* è ancora rilevante. Tenendo conto dell'ultimo rimbalzo dei rendimenti, il settore *Value* ha ancora un certo potenziale di recupero.

Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

La performance passata non è una garanzia di risultati futuri.

Le tendenze monetarie divergenti sono un fattore che continuerà ad alimentare le dinamiche valutarie in futuro. A maggio, anche i mercati dei cambi sono stati colpiti dalle montagne russe della volatilità «*risk-on/risk-off*», con il dollaro statunitense che ha toccato nuovi massimi ventennali. I maggiori sconfitti sono stati i vincitori di ieri: lo yuan cinese, che ha finalmente abbandonato quota 6,40, e le valute legate alle materie prime, che hanno probabilmente subito una significativa liquidazione delle posizioni.



IL DOLLARO

si è rafforzato
oltre le nostre
aspettative

I mercati dei cambi sono stati negli ultimi tempi molto volatili per effetto del sentiment di rischio e dei timori di un rallentamento della Cina. Il dollaro si è rafforzato oltre le nostre aspettative, con l'US Dollar Index che ha raggiunto il livello più alto da dicembre 2002 (grafico 6). Gli operatori di mercato hanno evidenziato una crescente attenzione per gli scambi EUR/USD verso la pari nel breve termine. Tecnicamente, l'importante area di supporto si trova a 1,0340, che è il minimo registrato l'ultima volta nel 2017.

QUALE SARÀ IL CAMBIO EUR/USD NELLE PROSSIME SETTIMANE?

Scenario 1: il più negativo.

La guerra tra Russia e Ucraina si intensifica e le forniture di gas all'Europa vengono interrotte. Il lockdown cinese continua anche a fine anno. L'inflazione statunitense rimane elevata. In questo scenario l'EUR/USD sfonda l'area di supporto a 1,0340 e raggiunge la parità.

Scenario 2: il nostro scenario di base.

Il nostro scenario di base è quello di uno status quo. In questo caso, il cambio EUR/USD dovrebbe rimanere in un intervallo compreso tra 1,0350 e 1,0850.

Scenario 3: Il più ottimista.

La retorica della BCE diventa più aggressiva rispetto all'attuale, mentre la Fed inizia ad ammorbidire il proprio messaggio se l'inflazione negli Stati Uniti mostra segni di picco: questa evoluzione la riteniamo possibile nella seconda metà del 2022. Va anche sottolineato che una improvvisa fine della guerra tra Russia e Ucraina darebbe sollievo all'euro. In questi scenari, il cambio EUR/USD potrebbe attestarsi a 1,10 e oltre.

GRAFICO 6: DOLLARO USA A UN PUNTO DI INFLESSIONE?
INDICE DEL DOLLARO USA, DXY



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



USD

In ascesa a livelli mai visti da due decenni.

Il sentiment estremamente negativo sviluppatosi a inizio maggio ci ha portato al dollaro USA più forte degli ultimi vent'anni. Tale forza è stata probabilmente alimentata dalla domanda di liquidità sui mercati, che stavano chiaramente diminuendo quantità significative di rischio, con l'ulteriore supporto della crescita dei rendimenti in liquidità del dollaro USA, contemporaneamente alla Fed che si accingeva ad aumentare i tassi di 50 punti base sicuramente per le prossime riunioni. In caso di rottura di massimi pluridecennali, conviene avere una visione di lungo periodo; in questo caso, con l'USD ai massimi attuali, è probabile che gli investitori di lungo periodo comincino a realizzare profitti sulle posizioni sovrappesate in USD; tuttavia, per il denaro a breve termine, vale la pena ricordare che le ragioni alla base del sentiment di rischio negativo (rialzo dei tassi e inflazione, politica cinese "zero COVID" e guerra Russia/Ucraina) non sono scomparse e che il dollaro statunitense rimane il bene rifugio preferito. Nel complesso, il dollaro Usa rimane per ora sostenuto, ma il potenziale di rialzo sembra sempre più limitato dai dati tecnici e dai rischi di recessione.

ORO

Rendimenti reali o geopolitica?

I rendimenti reali statunitensi sono ancora cresciuti, con il tasso a 10 anni che si è attestato saldamente in territorio positivo, allo 0,27%, livello a cui si trovava prima dell'arrivo della pandemia. Allo stesso tempo, la guerra in Ucraina continua senza tregua e, purtroppo, sembra sempre più probabile che si trascini per qualche tempo. Di queste due forze opposte sul prezzo dell'oro, la crescita dei rendimenti reali sembra essere il fattore dominante, dato che l'oro è stato spinto di nuovo verso la fascia 1.800/1.850 dollari USA a cui era scambiato prima dell'invasione da parte della Russia. Continuiamo a ritenere che il prezzo (probabilmente ora intorno ai 50-100 USD/Oz) includa un premio per il rischio geopolitico e che i "livelli di supporto" siano stati permanentemente innalzati dalle sanzioni finanziarie occidentali sulle riserve valutarie della Russia, ma per ora ci aspettiamo che l'oro sottoperformi.

CNY

Sulla difensiva.

Il cambio USD/CNY è al livello più alto dal 2020, mentre i rendimenti statunitensi superano quelli cinesi per la prima volta dal 2010. Tuttavia, il solido avanzo commerciale della Cina dovrebbe limitare il ribasso del CNY. In un contesto di rallentamento indotto dalla politica "zero COVID", la People's Bank of China (PBoC) sta contrastando la forza del CNY, testando le acque attraverso il fixing giornaliero. Se la politica "zero COVID" dovesse persistere, il cambio USD/CNH potrebbe continuare a salire.



CONTESTO MACROECONOMICO E DI MERCATO

- **Crescita globale:** il nostro scenario di rallentamento senza recessione (con un forte taglio delle nostre previsioni macroeconomiche a fine gennaio, peggiore in Europa che negli Stati Uniti) è stato confermato dal PIL del 1° trimestre dell'area euro a +0,3% T/T. Il PIL del 1° trimestre 2022 degli Stati Uniti è stato influenzato negativamente dalla bilancia commerciale, che ha compensato una ripresa dei consumi e degli investimenti privati più forte del previsto, che potrebbe indebolirsi nei prossimi trimestri. La Cina sta vivendo un momento di flessione dei dati macroeconomici e degli indici PMI a causa dei *lockdown*, che dovrebbero tuttavia attenuarsi in futuro, mentre il mix di politiche dovrebbe diventare più favorevole.
- **Inflazione:** il picco è stato posticipato, in quanto il continuo aumento dell'inflazione *core* suggerisce un'inflazione più diffusa, mentre l'effetto dei prezzi dell'energia dovrebbe attenuarsi nei prossimi trimestri. La pressione salariale potrebbe iniziare a raffreddarsi negli Stati Uniti, ma dovrebbe aumentare da livelli più bassi nell'area euro. Le tensioni sui prezzi dei generi alimentari continueranno ad alimentare l'aumento dell'inflazione nei mercati emergenti, che potrebbe tradursi in un aumento delle tensioni sociali in futuro.
- **Utili aziendali:** gli utili del primo trimestre del 2022 hanno sorpreso al rialzo, con una crescita dei ricavi che non ha subito le conseguenze del rallentamento della crescita e con una migliore tenuta dei margini aziendali, confermando ciò che il 2021 lasciava intendere: le aziende hanno potere di determinazione dei prezzi e quindi, per ora, abbiamo più un problema di inflazione che di margini. Come previsto, il settore dei beni di

consumo discrezionali è quello che ha sofferto di più, mentre l'assistenza sanitaria, l'energia ed i materiali hanno ottenuto buoni risultati. Nel complesso, ciò ha portato ad una revisione al rialzo della crescita degli EPS del 2022, superiore al 10% negli Stati Uniti. Per il futuro, prevediamo un adeguamento dei margini ed un rallentamento della crescita dei ricavi.

- **Banche centrali:** le ultime settimane sono state caratterizzate da un'accelerazione del calendario restrittivo e da una retorica più aggressiva che i mercati stanno recependo senza sconti. La BCE può essere rimasta indietro rispetto alla Fed, ma la prevista uscita dai tassi negativi rimane un cambio di prospettiva radicale rispetto al 2021. Ciò ha contribuito ad alimentare l'ansia per la sostenibilità del debito nell'area euro, con un allargamento degli *spread* sovrani. In questo contesto, vanno evidenziate due divergenze. In primo luogo, le previsioni di crescita dell'inflazione e del PIL della Banca d'Inghilterra sono più fosche di quelle della Fed e della BCE, in quanto entrambe rimangono ottimiste sulla loro capacità di contenere l'inflazione di fondo al 2,5% l'anno prossimo, evitando la stagnazione. Al contrario, la PBoC continua ad allentare la sua politica in modo progressivo e cauto.
- **Valutazioni:** la recente correzione dei titoli azionari e del credito ha riportato i premi per il rischio su livelli più interessanti, ma il trend di *repricing* potrebbe non essere ancora esauritosi e continuerà ad essere influenzato dall'aumento dei tassi a lungo termine e dal rallentamento delle prospettive di crescita. Gli investitori monitoreranno i segnali provenienti dalle banche centrali e le politiche di *lockdown*/vaccinazione in Cina, poiché i mercati integrano già un elevato livello di pessimismo.



LA TENDENZA
AL REPRICING
AZIONARIO
potrebbe non
essersi ancora
esaurita

CONVINZIONI DI INVESTIMENTO/ALLOCAZIONE

- **Azioni:** in questo contesto continuiamo a prediligere una visione equilibrata tra titoli *Value*, *Quality* e Difensivi. Abbiamo ridotto la nostra convinzione sul comparto *Growth* diversi mesi fa, mentre abbiamo aumentato di recente sia i titoli *Value* (*Value* e finanziari statunitensi) sia la nostra esposizione ai titoli a dividendo e ai settori *Quality*/Difensivi come la sanità. Sebbene il segmento *Value* abbia sovraperformato gli indici da quando abbiamo investito in questo stile d'investimento a novembre 2020, nell'attuale contesto in cui i timori di stagnazione dovrebbero pesare sullo stile, optiamo per una riduzione tattica. Da un punto di vista geografico, manteniamo una forte diversificazione, con un'attenzione particolare ai mercati sviluppati, pur mantenendo la nostra posizione di lunga data sull'Asia che sembra fortemente a sconto e che potrebbe sovraperformare se la Cina lanciasse un vaccino a base di mRNA.
- **Reddito fisso:** rimaniamo sottopesati sulla *duration* e riteniamo che sia probabilmente troppo presto per tornare sui titoli di Stato. Manteniamo una posizione costruttiva sulle obbligazioni societarie e sul debito finanziario, dove la normalizzazione degli *spread* è più una questione di *repricing* indotto dai flussi in un movimento globale di azzeramento dei rendimenti, che una tendenza trainata dai fondamentali, ascrivibile a tassi di default più elevati.
- **Cambi:** di recente, abbiamo scritto che era troppo presto per andare short sul dollaro. Ai livelli attuali, il dollaro USA è probabilmente vicino al suo picco, scontando un'accelerazione della politica della Fed, mentre la riduzione dell'incertezza politica in Francia ed i rialzi dei tassi previsti dalla BCE non sono stati sufficienti per aiutare l'euro a contrastare la forza del biglietto verde. Anche l'avversione al rischio e la stretta della liquidità potrebbero contribuire alla forza del dollaro. L'indebolimento della divisa statunitense potrebbe quindi essere rimandato alla seconda metà del 2022, in particolare se la Fed iniziasse ad ammorbidire il proprio atteggiamento aggressivo o se la crescita del PIL statunitense rallentasse ulteriormente. Questo potrebbe essere un punto di ingresso per le valute emergenti.

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 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 20 MAGGIO 2022

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	2,78%	-11,76	127,10
Francia 10A	1,47%	4,80	127,30
Germania 10A	0,94%	-2,80	112,30
Spagna 10A	2,08%	14,30	151,40
Svizzera 10A	0,70%	-20,10	83,80
Giappone 10A	0,24%	-0,80	17,30

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	34,88	-2,87%	-11,07%
Titoli di Stato in EUR	206,37	-0,25%	-5,57%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	195,85	-3,25%	-8,32%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	296,94	-3,61%	-10,67%
Titoli di Stato USA	303,88	0,72%	-5,12%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	44,16	-2,43%	-13,41%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	1,0295	-0,41%	-0,78%
GBP/USD	1,2480	-2,80%	-7,77%
USD/CHF	0,9746	1,79%	6,76%
EUR/USD	1,0564	-2,09%	-7,09%
USD/JPY	127,88	-0,48%	11,12%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	29,43	1,22	12,21

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	3.901,36	-8,67%	-18,14%
FTSE 100 (Regno Unito)	7.389,98	-1,75%	0,07%
Stoxx Europe 600	431,10	-4,90%	-11,62%
Topix	1.877,37	-1,46%	-5,77%
MSCI World	2.655,91	-7,86%	-17,82%
Shanghai SE Composite	4.077,60	1,60%	-17,46%
MSCI Emerging Markets	1.035,31	-3,75%	-15,97%
MSCI Latam (America Latina)	2.376,10	-3,62%	11,56%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	208,37	-8,77%	-24,42%
MSCI Asia Ex Japan	663,33	-2,76%	-15,96%
CAC 40 (Francia)	6.285,24	-4,50%	-12,13%
DAX (Germania)	13.981,91	-1,13%	-11,98%
MIB (Italia)	24.095,00	-0,76%	-11,89%
IBEX (Spagna)	8.484,50	-1,94%	-2,63%
SMI (Svizzera)	11.308,98	-7,74%	-12,17%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	4.817,00	-6,16%	5,91%
Oro (USD/Oncia)	1.846,50	-4,41%	0,95%
Greggio WTI (USD/Barile)	113,23	10,93%	50,55%
Argento (USD/Oncia)	21,67	-10,68%	-7,21%
Rame (USD/Tm)	9.422,00	-6,81%	-3,07%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	8,08	23,71%	116,70%

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 2022	APRILE 2022	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (20 MAGGIO 2022)
MIGLIORI	4,73%	12,25%	0,38%	1,60%	11,56%
	0,39%	3,58%	-1,20%	-1,46%	0,07%
	-0,08%	3,15%	-2,40%	-1,75%	-5,77%
	-0,47%	2,52%	-3,79%	-2,76%	-11,62%
	-2,40%	0,77%	-4,89%	-3,62%	-15,96%
	-2,65%	0,61%	-5,23%	-3,75%	-15,97%
	-3,06%	-2,52%	-5,75%	-4,90%	-17,46%
	-3,14%	-2,93%	-8,43%	-7,86%	-17,82%
	-3,36%	-6,84%	-8,80%	-8,67%	-18,14%
PEGGIORI	-10,33%	-7,84%	-13,86%	-8,77%	-24,42%

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/utigli 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 erogino altri servizi in cui un'Entità o il Gruppo Crédit Agricole hanno o potrebbero avere un interesse diretto o indiretto, l'Entità darà la priorità all'interesse dell'investitore.

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

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

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

- **in Francia:** 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: Getty Images.

Finito di redigere il 23.05.2022.

