



# MONTHLY HOUSE VIEW

Settembre 2022

Un rimbalzo illusorio

• Sommario

01• Editoriale UN RIMBALZO ILLUSORIO	P3
02• Focus CINA E GIAPPONE: IL PIANTO DELLE «COLOMBE»	P4
03• Macroeconomia IL MONDO ALLA ROVESCIA	P6
04• Reddito fisso IL 75 È IL NUOVO 25!	P8
05• Azioni UN RALLY ESTIVO	P10
06• Cambi LA FED ED IL DOLLARO USA SEMPRE DAVANTI A TUTTI	P12
07• Asset allocation SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE	P14
08• Monitor dei mercati PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI	P16
09• Glossario	P17
Dichiarazione di esclusione di responsabilità	P18



VINCENT  
MANUEL

Chief Investment Officer

Cari Lettori,

Alla fine i mercati hanno vissuto un'estate tranquilla, con un ribasso dei rendimenti a lungo termine ed un miglioramento delle sorprese economiche negli Stati Uniti. Questa tregua estiva si è conclusa pochi giorni prima della riunione dei banchieri centrali a Jackson Hole, dove Jerome Powell ha ribadito di voler innalzare i tassi e dare la priorità all'inflazione.

Il rimbalzo estivo presentava al contempo tratti paradossali e instabili. Gli Stati Uniti hanno beneficiato sia di un'inflazione inferiore alle attese (l'indice dei prezzi di luglio non è ulteriormente salito rispetto al mese precedente e l'inflazione annuale si è stabilizzata) sia di un mercato del lavoro più robusto di quanto anticipato. Tuttavia, i migliori dati economici dovrebbero arrestare la tendenza ribassista dei rendimenti a lungo termine iniziata a metà giugno e quindi ravvivare i timori per le mosse della Fed. A metà agosto la natura stessa del rimbalzo ha sollevato dubbi sulla sua sostenibilità: bassi volumi, pochi o nessun flusso importante degli investitori tradizionali ed un rialzo in definitiva ottenuto attraverso opzioni a breve termine.

Dietro la facciata delle positive sorprese economiche si celano anche uno scenario più complesso ed un *trend* a medio termine più sfidante. In primo luogo, il confronto tra la crescita statunitense e quella europea restituisce una visione fuorviante della realtà, che potrebbe mutare: il PIL statunitense si contrae da due trimestri, mentre la crescita europea rimane in territorio positivo. Tale dinamica dovrebbe invertirsi, con una breve ma probabilmente inevitabile recessione nell'Area Euro e, al contrario, una crescita del PIL statunitense nel terzo trimestre dopo una contrazione in parte dovuta ad impatti non ricorrenti sulle scorte. In secondo luogo, nonostante il rassicurante vigore, il mercato del lavoro statunitense finirà per cambiare rotta (la Fed lo ha annunciato e previsto) e gli investimenti delle imprese dovrebbero cominciare a patire le condizioni finanziarie più restrittive.

Gli europei dovrebbero inoltre essere scettici riguardo ai commenti della Commissione europea sulla ricostituzione delle scorte di gas. Persino un rifornimento completo coprirebbe solo un quarto del fabbisogno della regione, con la maggior parte ancora fornita quotidianamente dal gasdotto russo, nonostante gli sforzi di diversificazione già in corso.

Anche le buone notizie giunte dalle società dovrebbero essere prese con la dovuta accortezza, dato il rischio significativo di fraintendimenti. La solida stagione degli utili nel secondo trimestre, che ha alimentato l'ascesa dei mercati quest'estate, è stata trainata principalmente dal settore energetico, mentre l'euro debole e l'inflazione hanno sospinto in maniera artificiale i ricavi delle società europee. Infine, l'entità dei riacquisti di azioni negli Stati Uniti conferma l'importanza del ritorno per gli azionisti in un periodo di stagflazione e solleva al tempo stesso interrogativi sulla sostenibilità di questa tendenza e sulla reale situazione degli utili senza gli effetti accrescitivi associati a tali riacquisti. Il rischio di un'inversione per il ciclo degli utili è quindi sempre presente, anche se avverrà verosimilmente più tardi del previsto. Nel frattempo, qualsiasi minaccia di un aumento dei rendimenti a lungo termine potrebbe indebolire la valutazione di equilibrio del mercato azionario.

Pertanto, le speranze estive di un'economia in grado di evitare la recessione ed una banca centrale capace di moderare immediatamente i toni in risposta ad un'inflazione stabile sono in qualche modo premature e riteniamo che la prudenza sia d'obbligo nel corso dell'autunno. Gli investitori potrebbero inoltre rivolgere la propria attenzione ad altri fattori di rischio, tra cui l'imminente congresso del Partito comunista cinese, le tensioni legate a Taiwan, il voto in Italia, il conflitto in Ucraina e le elezioni di metà mandato negli Stati Uniti.

Restiamo quindi in un regime di volatilità strutturalmente più elevata, al quale gli investitori dovranno abituarsi ed adattarsi, senza immaginare un rapido ritorno al ciclo pre-pandemico. I tempi sono quindi maturi non tanto per inseguire rimbalzi di mercato a breve termine, quanto per individuare fonti di rendimenti reali nel lungo periodo.

Il rischio di una recessione “da debito” in Cina ricorda il Giappone degli anni ‘90. A nostro parere, tuttavia, la ripresa cinese è frenata, ma non compromessa, ed i decisori politici dispongono ancora di carte importanti per rilanciare l’economia. Il Giappone resta in un mondo a parte, dove l’inflazione è la benvenuta dopo anni di stagflazione. Nonostante uno yen in caduta libera, la Banca del Giappone (BoJ) sembra costretta ad adottare un approccio accomodante, dati gli squilibri economici ancora forti.

### RISCHI ORIENTATI AL RIBASSO IN CINA

A luglio le vendite al dettaglio cinesi sono aumentate del 2,7% su base annua (inferiore al +5% previsto dall’indagine di Reuters) e la produzione industriale è salita del 3,8% (mancando il 4,6% atteso). Sebbene questi dati sulla crescita siano invidiabili da una prospettiva europea, riflettono una seconda riapertura economica molto meno vigorosa rispetto a quella del 2021. Ad agosto le indagini PMI sono scese in territorio di contrazione (a 49,4), mentre il PMI dei servizi (52,6) è stato sostenuto dal lieve allentamento della politica zero-COVID.

Le autorità hanno annunciato ulteriori stimoli fiscali, sotto forma di nuove spese infrastrutturali (300 miliardi di yuan) ed un’estensione dei prestiti alle amministrazioni locali per 500 miliardi di yuan. Tuttavia, vi è il rischio che buona parte di tali misure aggiuntive sia destinata ai risparmi ed al rimborso del debito nell’ambito dell’attuale crisi del settore immobiliare (Grafico 1). Quest’ultima ha innescato il dibattito sul rischio che la Cina scivoli in una “recessione da debito” simile a quella del Giappone negli anni ‘90, quando gli operatori economici avevano ridotto il debito tagliando spese ed investimenti, finendo per deprimere ulteriormente

l’attività. Il debito delle famiglie cinesi è infatti passato dal 28% di un decennio fa al 62% del PIL, mentre quello delle imprese si attesta al 160%. Oggi le famiglie si affrettano a rimborsare i mutui in anticipo, poiché la fiducia ed i rendimenti degli investimenti immobiliari diminuiscono.

### È CRUCIALE RIPRISTINARE LA FIDUCIA

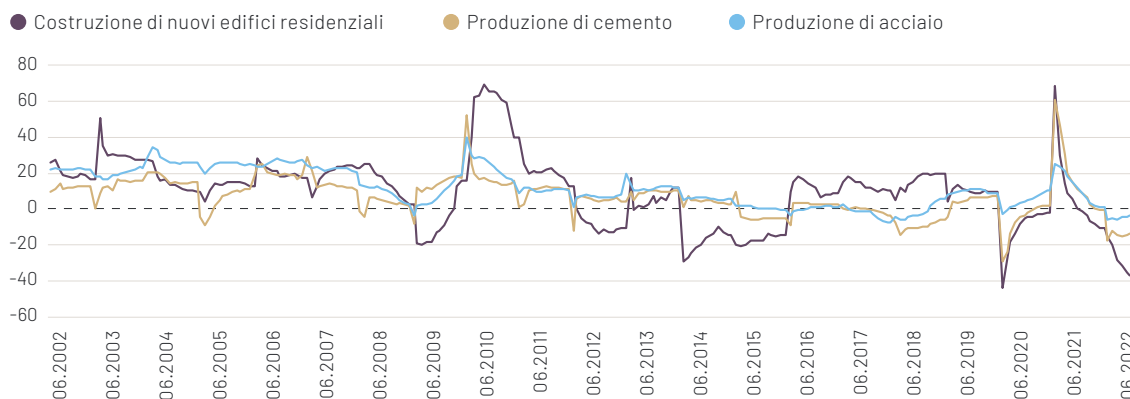
Con l’avvicinarsi del 20° Congresso nazionale, le autorità cinesi non possono permettersi di abbandonare il pugno di ferro contro i prestiti sconside- rati nel mercato immobiliare e, in modo analogo, non possono fare significativi passi indietro sul fronte della strategia zero-COVID. Tuttavia, sono state introdotte diverse misure per ripristinare la fiducia nel settore immobiliare, compresi i prestiti garantiti da imprese statali. L’allentamento della politica monetaria si è rivelato piuttosto modesto, anche se la Banca Popolare Cinese (PBoC) ha abbassato i tassi due volte quest’anno, dimostrando il suo sostegno. Sarà cruciale ripristinare la fiducia. Nel complesso, riteniamo che nell’economia cinese ci sia ancora una domanda latente indotta dai lockdown, ma la crisi del settore immobiliare dovrebbe pesare ancora sulla crescita nel 2023.



Quest’anno la  
**PBoC**

ha proceduto a due  
tagli dei tassi

GRAFICO 1: RALLENTAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE CINESE,  
CRESCITA DELLA PRODUZIONE EDILIZIA SU BASE ANNUA, %



Fonti: Refinitiv, Indosuez Wealth Management.

Le stime sull'espansione del PIL cinese sono state riviste al ribasso dal 3,2% nel 2022 e dal 5,5% nel 2023 rispettivamente al 2,9% ed al 5,2%. Le esportazioni saranno ostacolate dal rallentamento globale, ma dovrebbero continuare a beneficiare dei bassi prezzi alla produzione (4,2% a luglio, un minimo da 17 mesi ed un dato inferiore alle attese del consenso) e dei vantaggi competitivi in alcuni ambiti chiave, in primis i componenti per le energie rinnovabili. Riguardo alla dipendenza energetica della Cina, la sua produzione di carbone e la disponibilità di fonti russe hanno contribuito a tenere l'economia lontana dalle turbolenze energetiche globali, anche se l'attuale siccità nel sud del Paese frena la produzione di energia.

Finora le società hanno trasferito in misura limitata i maggiori costi delle materie prime ai prezzi di vendita. La ripresa della domanda interna si rafforza (le vendite al dettaglio sono salite del 2,4% su base annua a luglio, superando l'1,5% anticipato dal mercato). La disoccupazione rimane al di sotto della media storica (2,5% a luglio), mentre gli stipendi nominali sono aumentati del 2,2% a giugno 2022 rispetto ad un anno fa, l'incremento più significativo da quattro anni. Sul fronte dell'offerta, l'attività manifatturiera nipponica patisce la minore domanda di esportazioni da parte di Cina e Stati Uniti. Ad agosto il PMI manifatturiero è sceso a 51, con la componente dei nuovi ordini che è diminuita per la prima volta in sei mesi, lasciando presagire un'ulteriore debolezza.

I dati sull'inflazione di luglio sono ora superiori alle stime della Banca del Giappone per l'anno in corso come pure al suo obiettivo del 2%. L'estrema fragilità dello yen (-17% da inizio anno rispetto al dollaro) invita ad innalzare i tassi. Tuttavia, i bassi costi di finanziamento hanno aiutato le famiglie e le società ad assorbire le bollette energetiche più care. Inoltre, sostengono il governo con la gestione dell'enorme debito (270% del PIL), destinato a crescere con gli effetti del programma di sostegno contro la pandemia e con l'atteso aumento delle spese militari, dato l'acuirsi delle tensioni riguardo a Taiwan. Pertanto, tra le banche centrali del mondo la BoJ resta chiaramente in controtendenza. Dovrà essere più innovativa per frenare la caduta dello yen anche se, in presenza di una recessione più marcata del previsto negli Stati Uniti nel 2023, la valuta potrebbe sfruttare il suo status di bene rifugio.

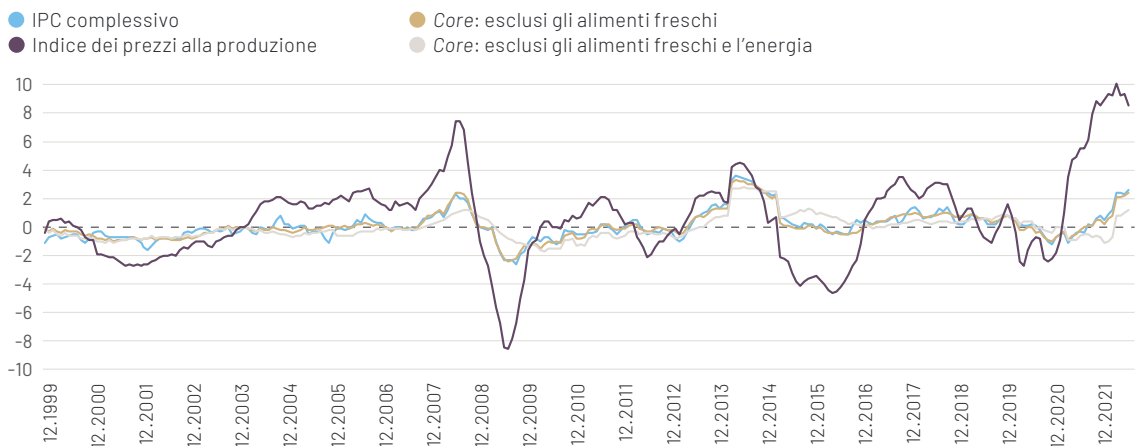


Yen in calo del  
**-17%**  
DA INIZIO ANNO  
rispetto al  
dollaro USA

## GIAPPONE: È TORNATA L'INFLAZIONE?

Con ogni probabilità è troppo presto per dirlo. A luglio l'inflazione dei prezzi al consumo giapponese ha accelerato più del previsto (2,4% su base annua, esclusi i prodotti freschi, dopo il 2,2% di giugno). Si tratta del livello più alto da agosto 2008, se si esclude l'impennata inflazionistica nel biennio 2014-2015 provocata artificialmente da un aumento dell'IVA (Grafico 2). L'inflazione si sta diffondendo gradualmente, ma gran parte delle pressioni proviene dai prodotti importati, come i prezzi di generi alimentari (+4,4% rispetto al +3,7% di giugno) ed energia (i costi di carburante, luce ed acqua hanno fatto segnare +14,7% rispetto al +14,0% di giugno). A luglio l'inflazione core, esclusi i prodotti alimentari e l'energia, si è attestata ad appena l'1,2% su base annua. È incoraggiante notare che i prezzi alla produzione iniziano a rallentare, sulla scia dei ribassi delle materie prime (8,6% su base annua a luglio 2022 contro il 9,4% di giugno).

GRAFICO 2: PRESSIONI SUI PREZZI IN GIAPPONE, SU BASE ANNUA, %




Fonti: Refinitiv, Indosuez Wealth Management.

Nelle economie avanzate, in particolare negli Stati Uniti, i dati macro di quest'estate non sono stati così negativi. Tuttavia, le buone notizie macro si sono ben presto trasformate in un cattivo presagio, dando un motivo in più alle banche centrali per inasprire la politica monetaria. È indubbio però che oggi l'inflazione pesa sulla crescita più dei crescenti tassi di interesse. Con l'aggravarsi dei timori per la carenza di energia, la recessione appare ormai inevitabile in Europa.

### STATI UNITI: NON SI TORNA INDIETRO

Il tasso di variazione del PIL statunitense nel secondo trimestre è stato rivisto al rialzo al -0,6% su base trimestrale annualizzata (anziché il -0,9% stimato inizialmente), in quanto i consumi si sono dimostrati più resilienti del previsto. Le scorte hanno contribuito per -2 punti percentuali a tale calo. Il dato complessivo del PIL per il terzo trimestre potrebbe rivelarsi superiore alle attese, data la natura molto volatile delle scorte dopo la COVID-19. Questo spiega in parte perché il NBER<sup>1</sup> si rifiuta di dichiarare che l'economia statunitense è attualmente in recessione. Nel complesso, durante l'estate si è osservato un forte rimbalzo dell'indice delle sorprese economiche Citi US. Sebbene i prezzi al consumo abbiano superato l'ascesa degli stipendi (8,5% su base annua rispetto al 6,7%), i consumi sono rimasti in buona salute (le vendite al dettaglio, esclusi i prezzi della benzina, sono cresciute dello 0,2% a luglio). Inoltre, a luglio 2022 l'indice dei prezzi della spesa per consumi personali negli Stati Uniti, l'indicatore preferito dalla Fed per l'inflazione, è sceso dello 0,1% su base mensile, dopo il balzo dell'1% a giugno.

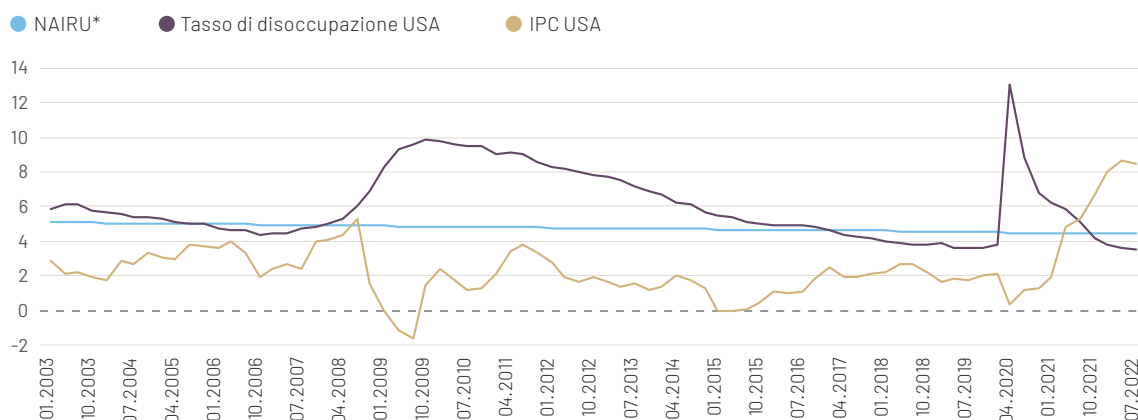


Stipendi USA in aumento del  
**6,7%**  
SU BASE ANNUA

Sempre su base mensile, i prezzi dei generi alimentari sono cresciuti dell'1,3%, ma i costi energetici sono arretrati del 4,8%.

Guardando avanti, a luglio l'inflazione ha molto probabilmente raggiunto il picco. Si prevede una tregua, poiché i prezzi delle automobili dovrebbero calare sulla scia della minore domanda, ma quelli degli alloggi (che rappresentano il 30% del paniere totale dell'inflazione) sono meno elastici (storicamente sono in ritardo di circa 15 mesi rispetto ai prezzi delle case) e continueranno ad esercitare pressioni sui prezzi. Il mercato del lavoro si conferma rigido (Grafico 3), mentre le aspettative inflazionistiche dei consumatori sono diminuite a luglio, pur restando sopra il 6% (livello raggiunto a novembre 2021). In questo contesto, la Fed è fermamente impegnata nella lotta all'inflazione. Il crollo della domanda di abitazioni (gli avvisi di cantieri si sono ridotti del 9,6% su base mensile a luglio) e gli indicatori di fiducia in caduta libera non distoglieranno la Fed dalla sua missione. Non prevediamo alcun declino significativo dell'inflazione statunitense fino alla primavera del 2023. Gli indici PMI segnalano un rallentamento futuro dell'attività; quello dei servizi è infatti sceso abbondantemente sotto i 50 punti (44,1 ad agosto) e l'omologo manifatturiero ha perso vigore (51,3).

GRAFICO 3: CONFRONTO TRA TASSO DI DISOCCUPAZIONE ED INFLAZIONE, %



\* NAIRU: tasso di disoccupazione di inflazione stabile.  
Fonti: Refinitiv, CBO, Indosuez Wealth Management.

1 - Ufficio nazionale di ricerca economica (National Bureau of Economic Research).



Il rischio di una recessione negli Stati Uniti è ora scontato per il secondo semestre del 2023, quando le crepe che iniziano ad emergere oggi nel mercato del lavoro (come il minor numero di posizioni vacanti) diventeranno più profonde e le condizioni di finanziamento restrittive arresteranno la ripresa della domanda interna.

### EUROPA: ALEGGIA LO SPETTRO DI UNA RECESSIONE

L'inflazione europea e la crescita del PIL continuano a patire la carenza di energia ed il conseguente shock della fiducia (Tabella 1) che ciò comporta. L'inflazione dell'Area Euro nel suo complesso dovrebbe avvicinarsi alla doppia cifra verso la fine dell'anno, soprattutto in Germania e Spagna. Con i prezzi del gas che continuano ad infrangere record (+368% su base annua ad agosto), l'inflazione non ha ancora raggiunto il picco ed i rischi su tale fronte in Europa restano orientati al rialzo (con particolare riguardo ad energia e beni industriali). Ciononostante, e probabilmente perché l'inflazione in Europa è quasi del tutto trainata dai prezzi energetici e dei generi alimentari, le aspettative inflazionistiche rimangono finora ancorate. Il PIL per il secondo trimestre ha sorpreso in positivo (+0,6% su base trimestrale), con

l'attività sostenuta dall'allentamento delle restrizioni contro la COVID-19 e da un'eccellente stagione turistica durante l'estate. La Spagna (1,1%), l'Italia (1%) e la Francia (0,5%) hanno esibito una crescita solida, mentre l'economia tedesca è in stallo. In prospettiva, il PIL è destinato a calare, poiché il rimbalzo nei servizi successivo alla riapertura si affievolisce, la domanda globale rallenta ed il potere d'acquisto rimane contratto. Ad agosto l'indice tedesco IFO Business Climate è scivolato in territorio recessivo a 88,5 punti (dai 99 di febbraio), mentre l'indagine GfK sui consumi è ben al di sotto dei livelli di marzo 2020. Secondo Bloomberg, la probabilità di una recessione nell'Area Euro ha raggiunto ora il 55% rispetto al 30% di giugno. Ipotizzando un razionamento del gas russo anziché un'interruzione totale, prevediamo una lieve recessione nell'Area Euro a partire dal secondo semestre del 2022 e fino alla primavera del 2023. Il tasso di disoccupazione della regione è rimasto stabile per tre mesi al 6,6%, sebbene permangano importanti disparità (Germania 2,8% e Spagna 12,6%). Tuttavia, le finanze pubbliche si deteriorano in tutti gli Stati membri. A ottobre, ossia poco dopo le elezioni italiane, si tornerà a discutere di bilancio europeo e questo potrebbe innescare nuove tensioni.



L'INFLAZIONE  
dell'Area Euro  
NON È ANCORA  
AL PICCO

TABELLA 1: PREVISIONI AGGIORNATE SULLA CRESCITA DEL PIL E L'INFLAZIONE, %

	CRESCITA									
	USA	Area Euro	Germania	Francia	Italia	Spagna	Regno Unito	Cina	Giappone	Brasile
2022	1,6%	2,9%	1,5%	2,6%	3,3%	4,5%	3,4%	2,9%	1,8%	2,3%
2023	1,0%	0,3%	0,1%	0,4%	0,4%	1,1%	-0,5%	5,2%	1,5%	1,0%

	INFLAZIONE									
	USA	Area Euro	Germania	Francia	Italia	Spagna	Regno Unito	Cina	Giappone	Brasile
2022	8,1%	8,3%	8,5%	6,1%	7,7%	9,3%	9,6%	2,3%	1,9%	9,8%
2023	4,0%	5,7%	6,0%	4,7%	5,3%	4,9%	8,7%	2,4%	0,3%	5,6%

Fonti: Amundi, Indosuez Wealth Management.

Le economie ed i mercati finanziari stanno attraversando il più grande ciclo di inasprimento degli ultimi decenni. I bei vecchi tempi, quando le banche centrali dei mercati sviluppati innalzavano i tassi di 25 punti base, dopo un lungo e cauto esercizio di comunicazione al mercato, sono un lontano ricordo. Ora la forward guidance appartiene al passato e la maggior parte degli istituti centrali opta per rialzi da 50-75 punti base, un tempo riservati ai soli mercati emergenti.

È stata un'estate movimentata, con brusche rivalutazioni sia sul mercato degli *spread* che su quello dei tassi. Questa dinamica è ascrivibile ad una forte riduzione della leva a fine giugno, maggiori riserve dovute alla spesa del Tesoro statunitense ed un *reverse repo* (RRP) relativamente invariato. Oggi, dopo il discorso del presidente della Fed, il mercato dei tassi è lentamente tornato su una posizione più aggressiva rispetto alla stretta. Riguardo ai titoli di Stato americani, le reazioni dopo Jackson Hole sono state piuttosto modeste e le pressioni all'appiattimento della curva dei tassi, che hanno segnato la prima metà dell'anno, sono di nuovo il fattore trainante della curva dei rendimenti statunitense. Per la Banca Centrale Europea (BCE) e la Banca d'Inghilterra (BOE) la situazione è disastrosa. I prezzi di elettricità e gas stanno minando la posizione di queste due aree monetarie, spingendo le rispettive banche centrali a mantenere un atteggiamento molto aggressivo nonostante la crescente probabilità di una profonda recessione. La BCE si trova in una situazione particolarmente difficile, visto il forte deprezzamento dell'euro.

Infine, anche se nel complesso l'ampliamento degli *spread* periferici è stato in linea con la normalizzazione dei tassi di interesse nell'Area Euro, quest'estate la BCE ha acquistato ulteriori titoli di Stato italiani attraverso i reinvestimenti del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (PEPP).

Alla luce di condizioni finanziarie più favorevoli nella stagione estiva (Grafico 4) ed un mercato del lavoro solido negli Stati Uniti, è più probabile che le banche centrali continuino ad inasprire rapidamente ed è troppo presto per intravedere un cambio di rotta della Fed. Dati i ritardi nella trasmissione della politica monetaria, ciò dovrebbe inevitabilmente pesare su un'economia già in stagnazione o recessione. Tuttavia, la lotta all'inflazione rimane la priorità assoluta delle banche centrali, apparentemente convinte che una recessione a breve termine sia più auspicabile di un contesto inflazionistico prolungato. In tale scenario, l'appiattimento dovrebbe proseguire con una possibile svolta della Fed entro la fine dell'anno, suscettibile di esercitare una certa pressione al rialzo sulla parte breve della curva.



Una situazione delicata per la  
BCE  
in seguito al  
CALO  
DELL'EURO

GRAFICO 4: NEGLI STATI UNITI LE CONDIZIONI FINANZIARIE SONO QUASI TORNATE ALLA NEUTRALITÀ, %



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



## CREDITO

Sui mercati del credito, gli *spread* nei segmenti investment grade e *high yield* si sono notevolmente contratti, sia negli Stati Uniti che in Europa. A luglio sono di conseguenza emersi elevati extra-ritorni in tali mercati, prima del consolidamento osservato ad agosto. I fondamentali rimangono solidi in Europa ma si deteriorano negli Stati Uniti, con un aumento del debito ed una minore liquidità nei bilanci societari. I tassi di default realizzati sono apparsi sotto l'1% sia in Europa che negli Stati Uniti; le agenzie di *rating* prevedono un loro rialzo limitato nel 2023, in linea con un rallentamento economico ed appena sopra le medie a lungo termine (3,7% negli Stati Uniti e 3% in Europa su base ponderata per gli emittenti). Le suddette agenzie non hanno ancora tenuto conto di questo cambiamento, dato che le revisioni al rialzo restano più numerose dei declassamenti. Fa eccezione il settore immobiliare cinese, dove il 40% degli emittenti è sotto osservazione per possibili *downgrade*. In termini di flussi, nonostante il positivo *momentum* di quest'estate, gli investitori hanno ritirato i loro attivi dai fondi aperti poiché, sullo sfondo di rendimenti in ascesa, le performance da inizio anno sono ancora negative. Detto questo, gli investitori privilegiano sempre più le strategie *buy and hold*. Con un rendimento definito alla sottoscrizione, questi investimenti offrono maggiore visibilità rispetto ai fondi aperti.



Perdite stimate per

**130**  
MILIARDI

sul debito in dollari  
degli sviluppatori  
immobiliari cinesi

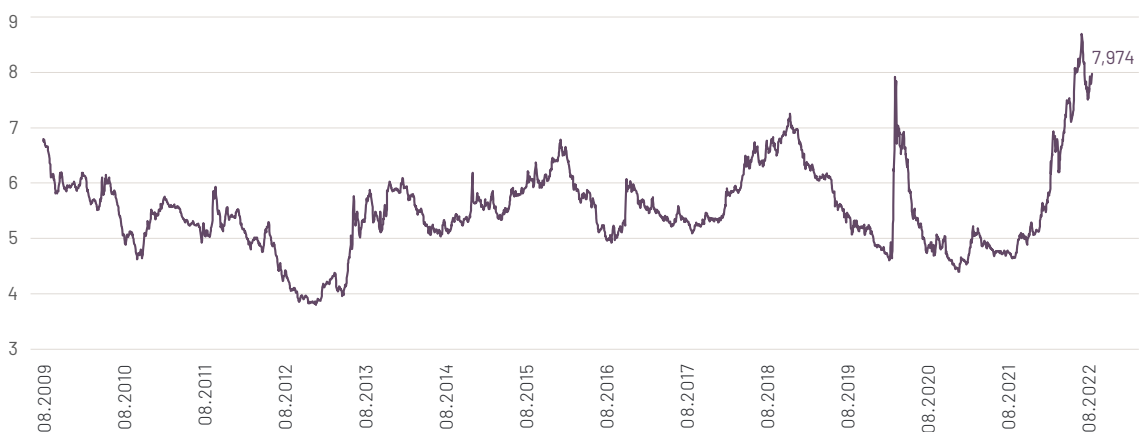
In Europa, il costante ampliamento degli *spread swap* offre agli investitori un ulteriore *carry* ed una potenziale protezione contro i crescenti rendimenti.

Sul mercato *high yield*, le valutazioni appaiono oggi meno interessanti e sembrano a rischio se si considerano l'approccio aggressivo della BCE, lo *shock* energetico europeo che pesa sui margini delle società ed il rallentamento macroeconomico generale. I ratio di rendimento B/BB e BB/BBB, ora inferiori alla media quinquennale, segnalano entrambi mercati ricchi a questi livelli.

Nonostante le difficoltà sui mercati primari, le esigenze di rifinanziamento a breve termine sono contenute. Le società dovranno sostenere costi di finanziamento più alti per il nuovo debito, che saranno però mitigati da una maggiore quota di debito a tasso fisso fino al 2023. I *rating* B- ed inferiori sono i più vulnerabili. L'apprezzamento del biglietto verde si è tradotto in una contrazione del debito in essere non denominato in dollari delle società statunitensi, mentre alcune imprese europee hanno beneficiato della loro esposizione ai ricavi in tale valuta.

Sui mercati emergenti, l'ascesa del dollaro ha penalizzato i rendimenti in valuta locale. La crisi del settore immobiliare cinese ha anche pesato sul *sentiment* degli investitori globali e l'assenza di soluzioni a breve termine ha impedito l'assunzione di rischio nella regione (Grafico 5).

GRAFICO 5: L'AUMENTO DEI DEFAULT IN CINA È IMPUTABILE AI CRESCENTI RENDIMENTI DEL DEBITO DEI ME, %



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

L'indice S&P 500 ha esibito una robusta crescita a due cifre per otto settimane, sospinto da 3 fattori: la sensazione iniziale che la Fed non fosse così lontana da una svolta, una stagione degli utili migliore del previsto ed il *sentiment* molto ribassista degli investitori prima dell'estate, che li ha spinti a ridurre il rischio in vista delle vacanze.

Il vertice di Jackson Hole ha rappresentato un importante campanello d'allarme, con l'inflazione che resta la principale preoccupazione delle banche centrali.

### STAGIONE DEGLI UTILI

Nel complesso, i dati sugli utili per il secondo trimestre si sono rivelati favorevoli, con un quadro molto positivo in Europa ed una stagione generalmente rassicurante negli Stati Uniti. Il consenso prevede ancora una crescita delle vendite del 12% negli Stati Uniti e del 14% in Europa, molto al di sopra delle medie storiche. Tuttavia, i margini di profitto iniziano a mostrare segni di cedimento, soprattutto negli Stati Uniti, dopo aver tenuto conto del settore energetico. In Europa i margini hanno finora dato prova di resilienza, grazie all'euro più debole ed ai tassi di interesse più contenuti.

In questo contesto, le revisioni degli utili hanno retto e continuano addirittura a tendere verso l'alto nel vecchio continente. Tuttavia, questa è una delle principali sfide future per i mercati azionari. La capacità delle imprese di mantenere nell'attuale scenario buoni i risultati e margini elevati sarà un elemento chiave per la performance dei listini a fine anno.

### STATI UNITI

Il rimbalzo del mercato è stato trainato dal cambio di tono della Fed (Grafico 6) a luglio (meno aggressiva rispetto al passato); Jerome Powell ha infatti dichiarato che il tasso dei *Fed Fund* era già neutrale, portando ad una distensione sul fronte dei tassi di interesse americani ed alimentando il rally del mercato azionario.

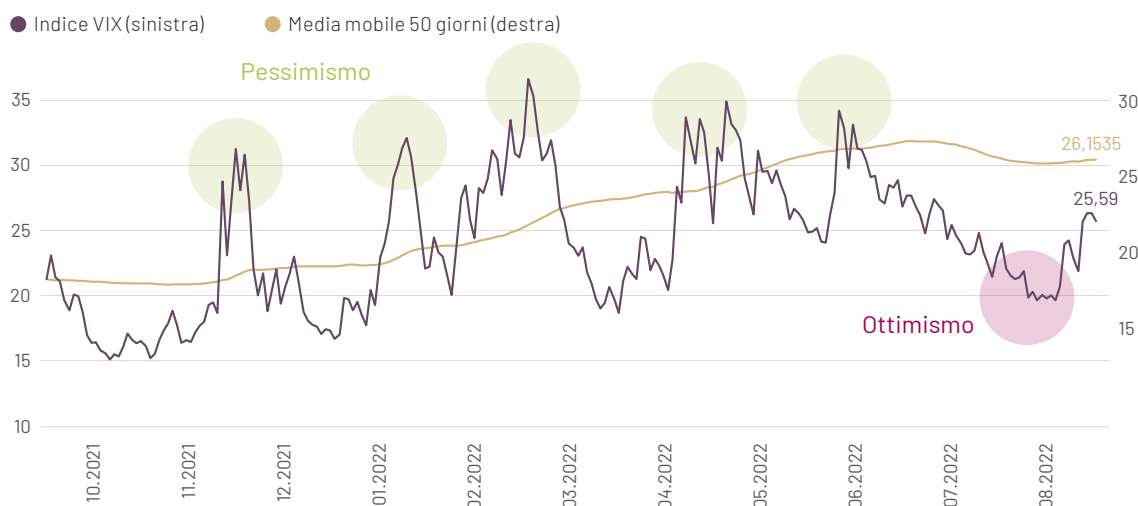
Tuttavia, il vertice di Jackson Hole ha fatto svanire le speranze di una svolta a breve termine della Fed verso una posizione più accomodante. Jerome Powell ha segnalato che la banca centrale statunitense proseguirà verosimilmente il suo ciclo rialzista, mantenendo i tassi su alti livelli per un certo tempo al fine di contenere l'inflazione.

Restiamo quindi in un contesto macro particolarmente complesso che unisce tensioni geopolitiche, inflazione sostenuta, rischio di recessione, politica monetaria e le imminenti elezioni di medio termine negli Stati Uniti. Tutti questi elementi giustificano il nostro attuale approccio cauto al posizionamento di rischio, anche se riteniamo ancora che il mercato statunitense offra la maggiore resilienza con il *pricing power* più elevato ed alcune delle imprese di migliore qualità.



REVISIONI  
DEGLI UTILI:  
al momento  
RESILIENTI  
MA IN DUBBIO  
per la fine dell'anno

GRAFICO 6: INDICE VIX



Nota: la fase ribassista ha raggiunto l'apice a metà giugno, prima del periodo estivo, il che ha contribuito al rally estivo.

Ora gli indicatori del *sentiment* mostrano un relativo ottimismo; i mercati potrebbero quindi essere più sensibili alle notizie negative.

Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

## EUROPA

La situazione globale permane difficile in Europa, nonostante il *relief rally* osservato da fine luglio a metà agosto.

La potenziale carenza di energia durante l'inverno rappresenta una minaccia reale per l'Europa. Alcuni investitori temono persino che diverse industrie possano interrompere le loro attività, soprattutto in Germania ed Italia. La debolezza dell'euro aiuta gli esportatori, ma la crescente pressione inflazionistica sui prezzi di energia e materie prime inciderà sulla redditività dei settori energivori. Sul versante positivo, la stagione degli utili si è rivelata eccellente per le società europee, che trainano ancora le revisioni dei profitti al rialzo (Grafico 7).

Nell'universo europeo, privilegiamo i mercati svizzeri, che beneficiano di una valuta più solida e di un orientamento alla qualità.



Lo stile  
**QUALITY**  
resta la nostra  
PRINCIPALE  
CONVINZIONE

## MERCATI EMERGENTI

Negli scorsi mesi i mercati azionari asiatici hanno dovuto fare i conti con i crescenti timori per l'economia cinese (si veda pagina 6), che hanno costretto le autorità nazionali ad introdurre un'altra serie di stimoli monetari a fine agosto, con tagli dei tassi e misure di sostegno mirate per il settore immobiliare. Ci aspettiamo anche una forte accelerazione della spesa per le infrastrutture nel resto dell'anno. Inoltre, le rinnovate tensioni con gli Stati Uniti (in particolare riguardo a Taiwan) e la rigorosa politica zero-COVID tuttora in vigore

hanno di recente intensificato le inquietudini degli investitori globali nei confronti della Cina, mentre le revisioni degli EPS tendono ancora al ribasso. Gli incoraggianti segnali giunti negli ultimi tempi dalle società leader cinesi, con utili complessivamente superiori alle attese e soprattutto margini in miglioramento, sono di buon auspicio.

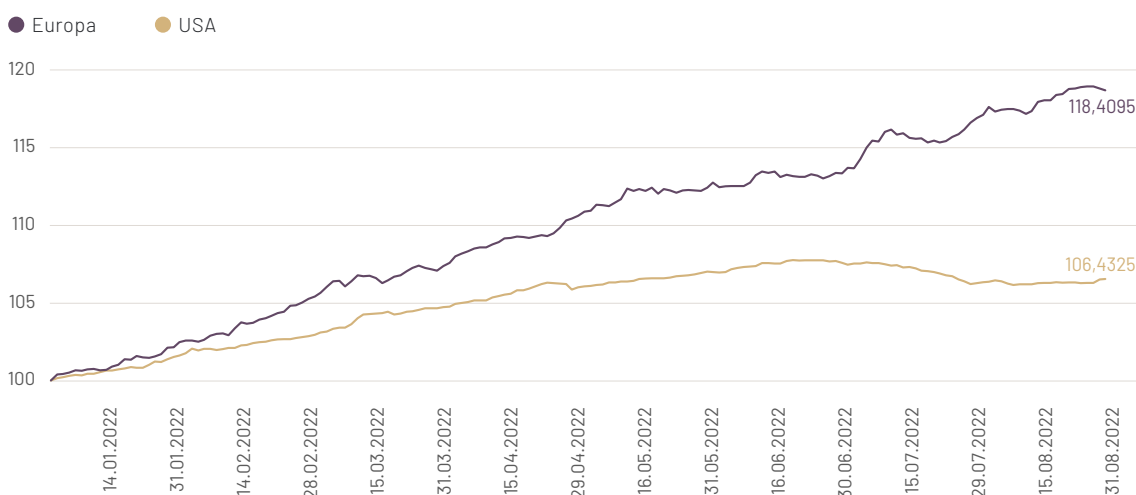
## STILE D'INVESTIMENTO

Il *rally* estivo ha favorito principalmente i titoli *Growth* di società poco profittevoli, in quanto i rendimenti a lungo termine hanno subito un'inversione all'inizio dell'estate. Tuttavia, dopo aver dapprima beneficiato di un calo di 100 pb negli Stati Uniti, recentemente i rendimenti obbligazionari sono tornati a salire. Pertanto, riteniamo che sia ancora troppo presto per puntare con decisione sulle società *Growth* (eccetto le azioni delle rinnovabili e *green*).

Al contrario, intravediamo l'opportunità di rafforzare ulteriormente il fronte difensivo, incrementando *Quality* ed in particolare il tema "dividendo in crescita", che si concentra sulle società in grado di mantenere od aumentare il proprio dividendo nell'attuale contesto.

Nel frattempo, approfittiamo del rimbalzo di *Value* per incamerare profitti su questa strategia. Ci concentriamo prevalentemente sulla riduzione della parte ciclica del portafoglio *Value*, che potrebbe risentire di un ulteriore deterioramento macroeconomico.

GRAFICO 7: REVISIONI DEGLI EPS



Nota: la stagione degli utili ha nel complesso rassicurato gli investitori, con in particolare solidi risultati in Europa. Da allora, le revisioni degli utili in Europa accelerano al rialzo, mentre negli Stati Uniti si stanno ancora stabilizzando.  
Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Il dollaro rimane il re, i decisori politici cinesi permettono allo yuan di indebolirsi per sostenere un'economia traballante, mentre i tentativi di ravvivare l'inflazione mantengono lo yen sotto pressione. Il dollaro australiano appare interessante a fini di diversificazione, mentre l'argento è così debole che il mercato preferisce pagare per prenderlo in prestito anziché acquistarlo.

#### DOLLARO USA

##### Sempre in ottima forma

Il dollaro ha raggiunto nuove vette ad agosto, poiché la Fed ha infranto le speranze di una svolta anticipata della sua politica monetaria ultra-aggressiva. Il biglietto verde è stato sospinto non solo dalla ripresa dei tassi di interesse ma anche dal contesto di avversione al rischio che accompagna questa traiettoria rialzista. Gli investitori cercano infatti la sicurezza della valuta di riserva mondiale, che il caso vuole sia anche la moneta dei mercati sviluppati con il rendimento più alto. Rimaniamo positivi sul dollaro in vista delle incertezze nel terzo/quarto trimestre, ma riconosciamo anche che i guadagni incrementali in ogni rally si riducono.

#### YUAN CINESE

##### La PBoC in controtendenza

Il rischio di una crescita più debole in Cina è stato reputato più urgente della lotta contro l'aumento solo graduale dei prezzi al consumo. Pertanto, la banca centrale ha continuato a tagliare i tassi dei prestiti ed ipotecari a breve termine per frenare il rallentamento e rilanciare il settore immobiliare. Questo continuo sostegno monetario è in contrasto con l'operato di quasi tutte le altre banche centrali nazionali, intente a recuperare la credibilità perduta e frenare l'inflazione galoppante in patria. La PBoC introduce nuovi stimoli consentendo allo yuan di svalutarsi rispetto alle valute dei principali partner commerciali, dollaro compreso. Pertanto, non possiamo escludere un'ulteriore fase di debolezza dello yuan verso 7,00 ed oltre, mentre il FOMC prosegue il suo aggressivo ciclo rialzista ed i differenziali di interesse si ampliano ulteriormente. Sono in arrivo iniziative di stimolo che dovrebbero contenere eventuali forti deflussi valutari.



GLI  
INVESTITORI  
CERCANO  
LA SICUREZZA  
della valuta di  
riserva mondiale

## DOLLARO AUSTRALIANO

### Un tentativo di risalita in corso

Forte di un rating nazionale AAA, il dollaro australiano sta cercando di risalire a dispetto dell'impennata del biglietto verde. La piena occupazione rimane estremamente solida su livelli record, mentre l'IPC è in forte ascesa e di gran lunga superiore al livello di tolleranza della RBA. I rialzi della RBA sono stati rapidi e ne giungeranno altri. Questo "ritorno" ad un rendimento elevato è accompagnato da un avanzo commerciale in aumento e senza precedenti. Le esportazioni nette di grano, carbone, minerale di ferro e persino gas naturale liquido, risorse molto richieste, continueranno a sostenere le partite correnti e, pertanto, il dollaro australiano nelle fasi ribasso. Tuttavia, i talloni d'Achille restano il disavanzo commerciale con la Cina, un partner chiave, ed il settore immobiliare gravato dal debito, vulnerabile a rialzi dei tassi ancora più significativi. Nel complesso, rimaniamo molto costruttivi e compratori su tutti i ribassi (Grafico 8).

## YEN GIAPPONESE

### Ancora l'ultimo della classe

Nonostante un'inflazione in aumento, il mercato non è affatto convinto che la Banca del Giappone cambierà la sua politica nel prossimo futuro e l'esperienza passata ci insegna il perché. I precedenti tentativi di rilanciare l'inflazione in Giappone sono stati di così breve durata che i decisori poli-

tici attenderanno probabilmente un'inflazione del tutto radicata prima di segnalare un potenziale abbandono della loro politica. Gli investitori devono monitorare attentamente le mosse della BoJ e del governo giapponese in cerca di segnali di tale svolta, ma con un'inflazione ancora di molto inferiore agli altri mercati sviluppati è verosimile che ci vorranno ancora dei mesi.

## ARGENTO

### I supporti cedono

Alla luce di un dollaro particolarmente solido, l'argento è tornato sotto i 20 dollari l'oncia. Il prezzo ha seguito il calo generale dei metalli preziosi, con oro, platino e palladio che hanno tutti perso terreno ad agosto. Il vigore del biglietto verde è dovuto alla politica monetaria della Fed, sempre più risoluta nella sua lotta all'inflazione a tal punto che, secondo i mercati, i tassi di interesse in dollari potrebbero sfiorare il 4% entro la fine del 2022. Aspetto interessante, anche i prezzi sui prestiti di argento sono aumentati, consentendo ai relativi detentori di generare fino al 2% annuo sulle loro posizioni liquide prestandole al mercato. Questo potrebbe indicare che i mercati puntano su un'ulteriore flessione del metallo, mentre è ancora presente una robusta domanda per utilizzarlo sul breve termine. Infatti, l'elevato tasso di interesse dell'argento mostra essenzialmente che gli operatori sono più propensi a prenderlo in prestito anziché acquistarlo a titolo definitivo.

GRAFICO 8: CONDIZIONI SEMPRE FAVOREVOLI PER L'AUD PONDERATO SU BASE COMMERCIALE



Fonti: RBA, Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

## SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE

### SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** nel nostro scenario centrale manteniamo un'elevata probabilità di recessione, soprattutto in Europa, con diversi sotto-scenari che spaziano da una contrazione temporanea del PIL per uno o due trimestri ad una recessione più grave. Oltre ai rischi legati alla carenza di energia per l'industria, la fiducia dei consumatori europei permane bassa, poiché sono loro a pagare il prezzo più alto di questa stagflazione. Al di fuori dell'Europa, la crescita del PIL statunitense dovrebbe riprendersi nel terzo trimestre dopo due trimestri consecutivi di contrazione tecnica, ma dovrebbe in seguito risentire del ciclo rialzista della Fed. I dati cinesi restano poco brillanti e lontani dagli obiettivi di crescita del governo.
- **L'inflazione** rimarrà elevata nel 2022 (intorno all'8%) e più generalizzata, al di là dell'impatto dei prezzi energetici che ha iniziato ad affievolirsi, mentre le tensioni sociali causate dall'erosione del potere d'acquisto sostengono gli aumenti degli stipendi. Nel 2023 si potrebbe assistere ad un *mix* di contributi inferiori (o negativi) dell'energia ascrivibili agli effetti base, mentre l'inflazione *core* dovrebbe mantenersi tra il 3% ed il 4%, di molto superiore all'obiettivo delle banche centrali.
- **Banche centrali:** il nostro scenario è invariato, con un approccio aggressivo in Occidente ed un allentamento in Cina. La Fed ha confermato il suo impegno contro l'inflazione, ma vi sono dubbi sul mantenimento di questo approccio nel prossimo trimestre. Probabilmente l'istituto segnalerà una svolta a fine anno e concluderà i rialzi dei tassi nel primo trimestre del 2023. I timori di una recessione alimentano le aspettative di tagli dei tassi nel secondo semestre del 2023, ma la Fed per ora smentisce. Anche la BCE ha confermato una normalizzazione più rapida. Dopo aver riportato i tassi in territorio positivo, potrebbe seguire le orme della Fed in termini di calibrazione dei rialzi, chiarendo al contempo i dettagli dello strumento anti-frammentazione (TPI) volto a limitare l'ampliamento degli *spread* periferici in un contesto di saldi fiscali in peggioramento. La banca centrale cinese ha confermato ed accentuato la sua politica accomodante (con tassi reali neutrali per la prima volta in cinque anni).

- **Rendimenti obbligazionari a lungo termine:** questo *mix* di previsioni macro deboli e banche centrali aggressive ci induce a conservare la nostra visione di curve dei rendimenti piatte od invertite negli Stati Uniti e nell'Area Euro.
- **Utili aziendali:** continuiamo ad osservare una forte divergenza tra i dati macroeconomici depressi e le previsioni ottimistiche degli analisti, basate sulle fiduciose stime dei *management*. Tuttavia, nonostante la brillante stagione degli utili nel secondo trimestre, trainata dal settore energetico, gli utili e le perdite dovrebbero infine iniziare a riflettere un peggioramento dello scenario, attraverso una crescita inferiore o margini più bassi.
- **Tassi di default e condizioni di liquidità:** senza dubbio i tassi di *default* aumenteranno in un contesto di stagflazione, ma non al livello implicito suggerito dall'ampliamento degli *spread* creditizi osservato quest'anno. Nel corso della primavera i mercati del credito hanno ritrovato premi di liquidità e volatilità più appetibili, prima di registrare un *rally* quest'estate. Poiché le scadenze per il rifinanziamento giungeranno per lo più nel 2025/2026, il *carry* delle obbligazioni di qualità a breve *duration* rimane interessante. Tuttavia, la contrazione degli *spread* nel segmento *high yield* durante l'estate dovrebbe essere di breve durata, in quanto i rischi macro non sono svaniti.
- **Regime di mercato:** siamo tornati a correlazioni positive tra i titoli azionari e quelli obbligazionari, poiché la normalizzazione monetaria torna a dominare la scena, inducendo una correzione simultanea in questi universi. Ciò contribuisce ad un regime di maggiore volatilità, in cui i beni rifugio sono in via di estinzione, eccetto la liquidità in dollari.

### CONVINZIONI DI ALLOCAZIONE

- **Azioni:** rimaniamo sottopesati ed abbiamo approfittato del *rally* estivo per ridurre l'esposizione raccomandata. Come previsto, i titoli *Growth* sono stati i principali beneficiari di questo rimbalzo del mercato trainato dai tassi. La nostra visione prudente si basa principalmente su un duplice contesto di rallentamento macro e normalizzazione monetaria che, in ultima analisi, porterà a revisioni negative degli utili per azione (EPS).



VENDERE  
dopo il  
RALLY ESTIVO  
E MANTENERE  
I TITOLI *QUALITY*  
nei portafogli

Continuiamo a privilegiare sempre più gli attivi *Quality* ed i dividendi sostenibili, riducendo al contempo la nostra convinzione sullo stile *Value* a fronte dei maggiori rischi macro. Conserviamo il sottopeso sull'Europa e restiamo neutrali sugli Stati Uniti. Le azioni cinesi risentono ancora dei venti contrari macro e della strategia zero-COVID, ma potrebbero trarre vantaggio da una politica monetaria più accomodante, sviluppi positivi delle quotazioni di aziende cinesi negli Stati Uniti e migliori utili dei giganti tecnologici.

- **Obbligazioni corporate:** confermiamo il giudizio costruttivo sulle obbligazioni *corporate* di qualità, che dall'apice della pandemia offrono gli *spread* più interessanti. Maggiore cautela sull'*high yield* nel breve termine, poiché gli *spread* creditizi possono continuare ad ampliarsi, soprattutto in caso di carenze energetiche e maggiori rischi di recessione. La pazienza degli investitori a lungo termine con un approccio *buy and hold* e selettivo sarà tuttavia premiata.
- **Valute:** negli ultimi mesi avevamo ribadito che era prematuro diventare negativi sul dollaro rispetto all'euro, poiché questo significherebbe opporsi alla normalizzazione della Fed od ignorare le sfide nell'Area Euro. Sebbene questa visione sia stata confermata dal superamento della parità con l'euro da parte del dollaro, riteniamo che il rialzo sia ora limitato, ma le costose coperture sul *forex* e le sfide dell'Area Euro mitigano il rischio di ribasso. Continuiamo a non essere entusiasti dello yuan dato l'allentamento monetario in Cina. La diversificazione va ancora ricercata nelle valute delle materie prime, prima che una svolta invernale della Fed apra la strada ai flussi nelle valute dei mercati emergenti.
- **Coperture macro:** siamo diventati più costruttivi sulla *duration* dopo che a giugno i rendimenti dei titoli di Stato hanno raggiunto il picco, ma all'inizio di agosto abbiamo ridotto la nostra convinzione su questa classe di attivi. Siamo tornati alla nostra strategia di sottopeso sulla *duration*, in attesa di maggiore chiarezza sulla tempistica di una svolta della Fed.
- **Posizionamento di rischio:** nel complesso, preferiamo mantenere un approccio di rischio moderato, con riserve di liquidità nei profili di investimento più rischiosi e maggiori coperture macro, in modo da ridurre la volatilità e poter cogliere le opportunità offerte dal mercato.

## CONVINZIONI CHIAVE

	GIUDIZIO TATTICO (CT)	GIUDIZIO STRATEGICO (LT)
<b>REDDITO FISSO</b>		
<b>TITOLI DI STATO</b>		
Decennale Core EUR(Bund)	=/-	=
Periferici EUR	=	=/-
2A US	=/+	=/+
10A US	=	=
EUR breakeven inflazione	=	=
US breakeven inflazione	=/-	=
<b>CREDITO</b>		
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 <	=/-	=/-
<b>DEBITO EMERGENTE</b>		
Debito sovrano in valuta forte	=	=
Debito sovrano in valuta locale	=	=
Credito Am. Latina USD	=	=
Credito Asia USD	=/-	=
Obbl. cinesi CNY	=/-	=
<b>AZIONI</b>		
<b>REGIONI GEOGRAFICHE</b>		
Europa	-/=	=
Stati Uniti	=	=/+
Giappone	-	-/=
America Latina	-/=	=
Asia escluso Giappone	=	=
Cina	=/+	+
<b>STILI</b>		
Growth	-/=	+
Value	-/=	=
Quality	+	=/+
Ciclici	-	=
Difensivi	+	-/=
<b>CAMBI</b>		
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 1 SETTEMBRE 2022

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	3,25%	56,50	174,32
Francia 10A	2,17%	82,30	197,80
Germania 10A	1,56%	75,80	174,00
Spagna 10A	2,76%	86,40	219,60
Svizzera 10A	0,88%	45,60	101,80
Giappone 10A	0,24%	6,60	17,20

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	33,77	-1,76%	-13,91%
Titoli di Stato in EUR	200,34	-3,80%	-8,33%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	190,37	-2,45%	-10,89%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	293,64	-4,59%	-11,66%
Titoli di Stato USA	298,72	-2,12%	-6,73%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	43,06	-1,51%	-15,57%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9764	-0,23%	-5,90%
GBP/USD	1,1545	-5,06%	-14,68%
USD/CHF	0,9818	2,76%	7,55%
EUR/USD	0,9946	-2,93%	-12,52%
USD/JPY	140,21	5,51%	21,84%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	25,56	4,12	8,34

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	3.966,85	-4,46%	-16,77%
FTSE 100 (Regno Unito)	7.148,50	-4,02%	-3,20%
STOXX Europe 600	407,66	-7,15%	-16,43%
Topix	1.935,49	0,25%	-2,85%
MSCI World	2.610,26	-5,48%	-19,23%
Shanghai SE Composite	4.043,74	-1,41%	-18,15%
MSCI Emerging Markets	976,14	-1,86%	-20,77%
MSCI Latam (America Latina)	2.124,59	0,15%	-0,25%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	194,28	-3,53%	-29,53%
MSCI Asia Ex Japan	628,92	-2,17%	-20,32%
CAC 40 (Francia)	6.034,31	-7,36%	-15,64%
DAX (Germania)	12.630,23	-7,56%	-20,49%
MIB (Italia)	21.302,16	-5,93%	-22,10%
IBEX (Spagna)	7.806,00	-4,35%	-10,42%
SMI (Svizzera)	10.663,44	-4,81%	-17,18%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.901,00	-3,94%	-14,23%
Oro (USD/Oncia)	1.697,52	-5,23%	-7,20%
Greggio WTI (USD/Barile)	86,61	-2,18%	15,16%
Argento (USD/Oncia)	17,55	-12,78%	-24,84%
Rame (USD/Tm)	7.597,00	-1,69%	-21,85%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	9,26	14,04%	148,31%

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

	GIUGNO 2022	LUGLIO 2022	AGOSTO 2022	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (1 SETTEMBRE 2022)
MIGLIORI	8,79%	9,11%	1,18%	0,25%	-0,25%
	-0,42%	7,86%	0,03%	0,15%	-2,85%
	-1,38%	7,64%	-0,04%	-1,41%	-3,20%
	-2,70%	4,22%	-0,22%	-1,86%	-16,43%
	-6,46%	3,71%	-1,04%	-2,17%	-16,77%
	-7,10%	3,54%	-1,88%	-3,53%	-18,15%
	-7,20%	3,18%	-2,19%	-4,02%	-19,23%
	-7,43%	-0,69%	-4,24%	-4,46%	-20,32%
	-8,07%	-1,66%	-4,33%	-5,48%	-20,77%
PEGGIORI	-16,81%	-7,02%	-5,29%	-7,15%	-29,53%

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<sup>er</sup> - 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, 29<sup>th</sup> 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 1<sup>st</sup> Street - Al Muhairy Center, Office Tower, 4<sup>th</sup> 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 02.09.2022.



