

MONTHLY HOUSE VIEW

Luglio 2022

Focus

Misurare lo shock dei prezzi dell'energia

• Sommario

01• Editoriale	P3
RAPSODIA DELLA NORMALIZZAZIONE... O TRAGEDIA DELL'INFLAZIONE?	
02• Focus	P4
MISURARE LO SHOCK DEI PREZZI DELL'ENERGIA	
03• Macroeconomia	P6
IL FATTORE R	
04• Reddito fisso	P8
UN RISCHIO DI STRETTA ECCESSIVA?	
05• Azioni	P10
ORIENTARSI IN UN MERCATO ORSO	
06• Cambi	P12
LE DECISIONI DELLE BANCHE CENTRALI RAVVIVANO LA VOLATILITÀ DEI 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

RAPSODIA DELLA NORMALIZZAZIONE... O TRAGEDIA DELL'INFLAZIONE?

«Ogni azione richiede l'oblio»: Citazione di Nietzsche.



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

Cari Lettori,

Nella vita reale, la vittoria non è mai fulminea, e non è mai seguita da un rapido ritorno alla normalità. Dopo aver partecipato alla guerra di Troia, Ulisse impiegò, fra mille peripezie, dieci anni per tornare alla sua Itaca. Allo stesso modo, negli anni '70, la vittoria contro l'inflazione richiese un decennio. Lo stesso tempo impiegato dalle banche centrali per ravvivare le aspettative di inflazione. Ora che ci sono riuscite, ci auguriamo semplicemente che tornino sui propri passi. Ma è un desiderio realistico? E se quello che stiamo vivendo non fosse solo un momento ciclico, ma una fase di cambiamento più strutturale, che potrebbe richiedere anni per essere frenato?

Gli antichi Greci avevano un senso della temporalità e una forma di pazienza che forse abbiamo perso. Questo è probabilmente il motivo per cui l'oblio - che costituisce, per Nietzsche, la duplice condizione per l'azione e la felicità - e la nostra memoria corta ci hanno spinto a dimenticare la lunga dinamica dei cicli inflazionistici. La memoria del passato bussa senza successo alla porta delle nostre percezioni, influenzate dalle nostre speranze, dal nostro ottimismo, dalle nostre credenze e dal nostro orizzonte temporale ridotto. Le nostre speranze di pace perpetua ci hanno fatto dimenticare la lunga storia della Russia. La volatilità dei mercati finanziari contribuisce peraltro a ridurre il nostro orizzonte temporale, mentre le emergenze sociali e le elezioni riducono l'orizzonte dei governi. Queste esigenze sociali richiedono oggi un'azione rapida da parte delle banche centrali. Tuttavia, questo potrebbe essere un tranello: i cicli inflazionistici richiedono più tempo per raffreddarsi che per riattivarsi.

L'orizzonte temporale ridotto e l'errore di percezione delle banche centrali sono due possibili spiegazioni per questo grave errore di politica economica. Nel 2021, i responsabili delle banche centrali erano ancora così scossi dalla dislocazione seguita alla pandemia e dubbiosi sulla ripresa del mercato del lavoro, che hanno continuato a proporre misure monetarie accomodanti ingiustificate. Di recente, condizionati da un decennio di timori di deflazione, si sono rifiutati di riconoscere il ritorno dell'inflazione, già saldamente presente.

Ora che l'inflazione è una realtà, le banche centrali si affrettano ad alzare i tassi e cercano di chiudere gli occhi sulle conseguenze di un brusco processo di normalizzazione, in un'economia già in rallentamento, aumentando così il rischio di recessione, con molte incognite geopolitiche. La normalizzazione del policy mix non è una meta, ma un viaggio, con più alti e bassi del solito, e un percorso costellato di molte, possibili sorprese. E se non stessimo vivendo una breve rapsodia a lieto fine, ma una più cupa e lunga tragedia greca con eroi in preda a un destino sfuggente e soggetti a dilemmi corneliani?

Questa è la domanda cruciale posta oggi dagli investitori alla Fed. Siete convinti che queste azioni possano dimostrarsi efficaci nel controllare una traiettoria inflazionistica sorprendentemente violenta? Siete pronti a correre il rischio di una recessione, per contenere le pressioni inflazionistiche?

Oggi, rileggere le tragedie greche può rivelarsi utile, per ripensare alla nostra percezione del tempo e all'impatto delle azioni umane e politiche. Contrariamente alla nostra moderna concezione della storia - vista come un percorso dialettico di progresso - la tragedia ci insegna che le vicende umane non hanno sempre un epilogo felice e che le nostre azioni, spesso vane, possono peggiorare la situazione. Una lezione di umiltà, per noi investitori. Se non possiamo prevedere il futuro, è meglio adattarsi al presente, senza dimenticare la storia.

I motivi alla base dell'attuale crisi energetica sono molteplici. I prezzi del petrolio rimarranno elevati, ma dovranno far fronte a rischi di ribasso dovuti al calo della domanda. La carenza di gas sarà presto una realtà in Europa e rappresenterà il principale rischio per il nostro scenario di crescita del PIL.

I PREZZI DEL PETROLIO DOVRANNO FAR FRONTE AL CALO DELLA DOMANDA

Dopo la riunione di giugno della Fed, che ha ravvivato i timori di recessione, i prezzi del petrolio sono scesi di 10 dollari al barile (sotto i 110 dollari), nonostante la progressiva riapertura della Cina.

In prospettiva, i rischi sul fronte dell'offerta rimangono forti. Finora, il petrolio russo (poco meno del 10% della produzione mondiale) è stato relativamente resiliente e si è adattato con flessibilità, trasferendo la domanda dagli acquirenti occidentali a quelli orientali (l'India ha ora superato la Germania come secondo importatore di petrolio russo). Tuttavia, per molti analisti, il sesto pacchetto di sanzioni dell'Unione Europea (UE), che include un embargo parziale sulle importazioni di petrolio russo e un divieto di assicurarne il trasporto verso Paesi terzi, ha cambiato le carte in tavola, con un impatto completo avvertibile nel 2023.

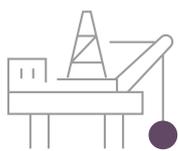
Nel 2022, il rilascio delle riserve strategiche statunitensi ha permesso di alleggerire la pressione sui mercati petroliferi globali, ma il fenomeno sarà temporaneo. Il 2 giugno, l'OPEC (Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio) ha ribadito il proprio impegno ad aumentare la produzione, ma i recenti risultati inferiori agli obiettivi non hanno dissipato i timori dei mercati sulla reale capacità residua dell'OPEC e sulla sua capacità di stabilizzare i mercati (il deficit di offerta dell'OPEC rispetto agli obiettivi ufficiali di produzione è salito a 2,8 milioni di barili al giorno (mb/g) rispetto ai 2,5 mb/g di aprile). I produttori non OPEC dovrebbero trainare la crescita della produzione di petrolio nel 2023. Nel 2023, secondo l'Agenzia Internazionale dell'Energia (AIE), la produzione statunitense dovrebbe continuare a crescere. Il Brasile dovrebbe essere la principale fonte di nuovi progetti di fornitura di petrolio convenzionale, seguito dalla Norvegia e dagli Stati Uniti.

Nel complesso, l'Oxford Institute for Energy Studies (OIES), che utilizza un approccio al mercato basato su modelli, calcola che il deficit del mercato petrolifero riaffiorerà gradualmente a partire dal quarto

trimestre del 2022, ma non in misura sufficiente da mantenere i prezzi ai livelli attuali. Il Brent dovrebbe attestarsi intorno ad una media di 112,8 dollari al barile nel 2022 e di 102,8 nel 2023. La tendenza al ribasso del prezzo del petrolio potrebbe essere più pronunciata se i timori di recessione continueranno ad accentuarsi, inducendo gli investitori a prevedere un più rapido riequilibrio del mercato, attraverso una domanda globale di petrolio più debole.

I PREZZI DEL GAS: UNA PREOCCUPAZIONE REGIONALE

Il gas naturale è relativamente più difficile da sostituire rispetto al carbone ed al petrolio. I prezzi del gas sono aumentati molto di più in Europa, sia nel 2021 che nel 2022, a causa di problemi di fornitura da parte dei Paesi Bassi e ora della Russia. I recenti avvenimenti (improvvisa riduzione delle forniture dai gasdotti russi, chiusura di un porto statunitense di gas naturale liquefatto) hanno spinto la Germania a presentare un nuovo sistema di aste per incoraggiare l'industria manifatturiera a consumare meno gas. Il piano RePowerEU dell'UE sta cercando di reperire nuove fonti di gas. È incoraggiante notare che, a maggio, le importazioni europee di GNL dagli Stati Uniti sono aumentate del 45% rispetto al 2019 (+4,7 miliardi di piedi cubi al giorno, BCF/g, il 40% delle esportazioni russe verso l'UE nel 2020), ma la capacità statunitense è ormai quasi esaurita. A fronte di questi livelli estremi di incertezza, e ipotizzando un taglio solo parziale delle forniture russe, i prezzi del gas potrebbero salire a 170 euro/MWh in Europa a fine anno (secondo gli specialisti di Crédit Agricole SA), con rischi di rialzo derivanti sia dall'estensione delle sanzioni UE al gas russo, sia dalla possibilità che la Russia prevenga questo rischio, con un taglio deliberato delle forniture di gas all'Europa che farebbe schizzare i prezzi a livelli molto più alti e provocherebbe una vera e propria recessione nell'area euro.



I produttori
NON OPEC
traineranno la
CRESCITA
DELLA
PRODUZIONE
nel 2023

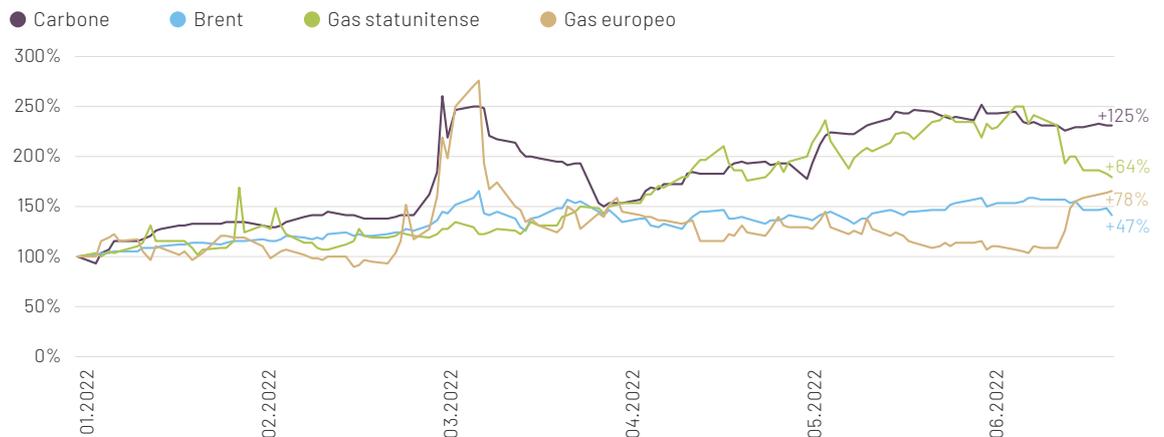
L'IMPATTO SULLA CRESCITA SI FARÀ SENTIRE MAGGIORMENTE IN EUROPA

A differenza degli anni '70, ci troviamo in una situazione unica, in cui tutti i prezzi dell'energia sono in aumento (Grafico 1). L'aumento dei prezzi del gas ha alimentato l'aumento dei prezzi dell'elettricità (generata per il 22% dal gas in Europa, per il 38% negli Stati Uniti) e i prezzi del carbone sono schizzati verso l'alto, mentre i governi si affannano a trovare soluzioni energetiche sostitutive.

Alcuni mercati emergenti importatori netti possono beneficiare dell'energia russa a basso costo, ma ciò sarà più complicato dal punto di vista logistico e politico, e l'aumento di altre materie prime è una minaccia crescente per la crescita. Il mercato statunitense viene spesso dipinto come immune dalle carenze di gas ed elettricità ed è destinato a beneficiare di maggiori investimenti nel settore del GNL e del petrolio.

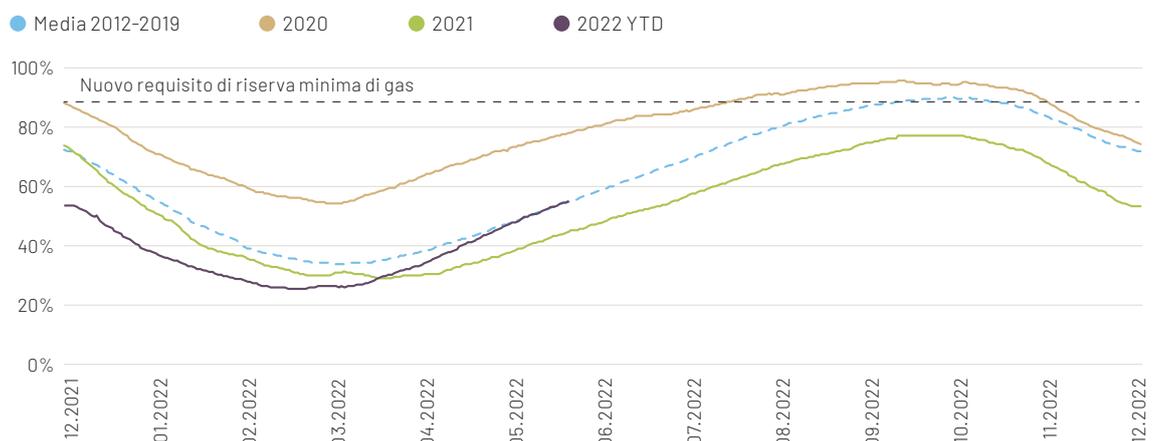
Tuttavia, l'aumento del prezzo del petrolio ha esasperato il fenomeno dell'inflazione negli Stati Uniti, che dovrebbe attenuarsi a partire dal terzo trimestre del 2022 e potrebbe essere mitigato dalla proposta di sospensione del differimento dell'imposta sul carburante. Il continente europeo è stato e rimarrà l'area maggiormente penalizzata dalla crisi energetica. L'aumento dei prezzi e la carenza di gas ridurranno inoltre l'efficienza, aumentando la dipendenza temporanea da fonti energetiche alternative e obsolete e creando interruzioni dell'approvvigionamento. Nell'attuale contesto, prevediamo che le prospettive dei consumi e degli investimenti diventino incerte, portando il PIL dell'area euro in territorio leggermente negativo nel secondo semestre (-0,2%), con rischi orientati al ribasso. L'aggiustamento della domanda interna dovrebbe attenuare la pressione sui prezzi, ma la necessità di mantenere le riserve (Grafico 2) e i costi logistici, nonché le esigenze di investimento, dovrebbero mantenere alti i prezzi dell'energia nel 2023.

GRAFICO 1: PREZZI DELLE MATERIE PRIME ENERGETICHE, 100= 31.12.2021, %



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

GRAFICO 2: RISERVE DI GAS NATURALE, % DI WORKING GAS IN STOCCAGGIO



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



+16,9%
a/a per
le esportazioni
cinesi a maggio

Nessuna delle istituzioni internazionali vuole annunciare una recessione, tanto meno Jerome Powell che potrebbe aver contribuito a crearla. Le parole possono avere un peso concreto e incidere sulla realtà, ma lo scenario della stagnazione dell'Occidente è già visibile nei numeri. La Cina guarda avanti, dopo il calo dell'attività nel primo semestre, mentre l'Europa teme l'inverno, con la carenza di gas che frenerebbe la sua ripresa post COVID.

CINA: RIAPERTURA 2.0

Le esportazioni cinesi sono aumentate del 16,9% su base annua (a/a) a maggio (superando le previsioni del mercato: 8%). Il PMI manifatturiero è salito a 49,1 nel maggio del 2022, rispetto al 46 di aprile, battendo le previsioni del mercato che lo davano a 48. L'attività interna della Cina è ancora in difficoltà, ma in miglioramento. Le vendite al dettaglio sono diminuite del 6,7% su base annua (+0,5% su base mensile (m/m)) rispetto alle aspettative di calo del 7,1% del mercato e il tasso di disoccupazione è sceso dal massimo su 26 mesi di aprile (6,1%) al 5,9% di maggio. La debolezza ancora evidente della domanda interna e l'alto tasso di disoccupazione hanno contribuito a mantenere l'inflazione al di sotto dell'obiettivo della banca centrale (al 2,1% rispetto al 3%) rispetto ad altre economie asiatiche (7% in India e 5,4% in Corea del Sud), nonostante l'aumento dei prezzi delle materie prime. Tuttavia, in un mondo pieno di "falchi" dell'inflazione, la People's Bank of China (PBoC) si è astenuta dal ridurre ulteriormente i tassi a giugno. Nel secondo semestre 2022, la ripresa del PIL dovrebbe essere sostenuta dagli investimenti, grazie al miglioramento delle prospettive, alle migliori condizioni finanziarie e all'impulso dato dal governo ai progetti infrastrutturali. La ripresa sarà tuttavia messa a dura prova dal rallentamento globale e dal rischio di ulteriori epidemie.

In questo contesto, ci aspettiamo un'intensificazione delle misure di politica fiscale, mentre la politica monetaria rimarrà sottotono a causa dal crescente differenziale dei tassi di interesse con il resto del mondo e del dilemma irrisolto della riduzione della leva finanziaria. La crescita cinese è prevista al 3,5% nel 2022 (in calo di 0,5 punti percentuali rispetto al mese scorso) e al 5,4% nel 2023 (revisione al rialzo di 0,6 punti) (Tabella 1).

STATI UNITI: DIFFICOLTÀ A BREVE TERMINE PER UN GUADAGNO A LUNGO TERMINE

Le vendite al dettaglio negli Stati Uniti sono scese dello 0,3% a maggio, un primo segnale concreto che il potere d'acquisto e le prospettive negative stanno alla fine penalizzando gli acquisti dei consumatori. I dati indiretti indicano questo rallentamento da mesi e i sondaggi sulla fiducia dei consumatori dell'Università del Michigan non sono mai stati così negativi (anche durante la pandemia e la crisi finanziaria globale del 2008). Certo, quest'ultimo sondaggio ha un potere predittivo minore sui consumi statunitensi rispetto al Conference Board Survey, rivelatosi più resiliente grazie alla sua tendenza a seguire il mercato del lavoro, ma è chiaramente orientato al ribasso.

TABELLA 1: SU PIL E INFLAZIONE, LE NOSTRE PREVISIONI PER IL 2022 E IL 2023 SONO INFERIORI AL CONSENSUS, %

	CRESCITA DEL PIL				INFLAZIONE			
	2022	Versus Consensus	2023	Versus Consensus	2022	Versus Consensus	2023	Versus Consensus
USA	2,4%	2,8%	1,8%	2,0%	7,8%	7,3%	3,7%	3,4%
Area Euro	2,4%	2,6%	1,3%	2,1%	7,5%	6,6%	4,1%	2,8%
Cina	3,5%	4,7%	5,4%	5,1%	2,1%	2,2%	2,2%	2,3%

Fonti: Amundi, Focus Economics Consensus Forecasts, Indosuez Wealth Management.

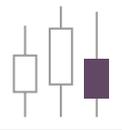


Il tasso di disoccupazione è effettivamente al 3,6%, un dato confortante se si confronta l'attuale situazione di inflazione con quella degli anni '70 (quando il tasso di disoccupazione era superiore al 6%). Tuttavia, con un'inflazione superiore all'8% e un tasso di risparmio ormai inferiore al 5%, il rischio di una contrazione della domanda interna nel secondo semestre è elevato. L'inflazione dovrebbe incidere sui consumi privati a partire dal terzo trimestre del 2022, mentre la contrazione si intensificherà verso la fine dell'anno, in linea con il deterioramento del mercato del lavoro. Anche gli investimenti dovrebbero subire un duro colpo, a causa dell'aggressiva stretta monetaria prevista per quest'anno (secondo i mercati, il tasso di riferimento dei Fed fund dovrebbe attestarsi al 3,75% entro la fine dell'anno). La ricostituzione delle scorte continua a incidere fortemente sui dati, ma riteniamo che una recessione tecnica sia possibile tra il quarto trimestre 2022 e il primo trimestre del 2023. Tuttavia, un altro scenario, forse meno probabile e meno ottimale nel lungo periodo, prevede che i consumatori statunitensi siano ancora sostenuti da una politica fiscale accomodante e da una politica monetaria meno aggressiva, anche se questo non ridurrebbe l'inflazione. Un compromesso difficile per i politici, soprattutto in vista delle elezioni di metà mandato di novembre.

AREA EURO: L'INVERNO STA ARRIVANDO

La ripresa europea post COVID è stata offuscata dalla guerra. La produzione industriale è aumentata dello 0,4% m/m, grazie soprattutto alla forte spinta della produzione di energia (5,4% m/m).

Ciononostante, il settore dei servizi ha avuto una tenuta sorprendente, come dimostrano i dati di Google sulla mobilità e sui voli. A giugno, l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore dei servizi è sceso di 3,3 punti a 52,8, calando di altri 2,6 punti, a quota 52, nel settore manifatturiero. La flessione degli indicatori di fiducia è di cattivo auspicio per l'autunno, dopo la ripresa dei servizi in estate, durante la quale le famiglie a reddito più elevato avranno attinto ai loro ancora solidi risparmi privati prima di affrontare un inverno difficile. Gli europei potranno ovviamente contare su ammortizzatori fiscali; secondo il *think-tank* Bruegel, sono stati messi in atto tagli alle imposte sull'energia/IVA in 20 dei 27 Stati membri dell'Unione Europea e trasferimenti ai gruppi più vulnerabili in 25 nazioni. Tuttavia, gli investimenti risentiranno degli estremi livelli di incertezza e delle minori prospettive di domanda fino al 2023. L'area euro dovrebbe crescere del 2,4% nel 2022 (con due punti percentuali di crescita riportati dalla solida crescita di fine 2021, il che significa una stagnazione nel secondo trimestre del 2022 e una leggera contrazione del PIL nel terzo e quarto trimestre) e dell'1,3% nel 2023 (revisione al ribasso di 0,5 punti percentuali rispetto al mese scorso), con rischi orientati al ribasso (aumenta la probabilità di un taglio totale del gas russo, che azzerebbe la crescita nel 2023). L'inflazione dovrebbe raggiungere il picco nel 3° trimestre (all'8,3%), ma l'incertezza è alta a causa dell'attuale crisi energetica (vedi Focus).



Il debito a rendimento negativo è sceso del **90%** A 1,8 MILIARDI DI DOLLARI

Le banche centrali di Stati Uniti, Europa e Regno Unito sono determinate ad evitare effetti di secondo impatto sull'inflazione e inaspriranno le condizioni monetarie. In teoria, potrebbe anche verificarsi una recessione morbida, ma cosa accadrà nella vita reale?

BANCHE CENTRALI

Le banche centrali, guidate dalla Federal Reserve, hanno inasprito le condizioni monetarie in modo molto aggressivo attraverso la *forward guidance* ed i rialzi dei tassi. I tassi di mercato stanno superando i livelli neutri, trasformandosi in un freno per l'economia. La domanda continua a rallentare e le componenti cicliche stanno iniziando a scendere (prezzi dei beni, metalli industriali), ma i prezzi dei prodotti alimentari e degli affitti continuano a crescere. Il complesso energetico non dà tregua alle banche centrali.

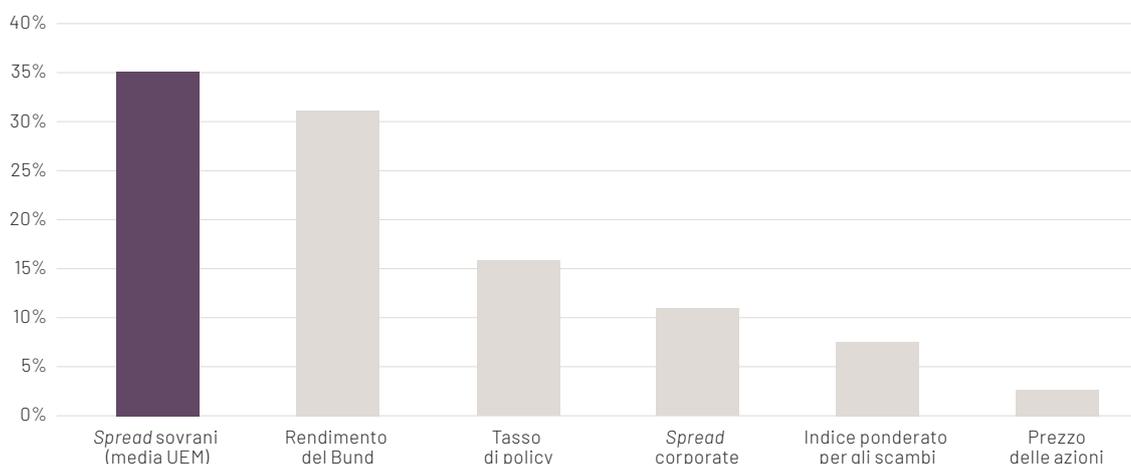
Le aspettative di inflazione a lungo termine si stanno riducendo, in seguito alla forte correzione delle materie prime cicliche e all'aggressivo percorso di stretta monetaria delineato dal mercato e realizzato dalla Federal Reserve.

La Fed sta stringendo le maglie in un rallentamento ciclico e l'attuale ritmo di rialzi dei tassi potrebbe pesare ancora di più sulla crescita. I rischi di ribasso sull'economia dovrebbero concretizzarsi in un netto irripidimento della curva dei rendimenti. L'inversione dell'inclinazione della curva dei rendimenti è un processo che richiede tempo, poiché implica un cambiamento delle

aspettative sulla forza dell'economia e sulla posizione delle banche centrali. Un'ipotesi alternativa potrebbe essere un'inversione della curva dei rendimenti trainata dalla stagflazione, con i mercati che pesano sui rendimenti a lungo termine per riflettere i timori di recessione, mentre i rendimenti a breve termine potrebbero comprimersi meno se la Fed conferma il suo impegno a combattere l'inflazione.

La BCE si trova in una situazione molto più difficile, dato il forte deprezzamento dell'euro e la volontà di inasprire la politica monetaria. La banca centrale ha fissato un aumento di 25 pb a luglio e un altro a settembre, mentre i mercati del reddito fisso vedono il tasso di deposito raggiungere l'1% entro la fine del 2022. I tassi dell'euro sono aumentati notevolmente dopo il cambio di rotta della BCE, a febbraio, ma osserviamo ancora scarsi segni di frammentazione del mercato, anche se i livelli assoluti sembrano interessanti sui periferici. Le aste si svolgono ancora in modo relativamente "normale". L'allargamento degli *spread* periferici è stato in linea con la normalizzazione dei tassi nell'area euro (Grafico 3) e in questo contesto è prevedibile una certa volatilità dei premi di rischio.

GRAFICO 3: GLI SPREAD SOVRANI SONO IL PRINCIPALE RISCHIO PER LE CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO DELL'AREA EURO*, %



* Indice delle condizioni finanziarie dell'area euro, pesi.
 Fonti: Goldman Sachs, Indosuez Wealth Management.



Tuttavia, due giorni di allargamento degli *spread* italiani sono stati sufficienti a scatenare una reazione da parte del Consiglio direttivo della BCE. La BCE ha agito d'anticipo e ha guadagnato tempo. L'impatto sugli *spread* è stato immediato. Per ora, i mercati concedono alla BCE il beneficio del dubbio sulla costruzione di uno strumento credibile contro la frammentazione e la volatilità si è ridotta, in linea con gli *spread* periferici.

Il seguito, alla prossima puntata...

OBBLIGAZIONI CORPORATE

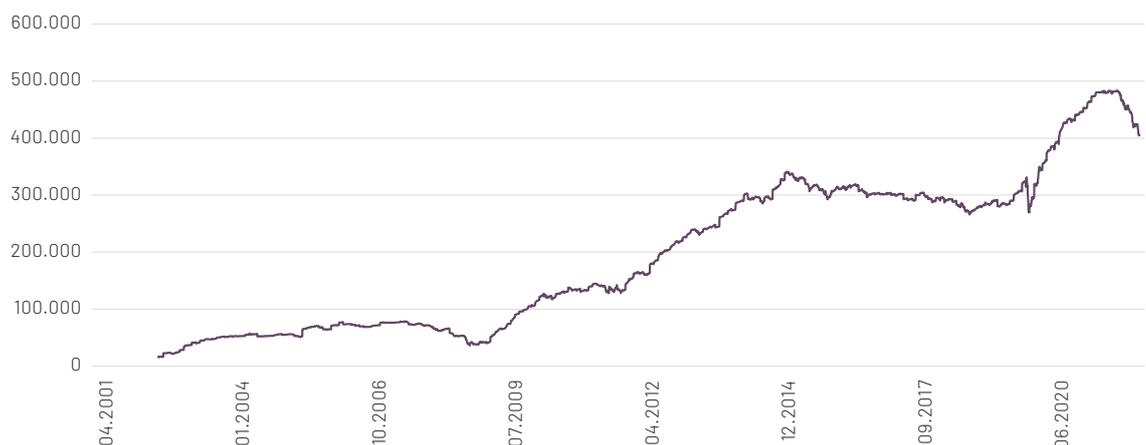
I mercati del credito sono stati scossi dall'incertezza sui tassi, misurata dalla volatilità intrinseca (ai massimi dall'inizio degli anni 2000) e dal crollo dei mercati azionari.

I deflussi continuano a influenzare il comportamento del mercato: gli investitori hanno ritirato quasi il 15% del loro patrimonio dal mercato *high yield* europeo, che ha anche perso il 15% della performance da un anno all'altro: si tratta della più forte contrazione del mercato in termini nominali mai registrata (Grafico 4). Tuttavia, i mercati del credito nei mercati sviluppati contabilizzano già i rischi di recessione, la liquidità limitata, sia per le imprese che per gli investitori, ed i tassi nominali più elevati.

Dal punto di vista dei fondamentali, le imprese hanno accumulato riserve di liquidità in bilancio e le scorte di debito hanno tassi di finanziamento molto bassi. Ovviamente, le nuove esigenze di finanziamento vengono soddisfatte con tassi e *spread* più alti ma, in questa fase, non sono sufficienti a erodere il profilo finanziario molto elevato.

Per quanto riguarda i fondamentali, il mercato prevede un declassamento del rating, in quanto le agenzie potrebbero reagire all'aumento degli *spread*. Di conseguenza, il rischio di credito dovrebbe aumentare fino al 2023, con un potenziale aumento delle inadempienze nel settore *high yield* nel prossimo futuro, anche se dovrebbero rimanere al di sotto dei livelli della passata recessione. Su una base corretta per il rischio, i rendimenti *investment grade* sono più convenienti di quelli *high yield*, che soffrirebbero maggiormente se i timori di recessione dovessero continuare. Il debito subordinato attira nuovamente l'attenzione degli investitori, mentre il mercato si interroga sulle *call*. Riteniamo che i timori di *non-call* siano esagerati per la maggior parte degli emittenti e raccomandiamo di rimanere molto selettivi. Sia gli emittenti *corporate* che quelli finanziari sono decisi a mantenere il proprio accesso al mercato e accettano di pagare un prezzo elevato.

GRAFICO 4: DIMENSIONE DEL MERCATO EUROPEO DEI TITOLI HIGH YIELD, MILIARDI DI EURO



Fonti: ICE, Indosuez Wealth Management.

ORIENTARSI IN UN MERCATO ORSO

I mercati azionari si trovano in una fase di mercato ribassista e gli investitori devono orientarsi con cautela tra un'inflazione a livelli storici e il rischio di recessione. Quest'ultima è una questione fondamentale, poiché la durata delle correzioni azionarie è correlata all'ampiezza della contrazione ciclica.

Sul fronte *bottom-up*, le aspettative di crescita degli utili rimangono stabili, nonostante le forti turbolenze del mercato, ma l'aumento dei rendimenti reali rappresenta un fattore contrario per le valutazioni azionarie, mentre la volatilità rimane elevata. Pertanto, pur apprezzando l'ampiezza del movimento di *repricing* già verificatosi negli ultimi mesi, rimaniamo cauti sui fondamentali, prima che catalizzatori maggiormente positivi possano segnalare un avvio di ripresa del mercato.

Questa riduzione è interamente ascrivibile ai rendimenti obbligazionari reali, che hanno deteriorato il premio per il rischio azionario, ora intorno al 6%, e hanno penalizzato l'attrattiva delle azioni. Tuttavia, dopo questo semestre di correzione, i premi per il rischio azionario in Europa sono di nuovo interessanti (>10%), spingendoci però a concentrare la nostra attenzione sul rischio di revisione degli utili.



L'EPS a 12 mesi
è aumentato

dell'**8%**

UTILI E VALUTAZIONE

Sul fronte degli utili, le revisioni continuano ad essere resilienti... finora. Gli EPS a 12 mesi sono aumentati dell'8% dall'inizio dell'anno, mentre il mercato ha perso oltre il 23%. Durante i precedenti mercati orso del 2000-2003 e del 2007-2009, i prezzi di mercato hanno anticipato la svolta delle revisioni degli utili, ma queste ultime li hanno rapidamente seguiti. Questo non è ancora successo nell'attuale scenario. Ma per quanto tempo?

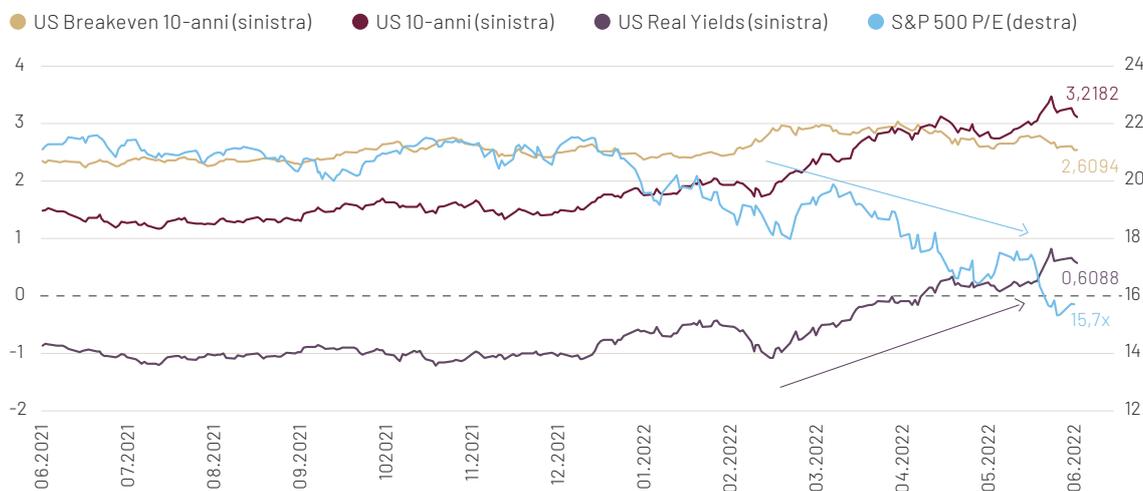
Sul fronte delle valutazioni, l'indice S&P 500 è attualmente al di sotto del suo livello medio di P/E (prezzo/utile) di lungo periodo (attualmente a 15,7x rispetto a 17,1x)(Grafico 5).

STATI UNITI

Il 13 giugno, l'indice S&P 500 ha chiuso in territorio di "mercato orso" (calo del 20%) per la prima volta da marzo 2020. Per gli investitori, si tratta di una soglia simbolica e psicologica che di solito genera un'ulteriore pressione sui flussi.

Negli ultimi mesi, a seguito dell'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato USA, il mercato statunitense ha subito un forte calo. L'energia è l'unico settore in territorio positivo, poiché beneficia di questo contesto inflazionistico. In questo scenario, privilegiamo i titoli a dividendo sostenibili ed i titoli di qualità a prezzo ragionevole (QARP), ma siamo più cauti sui titoli ciclici (beni di consumo voluttuari ed industriali).

GRAFICO 5: INDICE S&P 500 CON RAPPORTO EPS E PE FORWARD A 12 MESI



Nota: Dall'inizio dell'anno, il forte rialzo dei rendimenti reali (+170 pb) ha spiegato la forte riduzione delle valutazioni azionarie (P/E da 22 a 16 per l'S&P 500).

Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



EUROPA

I venti contrari dei mesi precedenti sono ancora presenti: il conflitto tra Russia e Ucraina, le perturbazioni della supply chain, l'inflazione, l'aumento dei tassi, le ripercussioni della politica "zero COVID" della Cina. L'universo delle imprese resta il punto con meno ombre, con aziende che non registrano alcun rallentamento, ad eccezione di alcuni settori specifici (in particolare quelli che hanno beneficiato maggiormente del trend "Stay At Home" sul fronte dei consumatori).

Le valutazioni si sono notevolmente ridotte, ma con una legittima cautela da parte degli investitori sul ritmo e sull'entità di una possibile revisione al ribasso degli utili. Pertanto, nonostante una correzione significativa che ha portato a multipli di valutazione e premi per il rischio interessanti (10,7x per l'Eurostoxx 50¹), rimaniamo cauti sui mercati azionari dell'area euro e continuiamo a preferire i mercati britannici e svizzeri su base relativa.

MERCATI EMERGENTI

A partire dalla seconda metà del 2022, la nostra visione delle azioni cinesi è ancora maggiormente positiva, grazie al recente allentamento delle misure di lockdown a Shanghai e Pechino, alle vigorose misure monetarie e fiscali a favore della crescita, nonché al forte impulso sul piano delle infrastrutture. Ci sono stati sviluppi positivi anche sul fronte normativo, con la ripresa delle autorizzazioni per il gaming online, dopo un congelamento di 8 mesi. Questo fa ben sperare per il settore cinese del gaming e per i giochi su Internet. Nelle ultime settimane, il governo cinese ha comunicato costantemente sulla propria politica di incentivi.

Il nostro posizionamento attuale, con orientamento *bottom-up*, è una strategia tattica "barbell" che ha come assi principali la Cina e l'India/ASEAN

(Associazione delle Nazioni del Sud-Est Asiatico), mentre siamo neutrali sulla Corea del Sud e sottopeso su Taiwan.

STILE: ENFASI SUI TITOLI QUALITY, COMPLETATI DAI VALUE

Il settore *Value* ha sovraperformato, grazie soprattutto al significativo rimbalzo dei rendimenti e all'aumento dei prezzi delle materie prime. Dopo la recente accelerazione dei rendimenti obbligazionari, ci si può tuttavia interrogare sul potenziale residuo di questo fattore, in particolare se il mercato inizia a concentrarsi più sulla crescita (in rallentamento) che sull'inflazione. In tal caso, la performance relativa del settore *Value* potrebbe gradualmente attenuarsi, ma sembra francamente prematuro puntare su questa eventualità.

I titoli *Quality* rimangono la scelta migliore in un regime di mercato caratterizzato da alta volatilità e bassa visibilità. I titoli con solidi fondamentali, come visibilità, stabilità, resistenza e dividendi in crescita, sono sempre più premiati dal mercato. Inoltre, la stabilizzazione dei rendimenti a lungo termine dovrebbe sbloccare il loro potenziale di sovraperformance.

Tuttavia, il persistente trend inflazionistico giustifica il mantenimento di un'allocazione considerevole sulle strategie di dividendi, con l'obiettivo di bilanciare i settori *Value*/ciclici e quelli più difensivi (come sanità, telecomunicazioni e utility).

Per quanto riguarda lo stile *Growth*, un rimbalzo tecnico del mercato potrebbe offrire un sollievo allo stile nel breve termine, in particolare dopo la recente correzione. Tuttavia, finché i rendimenti obbligazionari saranno in aumento, preferiamo non tornare su questo stile, fatta eccezione per le strategie opzionali, che offrono un'asimmetria interessante.

1 - P/E forward misto a 12 mesi.

LE DECISIONI DELLE BANCHE CENTRALI RAVVIVANO LA VOLATILITÀ DEI CAMBI

Un numero crescente di banche centrali si è lanciato nella corsa ai rialzi, per opporsi alle pressioni inflazionistiche. La BNS, solitamente «neutrale», ha fatto nelle scorse settimane un primo passo sorprendente, aumentando i tassi di 50 pb. La BCE sembra impaziente di seguire questa strada e, finora, solo la Banca del Giappone cerca di resistere alla tendenza, nonostante lo YEN abbia perso oltre il 17% sull'USD negli ultimi 3 mesi.

CHF

La BNS aumenta i tassi inaspettatamente

Nel corso del mese di giugno, la Banca nazionale svizzera (BNS) ha inaspettatamente aumentato i tassi e ha sorpreso tutti sia per la tempistica, facendolo prima della BCE, sia in termini di ampiezza, con un incremento di 50 pb, a -0,25%. Si tratta di un chiaro messaggio inviato al mercato: la BNS ha ribadito che è impegnata a mantenere l'inflazione vicina all'obiettivo e che un deprezzamento del franco svizzero è altamente indesiderabile.

Il presidente Thomas Jordan ha dichiarato che l'istituto potrebbe intervenire sul mercato Forex e acquistare valuta estera in caso di "eccessivo apprezzamento del franco svizzero". Tuttavia, in caso di indebolimento della divisa elvetica, la banca sarebbe anche disposta a vendere valuta estera per mantenere un franco forte, oltre a ricorrere ad ulteriori aumenti dei tassi, se necessario, con l'obiettivo principale di evitare di importare inflazione nel Paese. In questo contesto, il franco dovrebbe rimanere forte nei confronti dell'euro nel breve e medio termine e potremmo vedere la coppia convergere verso la parità nei prossimi mesi (Grafico 6).

EUR

La BCE prevede un aumento dei tassi

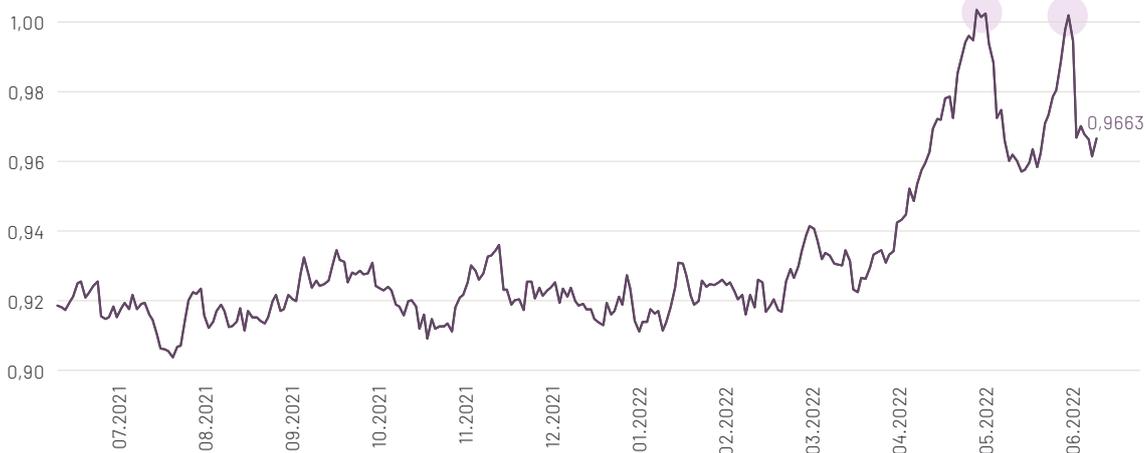
La presidente della Banca Centrale Europea (BCE), Christine Lagarde, ha dovuto ribadire l'intenzione di aumentare i tassi a luglio e a settembre, a causa dell'aumento dello *spread* tra i titoli tedeschi e quelli italiani. Gli investitori temono che un aumento dei tassi dell'euro possa avere un impatto sui Paesi periferici, indebolendo ulteriormente la valuta.

Se il sentimento di avversione al rischio persiste, l'euro dovrebbe continuare a essere sotto pressione rispetto al dollaro e al franco svizzero nel breve e medio termine. La parità EUR/USD a 1,0340 sarà un livello chiave, da tenere d'occhio.



IL CHF
RIMARRÀ FORTE
nei confronti
dell'EUR
nel breve termine

GRAFICO 6: GRAFICO GIORNALIERO USD/CHF, CHF PIÙ FORTE, GRAZIE ALL'AGGRESSIVITÀ DELLA BNS



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

USD

Sostenuto da aspettative di rialzo dei tassi del FOMC ancora più elevate

Il biglietto verde si è lasciato alle spalle tutte le classi di attivi e le valute estere, dopo la pubblicazione di un CPI ai massimi da 40 anni. Il percorso previsto per il rialzo dei tassi della Fed è diventato ancora più ripido, aggravando ulteriormente l'effettivo scenario di *margin call* che circonda il dollaro. In concomitanza con il contesto geopolitico sempre fragile dell'Ucraina e con l'impennata dei prezzi dell'energia e dei generi alimentari, il sentimento di avversione al rischio si è riaffacciato con forza.

Nonostante l'aumento dei tassi d'interesse si sia verificato anche altrove, nessuna valuta è stata finora in grado di resistere alla tempesta perfetta che ha spinto il dollaro al rialzo. Tuttavia, al di là di questa attuale compressione a breve termine, che probabilmente persisterà fino al picco dell'IPC statunitense o fino a quando il FOMC reagirà, va presa in considerazione la crescente possibilità di un potenziale errore di politica, tale da indurre una recessione. Un rialzo aggressivo dei tassi, proprio quando il consumatore statunitense riduce drasticamente la spesa, porterà inevitabilmente ad un ripensamento completo della sovraperformance del dollaro. Una valuta per ora più forte, ma certamente vulnerabile nel medio termine, dato l'attuale posizionamento del mercato e qualora la Fed iniziasse a trasmettere un messaggio meno aggressivo alla fine del 2022.

AUD

La politica cambia le carte in tavola per la valuta australiana AAA

Il partito laburista ha strappato la vittoria e la maggioranza di governo ai liberali, al potere da molto tempo, sancendo un significativo cambiamento politico. A sua volta, la Royal Bank of Australia (RBA) ha aumentato i tassi di interesse più del previsto, in un paese dove regna la piena occupazione.

Da allora la valuta con rating AAA si è stabilizzata e ha avviato una tendenza rialzista nei confronti degli omologhi regionali asiatici, mentre l'avanzo delle partite correnti tocca livelli mai visti.

L'invidiabile bilancia commerciale australiana, forte delle sue materie prime, frutterà una notevole quantità di valuta estera, che sosterrà l'AUD. Trasversalmente, l'ampliamento dei differenziali dei tassi d'interesse rispetto agli altri paesi sosterrà il dollaro australiano in caso di ribasso. Il suo status di valuta ad alto rendimento è di buon auspicio per i nuovi giochi valutari del *carry trade*.

CNY

Lockdown o non lockdown?

Dalla fine di aprile, lo yuan cinese ha ceduto significativamente terreno, passando il testimone come valuta mondiale più performante al dollaro USA in ripresa. Su base regionale, in Asia, la Cina non sembra disposta ad affrontare pressioni di apprezzamento relativo, mentre il Giappone, suo concorrente, svaluta in modo aggressivo lo yen, manipolando il controllo della curva dei rendimenti. La riduzione dell'8% della PBoC da picco a picco, evidente rispetto al dollaro statunitense, deve essere vista in questa luce, in linea con il regime di gestione del paniere Forex dei suoi partner commerciali. Da allora, la stabilità è tornata e la coppia USD/CNY si è mantenuta al di sotto di 6,80 da metà maggio. Non possiamo ancora escludere un indebolimento del yuan al di là di questo punto, dato che i differenziali dei tassi di interesse rispetto agli Stati Uniti si amplieranno ulteriormente nei prossimi mesi. Tuttavia, un allentamento graduale e a lungo atteso delle rigide politiche di lockdown "zero COVID" nelle principali città costiere cinesi contribuirà certamente a sollevare il velo di crisi economica che avvolge il PIL. Rimaniamo cautamente ottimisti sul fatto che, nel corso del tempo, in questi momenti di debolezza, lo yuan cinese continuerà a garantire una stabile diversificazione delle riserve della Banca Centrale e a sovraperformare ulteriormente i concorrenti del G7 a più basso rendimento.



PROSPETTIVE MACROECONOMICHE E DI MERCATO



IL CICLO
MACRO-
ECONOMICO
dovrebbe
continuare a
RALLENTARE

- Le narrazioni globali continuano ad alternare sorprese legate all'inflazione e timori di recessione. Nell'area euro, il picco di inflazione si estenderà fino alla fine dell'anno e dovrebbe attestarsi ad oltre il 7% su base annua, prima di scendere a circa il 4% l'anno prossimo.
- Si prevede che il ciclo macroeconomico continui a rallentare ulteriormente, sfiorando la recessione nel secondo semestre, e che nel 2023 la crescita sarà inferiore al potenziale. Sebbene l'area euro sia la più colpita dalla crisi energetica e dal conflitto in Ucraina, la spesa fiscale dovrebbe limitare il rischio di recessione a una recessione tecnica. Negli Stati Uniti, saranno soprattutto l'inasprimento delle condizioni finanziarie a determinare un rallentamento, sia sul fronte delle imprese che su quello dei consumatori, con questi ultimi che risentiranno anche del minore potere d'acquisto.
- La normalizzazione monetaria continua ad accelerare, con la Fed che anticipa i suoi rialzi dei tassi. J. Powell sembra essere pronto a provocare un rallentamento e ad accrescere la disoccupazione. La BCE abbandonerà i tassi negativi, mentre l'aumento dello *spread* cristallizza l'ansia per la sostenibilità del debito, spingendo l'istituto a intensificare le discussioni su una rete di protezione per limitare i rischi di frammentazione.
- I fondamentali delle imprese, che finora sono rimasti solidi, dovrebbero iniziare a risentire di questo rallentamento. La crescita degli utili è stata rivista al rialzo, dopo la stagione degli utili

del 1° trimestre 2022, ma incombe un rischio di revisione. Il rischio di credito dovrebbe aumentare fino al 2023, ma rimane contenuto al di sotto dei livelli della passata recessione, con tassi di insolvenza nell'*high yield* che dovrebbero raggiungere il 4% (ben lontani dai record del 2009).

- Il regime di mercato ha adottato una configurazione Orso, senza ancora un punto di stabilizzazione e in un regime di maggiore volatilità. Finora la correzione del mercato è stata guidata essenzialmente da un aumento dei rendimenti obbligazionari a lungo termine. Ora che i timori di recessione sono in aumento e le revisioni degli utili potrebbero tornare ad essere di attualità, gli investitori stanno aumentando l'esposizione ai settori Defensive e ai titoli *Quality*.

CONVINZIONI DI INVESTIMENTO/ALLOCAZIONE

- Azioni: manteniamo un'esposizione moderata, con un approccio neutrale al rischio e una preferenza per i titoli *Value* e *Quality/Defensive* che offrono rendimenti da dividendo interessanti, e che assicurano una buona copertura contro l'inflazione. Rimaniamo sottopeso sui titoli *Growth* e sulle società con valutazione elevata. Rimaniamo sottopesati sull'area euro e passiamo da neutrali a leggermente sottopesati sugli Stati Uniti e sovrappesati sulla Cina. Osserviamo una rinnovata trazione sulle azioni cinesi, che hanno sovraperformato i mercati statunitensi nell'ultimo mese e premiano la nostra pazienza su questo mercato, che rimarrà incerto e volatile nei prossimi mesi. Il forte calo dei titoli *Quality* nell'ultimo anno può offrire buoni livelli di ingresso.

- **Reddito fisso:** abbiamo mantenuto una posizione sottopesata sulla *duration*, ma di recente abbiamo aumentato le nostre posizioni sui titoli di Stato a lunghissima *duration*, per limitare il *drawdown* in caso di recessione. Rimaniamo costruttivi sulle strategie *buy & hold* di obbligazioni *corporate* con *duration* moderata. All'interno di un contesto caratterizzato dall'aumento delle paure per una recessione, abbiamo ridotto tatticamente l'esposizione al comparto Value ed incrementato quella al *Quality*. Rimaniamo costruttivi sul debito subordinato e aumentiamo la nostra attenzione sui titoli ESG (Environmental, Social and Governance) e sulle obbligazioni verdi.
- **Valute:** tutti i fattori sono oggi a favore del dollaro, rispetto alla maggior parte delle valute: differenziali di tasso, fondamentali macroeconomici, rischi geopolitici e rischi sovrani/di frammentazione. Ciononostante, questi fattori sono relativamente ben prezzati e il dollaro sembra aver raggiunto il suo picco massimo, limitato da una normalizzazione che si sta generalizzando a un numero più ampio di paesi.
- In generale consideriamo gli attivi reali come una buona copertura contro l'inflazione. Riteniamo che il settore infrastrutturale sia nella posizione ideale per beneficiare di questo ruolo, in particolare nel contesto in cui si intensificano gli investimenti in infrastrutture e nella transizione climatica. Il settore immobiliare era solito sovraperformare le azioni negli anni '70, ma riteniamo che entri in questo ciclo di normalizzazione monetaria a livelli di valutazione elevati, con una maggiore vulnerabilità per il mercato residenziale statunitense (poiché il tasso dei mutui a 30 anni supera di gran lunga i rendimenti degli affitti). Rimaniamo più costruttivi sul settore immobiliare commerciale e logistico in Europa. Infine, il private equity probabilmente rifletterà in parte e più gradualmente gli aggiustamenti dei multipli di valutazione visti nei mercati pubblici. Tuttavia, questo segmento continua ad attrarre grandi afflussi, mentre le uscite dei fondatori e l'eliminazione delle attività non-core continueranno a fornire interessanti opportunità in questo contesto.

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 23 GIUGNO 2022

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	3,09%	34,01	157,69
Francia 10A	1,97%	45,50	177,10
Germania 10A	1,43%	42,90	160,70
Spagna 10A	2,51%	45,80	194,80
Svizzera 10A	1,23%	51,00	136,70
Giappone 10A	0,23%	-0,50	16,40

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	34,16	-2,76%	-12,90%
Titoli di Stato in EUR	202,33	-2,02%	-7,42%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	188,09	-4,01%	-11,95%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	290,13	-5,36%	-12,72%
Titoli di Stato USA	300,55	-1,45%	-6,16%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	43,19	-3,51%	-15,31%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	1,0114	-1,73%	-2,51%
GBP/USD	1,2260	-2,70%	-9,40%
USD/CHF	0,9609	0,10%	5,26%
EUR/USD	1,0523	-1,88%	-7,45%
USD/JPY	134,95	6,16%	17,27%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	29,05	1,55	11,83

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	3.795,73	-6,46%	-20,36%
FTSE 100 (Regno Unito)	7.020,45	-7,20%	-4,93%
Stoxx Europe 600	402,4	-8,07%	-17,51%
Topix	1.851,74	-1,38%	-7,06%
MSCI World	2.549,05	-7,10%	-21,12%
Shanghai SE Composite	4.343,88	8,79%	-12,07%
MSCI Emerging Markets	995,34	-2,70%	-19,21%
MSCI Latam (America Latina)	2.040,53	-16,81%	-4,19%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	193,61	-7,43%	-29,78%
MSCI Asia Ex Japan	647,69	-0,42%	-17,94%
CAC 40 (Francia)	5.883,33	-8,22%	-17,75%
DAX (Germania)	12.912,59	-9,27%	-18,71%
MIB (Italia)	2.1615,00	-11,94%	-20,96%
IBEX (Spagna)	8.106,4	-8,80%	-6,97%
SMI (Svizzera)	10.453,31	-9,04%	-18,81%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	4.289,00	-7,60%	-5,69%
Oro (USD/Oncia)	1.822,77	-1,51%	-0,35%
Greggio WTI (USD/Barile)	104,27	-8,61%	38,64%
Argento (USD/Oncia)	21,042	-4,10%	-9,89%
Rame (USD/Tm)	8.409,00	-10,09%	-13,49%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	6,24	-29,96%	67,27%

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

	MARZO 2022	APRILE 2022	MAGGIO 2022	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (23 GIUGNO 2022)
MIGLIORI	12,25%	0,38%	6,46%	8,79%	-4,19%
	3,58%	-1,20%	1,87%	-0,42%	-4,93%
	3,15%	-2,40%	0,84%	-1,38%	-7,06%
	2,52%	-3,79%	0,69%	-2,70%	-12,07%
	0,77%	-4,89%	0,20%	-6,46%	-17,51%
	0,61%	-5,23%	0,14%	-7,10%	-17,94%
	-2,52%	-5,75%	0,01%	-7,20%	-19,21%
	-2,93%	-8,43%	-0,16%	-7,43%	-20,36%
	-6,84%	-8,80%	-1,56%	-8,07%	-21,12%
PEGGIORI	-7,84%	-13,86%	-4,29%	-16,81%	-29,78%

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/utili basso.

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

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

DICHIARAZIONE DI ESCLUSIONE DI RESPONSABILITÀ

Il documento dal titolo «Monthly House View» («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: Getty Images.

Finito di redigere il 23.06.2022.

