

# MONTHLY HOUSE VIEW

Febbraio 2023

Una recessione illusoria?

• **Sommario**

01• Editoriale	P3
NON CI SARÀ NESSUN «ATTERRAGGIO» NEL 2023?	
02• Focus	P4
UNA RECESSIONE ILLUSORIA?	
03• Macroeconomia	P6
LA RIVINCITA DEL CONSUMATORE CINESE	
04• Reddito fisso	P8
2023: UN NUOVO INIZIO PER GLI INVESTIMENTI A REDDITO FISSO	
05• Azioni	P10
RITORNO ALL'OTTIMISMO DEL MERCATO?	
06• Cambi	P12
DOLLARO, SOLO CONTRO TUTTI	
07• Asset allocation	P14
SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE	
08• Monitor dei mercati	P16
PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI	
09• Glossario	P17
Dichiarazione di esclusione di responsabilità	P18



Delphine  
DI PIZIO TIGER  
Global Head  
of Asset Management

Cari Lettori,

A luglio 2022, nel momento in cui il pessimismo era ai massimi livelli, la parola “recessione” è comparsa più di 50.000 volte negli articoli di Bloomberg<sup>1</sup>. Negli ultimi 12-14 mesi, abbiamo assistito a revisioni costantemente negative delle previsioni macroeconomiche ed il consensus si è sistematicamente orientato verso revisioni al ribasso della crescita economica e per livelli più elevati di inflazione nel 2022 e 2023. Ma, dopo un po', la dinamica rallenta e si inverte. Il vero interrogativo del giorno è se abbiamo raggiunto questo punto di svolta.

Nel 2023, il consensus punta su un *soft landing* dell'economia globale, con un rallentamento, ma senza recessione. Si tratta di un'ipotesi davvero credibile? Non rischiamo invece un anno senza alcun “atterraggio”? È possibile che la crescita stia accelerando ad un ritmo molto più rapido del previsto, grazie all'impulso fornito dalla Cina e ai livelli di consumo più elevati negli Stati Uniti, dovuti alla disinflazione. L'Europa è effettivamente a rischio recessione, ma il primo trimestre potrebbe riservare qualche sorpresa, grazie al sostegno positivo di questi fattori e ad un inverno meno rigido del previsto.

Sarà sufficiente a risolvere tutti i nostri problemi, soprattutto quelli causati dall'aumento dei tassi di interesse e dall'inflazione?

Solo in parte, poiché nell'attuale contesto sembra che gli aumenti dei tassi d'interesse impieghino più tempo di quanto si sia mai visto storicamente per avere un impatto sull'economia reale e il loro effetto sarà probabilmente meno marcato.

- La maggior parte delle famiglie statunitensi e dell'area euro ha infatti contratto prestiti a tasso fisso a lungo termine e non risente quindi dell'aumento dei tassi di interesse sui mutui. Mentre i tassi dei mutui a 30 anni negli Stati Uniti sono saliti dal 3,5% pre-COVID al 6,5% attuale, solo il 10% delle famiglie contrae mutui a tasso variabile (contro il 35% prima della crisi del 2008).
- Inoltre, i livelli di indebitamento delle famiglie sono inferiori a quelli precedenti la pandemia (66% del PIL contro l'85% della crisi del 2008).
- Anche il mercato del lavoro continua ad esercitare un influsso favorevole. Con un tasso di disoccupazione del 3,5%, gli Stati Uniti sono tornati ai livelli registrati solo ai tempi in cui l'uomo ha camminato per la prima volta sulla Luna!

- Infine, le società che hanno emesso obbligazioni sia negli Stati Uniti che in Europa saranno meno sotto pressione per il rimborso dei debiti in scadenza quest'anno.

In termini di inflazione, la situazione è destinata a migliorare. Il nostro scenario è “a radice quadrata”, in quanto l'inflazione potrebbe scendere, nel breve termine, molto più rapidamente del previsto per quanto riguarda i fattori più volatili (energia, ecc.) a causa degli effetti base<sup>2</sup>, di un inverno più mite in Europa, di un aumento dei livelli di offerta (riapertura della Cina) e di una domanda in lieve calo nei paesi sviluppati. Col tempo, riteniamo tuttavia che l'inflazione si stabilizzerà a un livello molto più alto di quello previsto dalle banche centrali. Mentre è molto probabile che molte banche centrali dei paesi emergenti (ad eccezione della Cina) comincino a ridurre i loro tassi di riferimento quest'anno, anche le banche centrali europee e statunitensi probabilmente attenueranno il loro approccio restrittivo sui tassi di interesse.

Il fattore chiave rimane la Cina dove, nonostante un certo indebitamento a lungo termine, è in corso un processo di apertura con un notevole potenziale di consumo interno a breve termine. I turisti cinesi sono, ad esempio, i maggiori consumatori a livello globale: il loro consumo nel 2019 è stato doppio rispetto a quello dei turisti statunitensi. Attualmente siamo molto lontani dai livelli di potenziale pre-crisi. Dai sondaggi, risulta che i cinesi hanno intenzione di prendersi molte più settimane di vacanza del normale, a partire dalle festività del Capodanno cinese, e potrebbero iniziare ad aumentare significativamente i loro livelli di consumo, proprio come hanno fatto gli americani e gli europei alla fine dei *lockdown*. La capacità produttiva della Cina tornerà quindi a livelli normali e dovrebbe dare impulso all'economia globale.

Mentre entriamo nell'anno cinese del coniglio d'acqua, simbolo di prosperità, pace, adattamento, ricchezza e fortuna, tutti i team si uniscono a me nell'augurarvi un eccellente 2023 e una piacevole lettura di questo *Monthly House View*.

1 - Una piattaforma di dati finanziari per i professionisti della finanza.

2 - L'inflazione viene misurata su un anno e il livello di inflazione di riferimento, dopo la fortissima accelerazione dei prezzi dello scorso anno, è attualmente particolarmente elevato.

Bénédicte KUKLA  
Senior Investment  
Officer

Da mesi segnaliamo un eccesso di pessimismo nei confronti dell'area euro. Eppure, finora, l'Europa sembra essersela cavata relativamente bene nel suo primo inverno senza il gas russo... ma questo non sarà l'ultimo e le scosse di assestamento sono tutt'altro che finite. A breve termine, possiamo permetterci di essere più ottimisti su quest' area.



### PIÙ RESILIENZA DEL PREVISTO NEL 4° TRIMESTRE

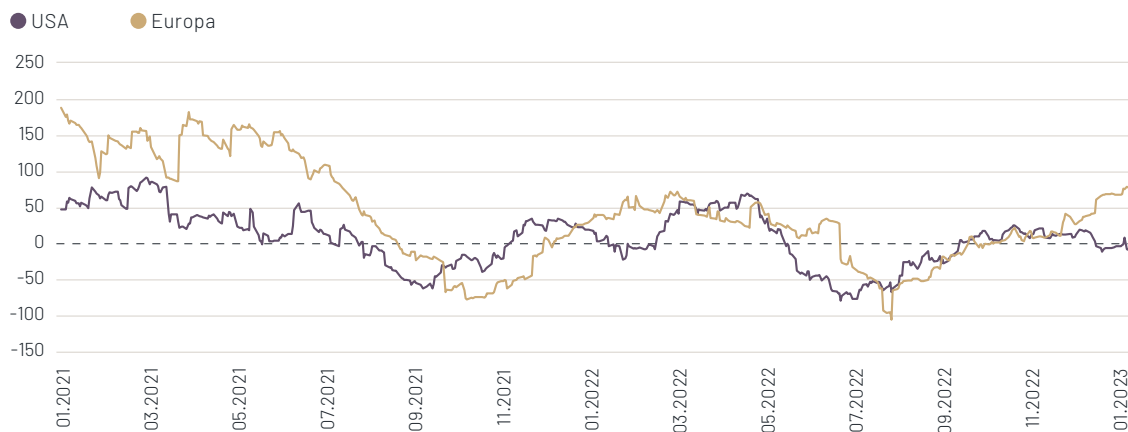
I dati sull'attività europea hanno tendenzialmente sorpreso al rialzo negli ultimi mesi (grafico 1). L'area euro si è dimostrata più resiliente del previsto, in particolare in termini di produzione (la produzione industriale è cresciuta del 2% su base annua (a/a) a novembre contro lo 0,5% previsto dal consensus). Sul fronte dei consumi, le vendite al dettaglio sono calate meno del previsto, dopo l'impennata del 2021 (-2,8% a/a a novembre rispetto al -3,3% previsto). Una parte di questa forza è dovuta al caso, con un clima più caldo che ha limitato il fabbisogno di importazioni di gas e la pressione sui prezzi (grafico 2), nonché alle misure governative di sostegno all'energia.

L'eccezionale deficit commerciale dell'area euro si sta progressivamente riassorbendo. Anche la ripresa dei servizi, dopo il COVID-19, è stata di supporto nel 2022.

A livello nazionale, l'economia tedesca ha sfidato in particolare le attese. Nonostante un'inflazione storica, le vendite al dettaglio hanno resistito e sono cresciute dello 0,3% in Germania sull'arco dell'anno. L'Ufficio federale di statistica ha lasciato intendere che la Germania ha evitato di nuovo la recessione nel quarto trimestre del 2022. Nonostante i problemi nei settori ad alta intensità energetica, la produzione industriale si è mossa lateralmente, in parte perché l'allentamento dei problemi delle *supply chain* ha permesso alle aziende di evadere gli ordini in portafoglio.

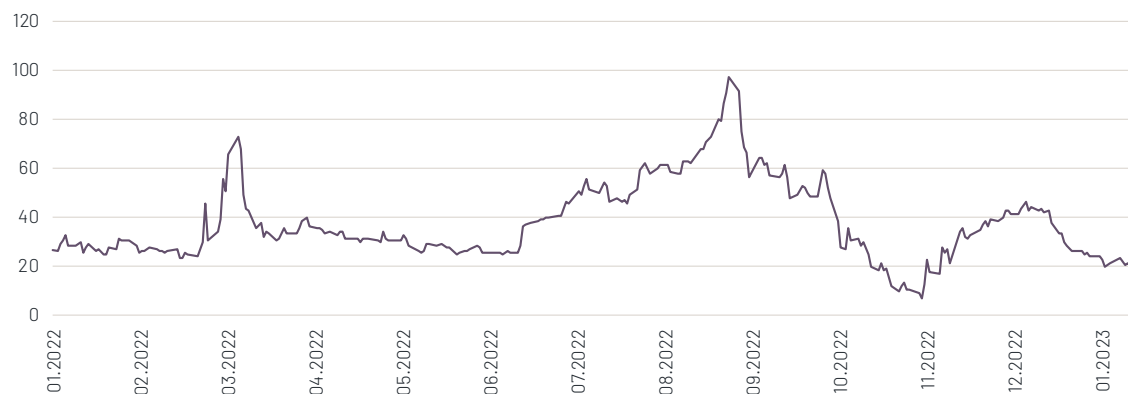
Inflazione ancora  
4 VOLTE  
SUPERIORE  
ALL'OBIETTIVO  
DELLA BCE

### GRAFICO 1: SORPRESE ECONOMICHE CITI INDEX



Fonti: Citigroup, Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

### GRAFICO 2: ASCESA E CALO DEI PREZZI DEL GAS IN EUROPA, DUTCH TTF, EUR/MWH



Fonti: Datastream, Indosuez Wealth Management.

## 2023: IL PEGGIO È ALLE SPALLE?

La situazione in Europa rimane difficile e frammentata, ma lo scenario di crescita peggiore sembra per ora accantonato. La riapertura della Cina dovrebbe rilanciare la domanda di esportazioni europee nel 2023. L'inflazione ha raggiunto il suo picco, ma solo grazie ai prezzi dell'energia, poiché l'inflazione core (esclusi i prezzi volatili dell'energia e dei generi alimentari) continua a crescere (al 5,2% annuo), in quanto i prezzi dell'energia si ripercuotono su quelli dei beni e servizi. Il tasso di disoccupazione ai minimi storici e la carenza strutturale di manodopera sosterranno la crescita dei salari nel 2023 e ripristineranno il potere d'acquisto perso nel 2022 grazie alla riduzione dell'inflazione. La politica fiscale rimarrà accomodante, in particolare in Germania e Francia.

I bilanci dei consumatori restano relativamente solidi: il tasso di risparmio personale è tornato alla sua media storica (13,2% contro il 2,3% negli Stati Uniti). Infine, la ricostituzione delle scorte potrebbe sostenere l'attività all'inizio del 2023, in quanto la Cina sta ripartendo e i responsabili degli acquisti mantengono l'abitudine di accumulare scorte più elevate acquisite durante la pandemia. Infine, i costi di finanziamento stanno aumentando, ma una volta corretti per l'inflazione, i tassi reali rimarranno negativi nell'area euro nel 2023, alleviando la sofferenza delle imprese europee. Ad oggi, i tassi ipotecari medi nell'area euro sono saliti a poco meno del 3%, a novembre 2022 (rispetto al 6% circa negli Stati Uniti a gennaio 2023).

Sussistono tuttavia fattori contrari:

- **I prezzi attualmente bassi del gas potrebbero non durare**, anche se i livelli di stoccaggio sono ancora ai massimi storici (all'82% della capacità, rispetto al 50% di un anno fa e alla norma stagionale quinquennale del 70%); l'Europa dovrà tuttavia fare a meno del contributo del gas russo il prossimo inverno, soprattutto perché si rafforza la volontà di sostenere questa guerra. La concorrenza con l'Asia per le importazioni di gas naturale liquefatto (GNL) dagli Stati Uniti metterà sotto pressione i prezzi, mentre le condizioni meteorologiche potrebbero peggiorare, facendo aumentare la domanda.

- **La stretta della Banca Centrale Europea (BCE) continuerà, ma con cautela.** Nel 2022, la BCE ha aumentato i propri tassi di riferimento di 250 pb (al 2,5% per il tasso di rifinanziamento), anche se meno della Federal Reserve (Fed) (+400 pb, al 4,25%). Di fronte a uno *shock* dell'offerta energetica, l'impatto dei rialzi dei tassi della BCE potrebbe risultare limitato rispetto a quello della Fed, che si trova ad affrontare uno *shock* inflazionistico post-pandemia guidato dalla domanda. I mercati prevedono che la BCE raggiungerà il suo tasso terminale a metà del 2023, attestandosi al 3,3% (rispetto al 5% degli Stati Uniti).
- **Infine, mentre vediamo la sostenibilità fiscale come una minaccia gestibile nel 2023**, ci aspettiamo che il ritorno alla disciplina fiscale sia quest'anno un tema ricorrente nel mercato, insieme alla mutualizzazione del debito. La sostenibilità del debito italiano dovrebbe essere messa in prospettiva nel breve termine, in quanto la crescita nominale (sostenuta dall'inflazione) è prevista intorno al 6% nel 2023, ben al di sopra del tasso di interesse medio o implicito applicato all'intero stock del debito italiano (al 2,45% nel 2022 contro il 2,38% nel 2020). Tuttavia, una certa pressione di mercato potrebbe emergere nel secondo trimestre del 2023, quando verranno immesse sul mercato grandi emissioni e la BCE terminerà i suoi programmi di acquisto.

## 2023: LE AZIONI EUROPEE SFAVORITE

Come diretta conseguenza di questo cambiamento del *sentiment* economico sull'area euro, l'euro ha ripreso un po' di vigore e le azioni europee hanno avuto il miglior inizio d'anno da diversi decenni (l'EURO STOXX è in rialzo del 7% dall'inizio dell'anno, il DAX tedesco dell'8,7%), superando le loro omologhe globali, compresi gli Stati Uniti (4,2% per l'S&P 500), e ora si trovano al 7% rispetto al punto di partenza del 2022. Le banche europee con i patrimoni più solidi appaiono particolarmente interessanti per i mercati, in quanto i loro ricavi dovrebbero ricevere un impulso dai margini di interesse, grazie ai previsti aumenti dei tassi di riferimento della BCE (anche se sono storicamente meno sensibili ai rialzi dei tassi di interesse rispetto agli Stati Uniti) e gli NPL dovrebbero rimanere limitati, nel contesto di un basso tasso di disoccupazione.



Bénédicte KUKLA  
Senior Investment  
Officer



**1/3**  
del REDDITO  
CINESE  
RISPARMIATO  
nel 2022

La riapertura della seconda economia mondiale ha suscitato molte domande sull'impatto che potrebbe avere sul resto del mondo. La maggior parte delle banche centrali delle economie sviluppate dovrebbe accogliere con favore la riapertura della Cina, poiché le tensioni sul lato dell'offerta dovrebbero attenuarsi ulteriormente, anche se i prezzi delle materie prime potrebbero risalire, ma solo parzialmente, poiché i consumatori cinesi non dovrebbero compensare completamente l'impatto della debolezza dei consumatori statunitensi nel 2023.

#### IL MONDO ATTENDE LA RIPRESA DEI CONSUMATORI CINESI

Nonostante l'entusiasmo dilagante del mercato, è ancora troppo presto per vedere un progresso significativo della situazione economica cinese dopo la veloce riapertura avviata ad inizio dicembre. I dati sono in ritardo e la riapertura, ancora contrastata, dovrebbe giungere a regime nel primo trimestre del 2023. Si registrano alcuni segnali positivi, con i contagi che hanno già raggiunto il picco nella maggior parte delle città e la mobilità in ripresa nella maggior parte del paese. Per il momento, i sondaggi dipingono un quadro piuttosto cupo del *sentiment* dei consumatori (ai minimi storici dall'aprile 2022). Ciononostante, possiamo notare che il tasso di disoccupazione è in calo (dal 5,7% al 5,5% per il settore urbano, paragonabile ai livelli pre-pandemia) e il governo sembra aver assunto un atteggiamento più accomodante in materia di politica e regolamentazione. L'inflazione rimane inesistente (all'1,8% a/a, con una tenuta nel mese).

Secondo le statistiche del NBS<sup>3</sup>, il reddito nominale disponibile pro capite è aumentato del 5,3%, mentre i depositi di risparmio sono aumentati di oltre il 250% dal 2019. Secondo quanto riportato da Bloomberg, i consumatori cinesi hanno risparmiato un terzo del loro reddito nel 2022 (rispetto al 17% prima della crisi) e hanno ridotto la leva finanziaria (il credito alle famiglie è sceso del 5% su base annua). Le famiglie si trovano quindi in una situazione finanziaria più solida rispetto a prima della crisi. Il ripristino della fiducia, in particolare nel settore immobiliare, e il continuo calo del tasso di disoccupazione saranno fondamentali per sbloccare l'eccesso di risparmio accumulato a causa della mancanza di spesa nel 2022.

Pur rimanendo prudenti, abbiamo rivisto al rialzo le nostre previsioni per la Cina (tabella 1), poiché riteniamo che le famiglie cinesi torneranno ad acquistare, anche se con cautela nel breve termine, durante il Capodanno lunare, mentre la produzione dovrebbe decollare più rapidamente.

TABELLA 1: PREVISIONI MACROECONOMICHE 2022 - 2024, %

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

	CRESCITA DEL PIL			INFLAZIONE		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
<b>Mondo</b>	3,4	2,2	2,8	8,2	6,2	4,0
Stati Uniti	2,0	0,9	0,6	8,1	4,3	2,3
Area Euro	3,3	-0,5	0,8	8,5	7,3	3,2
Giappone	1,3	0,5	1,2	2,4	0,5	0,4
Cina	3,0	4,4	4,9	2,0	2,2	2,1
Brasile	3,1	0,5	1,7	9,3	4,5	4,3
India	7,0	5,4	6,0	6,7	5,4	5,9

Fonti: Amundi (previsioni di gennaio 2023), Indosuez Wealth Management.

3 - Ufficio nazionale di statistica.



ESPORTAZIONI  
CINESI  
verso i membri  
dell'ASEAN  
IN AUMENTO  
DEL 7,5% A/A

### ULTERIORE ALLENTAMENTO DELLE TENSIONI NELLA SUPPLY CHAIN

Nel terzo trimestre 2022, i prezzi dei noli si sono normalizzati. La ripartenza della Cina dovrebbe migliorare il funzionamento delle *supply chain* (in particolare per i beni di consumo ed il settore automobilistico), anche se la pandemia ha avuto un effetto permanente sulle scorte. Il miglioramento delle condizioni dell'offerta è stato evidenziato dai dati PMI negli Stati Uniti e in Germania, con un miglioramento dei tempi di consegna e dei prezzi dei materiali di produzione, che dovrebbe ridurre la pressione inflazionistica nel breve termine, come recentemente sottolineato dall'OCSE. Le esportazioni dalla Cina non si sono ancora riprese (-8,7% a novembre), ma con i prezzi alla produzione (PPI) in territorio negativo per il terzo mese consecutivo, l'arrivo di altre merci cinesi avrà un impatto deflazionistico sul contesto globale.

L'impatto della ripartenza della Cina sui prezzi delle materie prime è stato finora contenuto. Ci aspettavamo tuttavia che i prezzi del petrolio si riprendessero, dopo essere scesi sotto gli 80 dollari al barile; la Cina è uno dei motori della domanda, ma le questioni legate all'offerta - l'assenza di riserve strategiche statunitensi nel 2023, le complicazioni petrolifere russe e le tensioni interne all'OPEC - sono il principale fattore scatenante. La domanda di gas naturale liquefatto da parte della Cina nel 2023 potrebbe tuttavia avere un impatto maggiore, in quanto in concorrenza con il crescente fabbisogno europeo.

Nel complesso, riteniamo che la riapertura della Cina sia più deflazionistica che inflazionistica, soprattutto per quanto riguarda i prezzi *core* (esclusi cibo ed energia) che sono la principale preoccupazione delle banche centrali.

### UN ANTIDOTO AI RISCHI DI RECESSIONE GLOBALE?

Le esportazioni dalla Cina verso gli Stati Uniti e l'area euro sono recentemente crollate, a causa dell'indebolimento della domanda in questi Paesi (rispettivamente -19,5% a/a e -17,5%), mentre sono progredite con i paesi dell'ASEAN (+7,5%) e con l'Australia(+8%). I Paesi che hanno forti legami commerciali con la Cina e che hanno sofferto nel 2022, tra cui Corea del Sud, Giappone, Taiwan e Cile, dovrebbero riprendersi nel 2023, soprattutto grazie al rilancio del turismo regionale. Nel 2023, la crescita globale dovrebbe essere trainata dai mercati emergenti, mentre la piena ripartenza della Cina non è ancora stata completamente integrata nel nostro scenario. Si prevede che diversi mercati emergenti introdurranno una politica monetaria meno severa a partire dal 2023, in particolare i paesi dell'America Latina, che hanno anticipato la curva della stretta nel 2022, poiché hanno bisogno di attenuare i danni derivanti dalla scarsa domanda globale. Non si prevede che i consumatori cinesi compensino completamente la flessione della domanda dei consumatori statunitensi nel 2023, anche se il calo più rapido dell'inflazione rispetto ai salari dovrebbe favorire il potere d'acquisto. L'inflazione statunitense dovrebbe infatti scendere al 3% entro il quarto trimestre del 2023 (rispetto a poco meno del 5% nell'area dell'euro), grazie all'allentamento delle tensioni sull'offerta legate alla pandemia nei mercati dei beni e degli affitti immobiliari, mentre i prezzi del settore dei servizi potrebbero ancora risultare inflazionistici data la rigidità delle condizioni del mercato del lavoro in questo settore.

## 2023: UN NUOVO INIZIO PER GLI INVESTIMENTI A REDDITO FISSO

Thomas GIQUEL  
Head of Fixed Income

Con la collaborazione  
del team del Reddito Fisso



**AUMENTO  
DEI TASSI FED**  
previsto fino al  
**5% NEL  
2° TRIMESTRE  
2023**

Nel 2022 i mercati del reddito fisso hanno registrato una sottoperformance storica. Questo andamento è stato determinato in primo luogo dalla rimozione della politica monetaria accomodante da parte delle banche centrali e poi si è autoalimentato con il ritiro dei fondi da parte degli investitori. Nel 2022 sono emerse delle opportunità, ma per affrontare il 2023 sono necessarie selettività e agilità.

### BANCHE CENTRALI

Si prevede che la Fed aumenterà i tassi a un ritmo più lento, fino al 5% entro il secondo trimestre del 2023, e li manterrà più alti più a lungo. Il mercato obbligazionario sta sfidando questa visione e la curva dei rendimenti continua ad appiattirsi.

L'appiattimento della curva dei rendimenti statunitensi è ora sulla parte breve della curva, poiché il tasso più alto è ora quello del Treasury Bill a 6 mesi, il che significa che il mercato si aspetta tagli dei tassi già alla fine del 2023.

Riteniamo che i tagli dei tassi prezzati nella curva dei rendimenti USA siano eccessivi. Le condizioni per questi tagli sono probabilmente una recessione con un'inflazione a livelli inferiori rispetto a quelli previsti alla fine dell'anno. Per il momento, il mercato del lavoro rimane rigido, l'inflazione *core* si attesta ancora su livelli poco confortanti e i dati reali non hanno confermato il pessimismo dei *soft data*. Con numeri di inflazione consecutivamente più bassi, il prossimo rialzo potrebbe essere di 25 pb, ma sicuramente non sarà l'ultimo.

Gli *swap* sull'inflazione e le curve di *breakeven* sull'inflazione, che sono crollate insieme ai mercati dell'energia, sono a livelli coerenti con il ritorno dell'inflazione all'obiettivo in tempi brevi ed il suo mantenimento nel lungo periodo.

Di conseguenza, i tassi di interesse reali hanno smesso di crescere dopo il simposio di Jackson Hole e si trovano ora in una fascia compresa tra l'1,2% e il 2% sul tasso di interesse a 5 anni. Questo livello potrebbe penalizzare la crescita degli Stati Uniti, la cui economia sta già rallentando. Ciò potrebbe spiegare l'assenza di pressioni al rialzo sui rendimenti nominali.

Con la ripartenza della Cina, potremmo assistere a una nuova pressione sui mercati energetici (in particolare sui prezzi del gas), con un conseguente aumento dei valori di *breakeven*. Inoltre, si prevede una ripresa dei prezzi del petrolio nel 2023.

La curva dei rendimenti in euro mostra lo stesso comportamento della curva dei rendimenti USA, ma con un certo ritardo.

La BCE ha iniziato il proprio ciclo di stretta più tardi e anche se la riduzione del bilancio in corso dovrebbe essere più brutale rispetto a quella degli Stati Uniti, la stretta quantitativa (QT) non è ancora iniziata e i tassi non hanno ancora superato il livello del 3% annunciato dai membri della BCE. Ciò significa che c'è spazio per un'ulteriore inversione della curva dell'euro.

I segmenti a 2-10 anni e 2-5 anni si stanno rapidamente invertendo e la posizione della BCE mantiene una pressione al rialzo sulla parte breve della curva, anche se si è ammorbidita a metà gennaio dopo i commenti accomodanti di alcuni governatori della BCE. Riteniamo che per il momento il divario sia ancora in atto, ma riconosciamo che un ulteriore calo dei rendimenti statunitensi potrebbe trascinare con sé le altre obbligazioni dei mercati sviluppati.

Nei mercati europei i prezzi del gas sono ai livelli di gennaio 2022, dato che l'inverno è stato per ora mite; questo, insieme alla spesa fiscale, ha abbassato l'inflazione complessiva e ha smussato il cammino verso una recessione che potrebbe arrivare o meno (vedi Focus, pagina 4). Il contesto attuale lascia un certo margine di manovra alla BCE per un atteggiamento più aggressivo.



La BCE ha per ora attuato una storica stretta monetaria, aumentando più volte i tassi, con maxi-rialzi (75 pb) e una riduzione del bilancio (grafico 3); gli Stati membri periferici e gli spread creditizi in generale si stanno adeguando.

Lo spread BTP/bund è su livelli elevati, ma il calo dei prezzi dell'energia, il sostegno fiscale dell'UE e, molto probabilmente, lo strumento di *backstop* della BCE (Transmission Protection Instrument, TPI) hanno evitato un ulteriore allargamento.

## CREDITO

Per quanto riguarda il credito nei mercati sviluppati, continuiamo a privilegiare gli investimenti sui titoli *investment grade* (IG) a breve termine per beneficiare del *carry*. Le scadenze a lungo termine comportano un rischio di *duration* troppo elevato, a fronte di un modesto incremento dei rendimenti. L'attività sui mercati primari in Europa e negli Stati

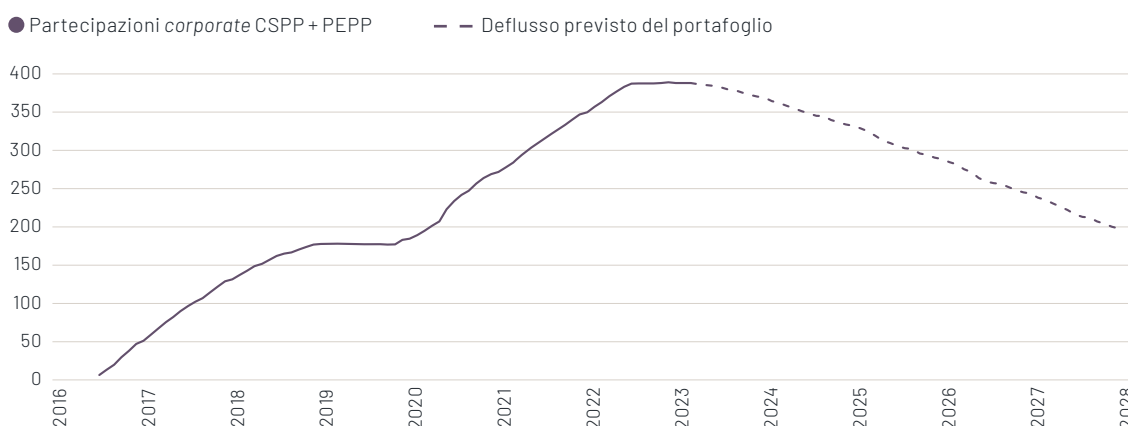
Uniti attira gli interessi degli investitori su tutti i segmenti del mercato, dalle obbligazioni garantite al debito strettamente subordinato. Vengono prezzati pochi deal su titoli *high yield* (HY), e ciò attrae gli investitori grazie alle cedole più alte dell'ultimo decennio.

Gli spread periferici sono anche proxy dei mercati del rischio e tendono a essere correlati agli spread del credito *corporate*.

## MERCATI EMERGENTI

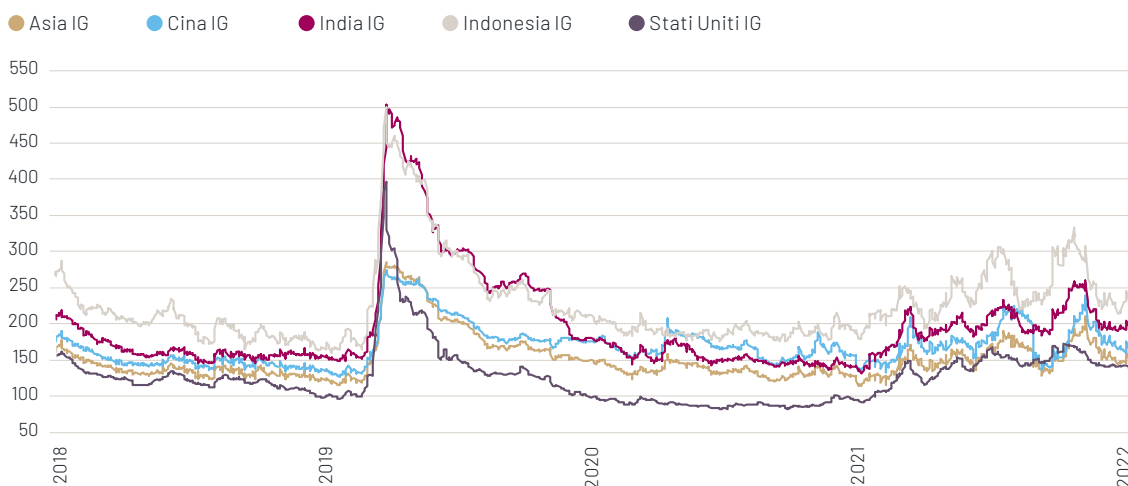
Nei mercati emergenti, i fondamentali sono rimasti stabili fino al 2022 per gli IG asiatici. Il basso livello di offerta netta e il ritorno dei flussi di fondi verso l'Asia contribuiscono a sostenere il mercato (grafico 4). Per quanto riguarda l'*high yield* asiatico, rimaniamo cauti sui fondamentali e attendiamo chiari segnali di comunicazione delle politiche per l'immobiliare HY cinese.

GRAFICO 3: L'IMPORTO DELLE OBBLIGAZIONI CORPORATE DETENUTE DELLA BCE SCENDERÀ A CIRCA 200 MILIARDI EUR ENTRO LA FINE DEL 2027, MILIARDI EURO



Fonti: Goldman Sachs, Indosuez Wealth Management.

GRAFICO 4: IL RALLY DEI TREASURY HA STIMOLATO LA DOMANDA PER IL CREDITO ASIATICO, PUNTI BASE



Fonti: Indici ICE BofA Asian Dollar, Indosuez Wealth Management.



Laura CORRIERAS  
Equity Portfolio  
Manager

Con la collaborazione  
del team del Azioni

Finalmente il 2023 inizia con l'arrivo di buone notizie: la riapertura dell'economia cinese, la crisi energetica finora evitata in Europa, il calo dell'inflazione negli Stati Uniti e una tenuta complessivamente migliore del previsto delle economie. Questo contesto apparentemente più favorevole si è riflesso nel rialzo dei mercati azionari globali. Tuttavia, fino a quando la Fed non cambierà rotta, i mercati rimarranno volatili, limitando così il potenziale rialzo.



### S&P 500:

65 guidance  
negative contro  
35 positive  
per gli EPS

#### STAGIONE DEGLI UTILI

Con la stagione degli utili del quarto trimestre 2022 alle porte, rimaniamo cauti riguardo a possibili revisioni al ribasso degli EPS (utili per azione). Tuttavia, il dato prima degli annunci suggerisce che l'esito non dovrebbe essere così negativo: il 20% delle società dell'S&P 500 ha fatto annunci preliminari negli ultimi tre mesi, fra cui 65 aziende che hanno emesso una guidance EPS negativa e 35 positiva (un valore inferiore alla media dei 25 anni e in linea con la media decennale).

#### STATI UNITI

All'inizio di quest'anno, abbiamo assistito a un forte rally del momentum. In effetti, le società con le revisioni degli utili più basse stanno superando quelle con le revisioni migliori. Tuttavia, questo cambiamento di leadership sembra essere legato alla copertura delle posizioni corte da parte degli investitori piuttosto che a un cambiamento dei fondamentali.

Il sentiment degli investitori mostra una certa euforia nel breve termine, soprattutto se si guarda al livello dell'indice di volatilità (VIX). Dobbiamo tuttavia restare attenti su questo livello, poiché è sceso al di sotto di 20, il che indica un'eccessiva euforia o un possibile cambiamento nel regime di volatilità.

Dal punto di vista macroeconomico, i timori per l'inflazione, la recessione e una politica monetaria eccessivamente restrittiva sono ancora rischi importanti per il mercato azionario e giustificano un approccio prudente. Va sottolineato che il mercato statunitense rimane più caro rispetto ad altri mercati, in particolare a causa delle valutazioni più elevate delle società a grande capitalizzazione statunitensi (>200 miliardi di dollari), che a causa del loro considerevole peso negli indici possono far crescere (o calare) la performance di un intero indice.

## EUROPA

L'area euro sembra allontanarsi dalla recessione: il clima mite ha salvato la zona dalla crisi energetica, i prezzi del gas sono scesi bruscamente e infine, e finalmente, la guerra in Ucraina non si è per ora ulteriormente inasprita. La riapertura della Cina dovrebbe giovare anche all'area euro, insieme ad un euro tuttora debole che contribuisce a migliorare la competitività delle imprese europee.

Inoltre, tra il miglioramento dei dati macroeconomici, i commenti piuttosto positivi delle aziende e un possibile cambiamento delle politiche monetarie della Banca Centrale... i ciclici, i tecnologici e, più in generale, i titoli più penalizzati lo scorso anno hanno riacquisito un po' di vigore. Tuttavia, a questo punto, pur vedendo ancora una maggiore attrattiva dell'Europa rispetto agli Stati Uniti, è ora più difficile aumentare l'esposizione all'area nel breve termine, alla luce delle dimensioni e della velocità dell'attuale rally.

## MERCATI EMERGENTI

L'indice MSCI China è salito di oltre il 50% dal minimo del 31 ottobre 2022<sup>4</sup> (+11,2% da inizio anno). Riteniamo che le valutazioni più basse, le aspettative sugli EPS che probabilmente si sono ridotte alla fine del 2022, potenziali flussi di investimento significativi verso la Cina e il forte miglioramento del sentiment degli investitori globali rendono interessante l'investimento in azioni cinesi (azioni H e A) nel 2023. Questo forte rally è stato principalmente dovuto alla "svolta di Xi Jinping": un totale di 30 misure per alleggerire la politica DZC (dinamica zero COVID) e misure di sostegno specifiche

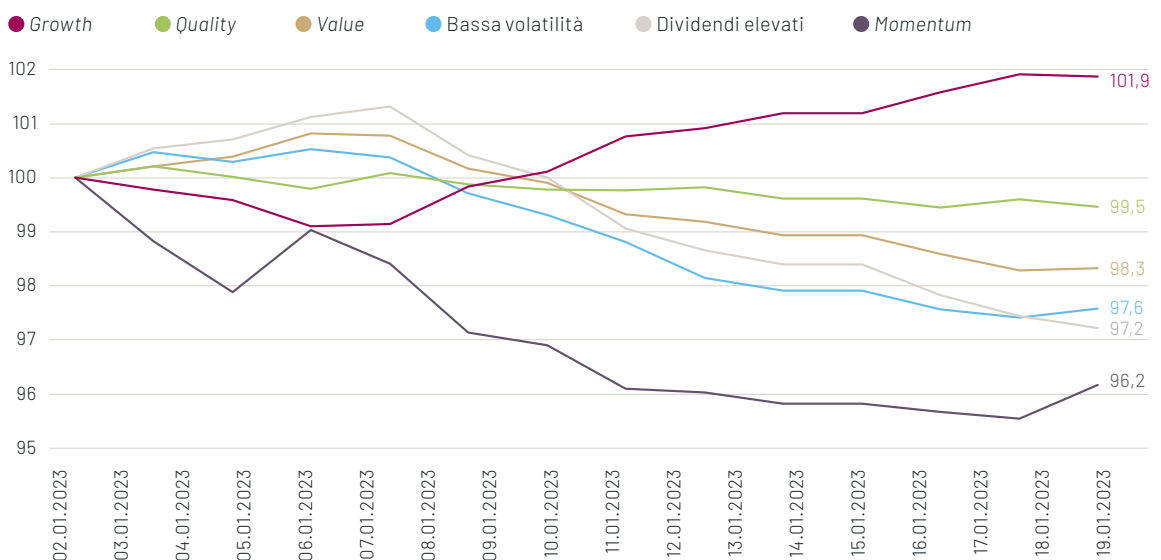
mirate al settore immobiliare. Inoltre, le dichiarazioni ufficiali del Partito hanno fatto riferimento a un completamento della "correzione normativa" nel settore di Internet. Ciò dovrebbe eliminare un importante ostacolo per il sentiment degli investitori globali nei confronti del settore. Nel 2023, l'effettiva riapertura del Paese e la domanda latente ("revenge spending") fanno presagire un massiccio rimbalzo dei mercati azionari cinesi.

## STILE D'INVESTIMENTO

Abbiamo iniziato il nuovo anno con un messaggio di cautela. Restano infatti alcune incertezze su una potenziale recessione o sull'impatto della politica monetaria della Fed. Per questi motivi, continuiamo a concentrarci sui titoli *Quality* (in particolare sulle società che offrono agli azionisti un dividendo di buon livello e sostenibile). Tuttavia, riteniamo che nel corso dell'anno possano presentarsi alcune opportunità, in particolare nei titoli ciclici e nello stile *Growth*. La piena riapertura della Cina è effettivamente un catalizzatore per diversi titoli europei *Value* con un'elevata esposizione all'economia ed ai consumi cinesi. Inoltre, il continuo calo dei prezzi dell'energia e la normalizzazione della *supply chain* sono ancora elementi favorevoli per i settori industriali a livello globale.

Infine, ora siamo maggiormente costruttivi sullo stile *Growth*. I titoli *Growth* evidenziano un certo potenziale di rimbalzo nel 2023 (grafico 5), sulla base dell'opinione che i rendimenti obbligazionari statunitensi dovrebbero raggiungere il massimo, data la scarsa performance dello stile nello scorso anno ed il livello delle valutazioni.

GRAFICO 5: PERFORMANCE DEGLI STILI D'INVESTIMENTO AZIONARI RISPETTO ALL'MSCI US, 100=01.01.2023



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

4 - Fonte: Bloomberg (fino al 17 gennaio 2023, in USD).

Muriel ABOUD  
SCHIRMANN  
Head of Active Advisory

Hugo  
DE VASCONCELOS  
Active Advisor

Stéphane MAGNAN  
Active Advisor



La grande  
**DIVERGENZA:**  
ciò che  
**DICE LA FED**  
contro ciò che  
**PENSANO GLI**  
**INVESTITORI**

L'inizio del 2023 è caratterizzato da una grande incertezza: il mercato vuole credere alla tesi di una «inflazione che sta per correggere», mentre permangono rischi significativi in molte direzioni.

## USD

### Ulteriore ribasso?

Il biglietto verde ha dato filo da torcere alla maggior parte degli investitori che seguono le linee guida della Fed. Dal picco di settembre 2022, l'indice del dollaro USA (DXY)<sup>5</sup> (grafico 6) ha perso oltre il 10% e questa tendenza al ribasso è stata alimentata dai dati che mostrano un'inflazione in calo, mese dopo mese. Da un lato, il mercato sta estrapolando le tendenze più recenti dei dati macroeconomici statunitensi (inflazione in calo, indicatori di attività preoccupanti) per prezzare un calo dei tassi prima della fine dell'anno e l'auspicata "svolta della Fed". D'altra parte, la Fed non vuole ripetere gli stessi errori degli anni '70, quando l'inflazione rimase elevata perché la politica della Fed non era stata abbastanza restrittiva. La Fed ha dichiarato che manterrà i tassi alti "fino a quando il suo lavoro non sarà finito". Gli investitori devono seguire la Fed o il mercato? A nostro avviso, le probabilità sono estremamente bilanciate in entrambe le direzioni, restiamo quindi neutrali sull'USD.

## EUR

### Una partenza forte

L'inizio dell'anno è stato molto volatile per l'euro, sostenuto da diversi fattori già menzionati in questa pubblicazione (il mite inverno europeo che ha spinto i prezzi dell'energia al ribasso, il rialzo a sorpresa riscontrato nei dati recenti che hanno spinto l'Euro Area Surprise Index ai livelli più alti dal primo semestre 2021, l'aumento dell'inflazione core che ha costretto la BCE a diventare più aggressiva a dicembre e, infine, la riapertura dell'economia cinese che ha rafforzato le speranze del mercato di un *soft landing*). A questo livello, molti degli aspetti positivi sono già fattorizzati nell'euro e non crediamo che i recenti apprezzamenti continueranno, per ora.

GRAFICO 6: L'INDICE USD È DEL 10% INFERIORE AL PICCO DEL 2022, %



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

5 - Misura del valore del dollaro USA rispetto a un paniere di valute estere.





## GBP

### Ritorno a livelli più alti

La sterlina ha mostrato una nuova solidità all'inizio del 2023, grazie allo stesso miglioramento del *sentiment* che ha aiutato i mercati azionari a rimanere sostenuti. Alcuni eventi idiosincratici - i progressi verso la risoluzione delle trattative sulla Brexit in Irlanda del Nord, il picco dell'inflazione nel Regno Unito e l'inverno mite (ovvero i prezzi più bassi dell'energia) - hanno aiutato la valuta a recuperare terreno. Tuttavia, tra le divise del G10, riteniamo che la sterlina incontri i maggiori ostacoli per una solida ripresa, poiché deve affrontare quasi tutti i problemi delle altre valute e alcuni propri. Sebbene sia ancora a livelli più deboli rispetto agli anni passati, riteniamo che un eventuale rimbalzo sia limitato dal miglioramento dei fondamentali di altre economie.

## JPY

### Montagne russe

Lo yen giapponese ha registrato una considerevole volatilità, poiché la modifica a sorpresa della politica di controllo della curva dei rendimenti (YCC), decisa a dicembre della Banca del Giappone, ha scatenato un'enorme quantità di speculazioni sulla possibilità di ulteriori interventi nella riunione di gennaio.

Ciò non è avvenuto e quindi lo JPY ha subito massicce oscillazioni, fino al 10%, ma la corsa non è ancora finita. La mossa di dicembre, la forte inflazione e l'incombente cambio del governatore della Banca del Giappone ad aprile faranno sì che il mercato continui a scommettere sulla tesi della svolta della Banca del Giappone. Che alla Banca del Giappone piaccia o meno, se la sua politica resterà accomodante, ci vorrà un po' di tempo prima che il mercato torni a crederle. Per questo, manteniamo una posizione neutrale nei confronti dello JPY, poiché i rischi sono significativi in entrambe le direzioni.

## AUD

### Riapertura della Cina

Ci aspettiamo che il dollaro australiano tragga vantaggio dalla riapertura della Cina, poiché avrà un impatto significativo sulle esportazioni australiane. La Cina è il più importante partner commerciale dell'Australia e la sua principale destinazione per diverse esportazioni di alto valore, come il minerale di ferro. La bilancia commerciale australiana rimane a livelli record. Confermiamo la nostra opinione costruttiva sulla valuta.

## SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** Nessun *hard landing* negli Stati Uniti, rischio di recessione rimandato a fine 2023/2024. L'attività economica in Europa si sta dimostrando più solida, grazie alla riapertura della Cina e ad un inverno più mite, anche se persistono venti contrari. Nel complesso, la crescita globale rallenterà nel 2023 e sarà trainata dai mercati emergenti.
- **Inflazione:** Il processo di disinflazione globale è iniziato, favorito dall'allentamento delle tensioni sulle *supply chain*, il calo dei prezzi dell'energia (ma attenzione alla riapertura della Cina) e gli effetti base annuali. Nel medio termine, i prezzi di base dovrebbero rimanere più stabili a causa dei servizi e dei salari.
- **Politica fiscale:** In Europa ancora favorevole, ma meno annunci sul fronte fiscale dopo i grandi sforzi compiuti nel 2022. Il governo diviso degli Stati Uniti porrà anche un limite alla ulteriore spesa. Nel complesso, anche se vediamo la sostenibilità fiscale come una minaccia gestibile nel 2023, ci aspettiamo che il ritorno alla disciplina fiscale quest'anno sia un tema ricorrente del mercato.
- **Banche centrali:** Ancora attenzione alla lotta all'inflazione. Una prospettiva di crescita meno preoccupante lascia più spazio alle banche centrali per continuare ad aumentare i tassi, anche se con un'intensità minore rispetto al passato. Manteniamo il nostro scenario di tassi elevati per un periodo prolungato.
- **Utili:** Si prevede che le revisioni negative continueranno con il rallentamento macroeconomico globale, ma ad un ritmo più moderato rispetto a quello osservato in precedenza. Sarà fondamentale monitorare la redditività poiché i rischi sui margini rimangono al ribasso per le pubblicazioni del quarto trimestre 2022.
- **Ambiente di rischio:** La volatilità incrociata degli asset si è ridotta, indicando una certa compiacenza del mercato nel breve termine. I rischi esterni da tenere d'occhio includono il rischio geopolitico (Ucraina, Taiwan) ed il rischio finanziario (frammentazione finanziaria dell'area euro). Il rischio a più lungo termine è ancora legato all'aumento dei livelli di debito del sistema finanziario globale.

## ASSET ALLOCATION

## AZIONI

- Manteniamo un posizionamento complessivamente cauto sui titoli azionari, soprattutto dopo il *rally* di inizio anno, poiché l'aumento dei tassi d'interesse e gli elevati costi indotti dall'inflazione dovrebbero pesare ulteriormente sui margini delle imprese e limitare la loro capacità di raccogliere capitali.
- Di fronte di un'attività economica dimostratasi più solida, all'inizio di gennaio abbiamo ridotto il nostro sottopeso sulle azioni ed ora stiamo gradualmente riallocando la nostra esposizione dai titoli difensivi ai settori altamente scontati. Rimaniamo cauti e selettivi sui titoli *Growth*, poiché ci aspettiamo che la politica monetaria rimarrà restrittiva ancora per diversi trimestri.
- Il nostro sottopeso sulle azioni europee è stato ridotto poiché l'area ha registrato livelli di valutazione interessanti e dovrebbe continuare a beneficiare della riapertura della Cina e del minor rischio di crisi energetica. Riteniamo tuttavia che il rischio di tasso d'interesse sia ancora troppo elevato e non giustifichi un sovrappeso sull'area. Manteniamo la nostra posizione sui titoli azionari cinesi di fronte al confermato dinamismo della regione. Cautela a lungo termine dovuta al processo di riduzione della leva finanziaria in corso e ad un contesto di politiche e normative meno favorevoli.

## REDDITO FISSO

- Rimaniamo cauti sul rischio di *duration*, poiché il rischio di aggiustamenti monetari più restrittivi, a causa della buona tenuta economica e dell'accelerazione dell'inflazione in Giappone, potrebbe portare ad una maggiore volatilità nel breve termine. In questo contesto, rimaniamo pazienti e attendiamo un consolidamento per aggiungere titoli di Stato. Nel frattempo, continuiamo a trarre vantaggio dall'interessante *carry* offerto dai titoli di Stato statunitensi a breve termine.
- I tassi dell'euro sono sensibili alla retorica aggressiva della BCE, mentre l'offerta netta di quest'anno potrebbe essere problematica, soprattutto per alcuni Paesi per i quali si prevede avranno ancora un'emissione elevata l'anno prossimo, mentre la BCE avvierà la propria stretta quantitativa (QT) entro il secondo trimestre 2023.
- Manteniamo la nostra visione positiva sul debito *corporate* di elevata qualità, poiché gli attuali rendimenti più elevati offrono una buona protezione contro il moderato rischio di *default*, mentre rimaniamo cauti sugli HY.

- Continuiamo a preferire il debito emergente in valuta locale, che consideriamo un buon fattore di diversificazione per il 2023. La classe di attivi può beneficiare della debolezza del dollaro e di un atteggiamento più accomodante da parte di alcune banche centrali emergenti il prossimo anno.

#### MERCATI DEI CAMBI

- Le scommesse direzionali sono percepite come rischiose sulla parità EUR/USD, poiché il rapporto incorpora ora gran parte del miglioramento del *sentiment* sull'area euro e le posizioni corte sul dollaro sono aumentate in modo significativo. Di conseguenza, preferiamo assumere una posizione neutra e attendere una maggiore visibilità sulla traiettoria futura delle valute.
- Il CHF rimane una valuta interessante, poiché i fondamentali svizzeri sono migliori rispetto a quelli dell'area euro e la valuta sta raggiungendo i livelli dove la Banca Nazionale Svizzera aveva iniziato ad attivarsi la scorsa estate. Al contrario, manteniamo viceversa una visione negativa sulla sterlina, poiché i fondamentali del Regno Unito restano deboli e non si può escludere un orientamento conciliante da parte della Banca d'Inghilterra.
- Continuiamo a considerare le valute legate alle materie prime come buoni strumenti di diversificazione, in particolare l'AUD che potrebbe beneficiare della riapertura della Cina. Lo yen ha riacquisito interesse dopo la riunione della Banca del Giappone di metà dicembre ed è ancora considerato una buona protezione macroeconomica nei portafogli.

#### INVESTIMENTI ALTERNATIVI

- I fondi alternativi Global Macro<sup>6</sup> e CTA<sup>7</sup> rimangono al centro dell'attenzione nell'elevato contesto di volatilità previsto per il 2023. Le strategie azionarie Long/Short<sup>8</sup> dovrebbero aver successo grazie al maggiore rischio di dispersione all'interno dell'universo azionario, che apre nuove opportunità, mentre il contesto di tassi più elevati avvantaggia la parte short di questo tipo di strategie.

6 - Global Macro: Strategia d'investimento discrezionale o sistematica nei mercati in generale, basata su una visione macroeconomica. Gli investimenti tipici comprendono reddito fisso, cambi, indici azionari, debito sovrano e materie prime. La maggior parte dei fondi utilizza derivati (e quindi leva finanziaria) e opzioni.

7 - CTA (Commodity Trading Advisors): Strategia d'investimento discrezionale o sistematica (in particolare *Trend Following*) basata su *managed futures* (contratti a termine) con un universo d'investimento *multi-asset* (azioni, obbligazioni, valute e *future* su materie prime).

8 - Long/Short Market Equity: Una strategia che consiste nel detenere titoli (posizioni lunghe) che si prevede possano sovraperformare, rispetto a titoli «corti» che si prevede possano sottoperformare. Si dice che la strategia ha un orientamento lungo quando la somma delle posizioni lunghe è maggiore della somma delle corte, mentre è neutrale se le posizioni lunghe sono pari a quelle corte. Data la neutralità del portafoglio, questo tipo di strategia presenta una bassa correlazione con le strategie tradizionali.

#### 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	=/-	=
30A 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 Cina	=/+	=/+
Cina	=/+	=/-
<b>STILI</b>		
Growth	=/-	+
Value	=/+	=
Quality	=/+	=
Yield	+	=/+
Ciclici	=/-	=/+
Difensivi	=/+	=/-
<b>CAMBI</b>		
Stati Uniti (USD)	=	=/-
Area Euro (EUR)	=	=
Regno Unito (GBP)	=/-	=
Svizzera (CHF)	=/+	=/+
Giappone (JPY)	=	=
Brasile (BRL)	=/+	=
Cina (CNY)	=	=
Oro (XAU)	=/-	=
Commodity currencies (NOK, NZD, CAD)	=/+	=/+

Fonte: Indosuez Wealth Management.



DATI AGGIORNATI AL 19 GENNAIO 2023

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	3,39%	-28,71	-48,33
Francia 10A	2,48%	-41,20	-62,40
Germania 10A	2,06%	-29,90	-50,70
Spagna 10A	2,99%	-43,50	-66,00
Svizzera 10A	1,09%	-41,50	-52,90
Giappone 10A	0,42%	3,00	0,80

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	35,8	3,32%	3,14%
Titoli di Stato in EUR	197,67	1,83%	2,60%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	198,85	2,82%	2,75%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	307,99	2,55%	3,80%
Titoli di Stato USA	300,99	1,40%	1,90%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	44,12	3,01%	3,18%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9921	0,55%	0,26%
GBP/USD	1,2391	2,93%	2,55%
USD/CHF	0,9161	-1,61%	-0,91%
EUR/USD	1,0833	2,24%	1,20%
USD/JPY	128,43	-2,96%	-2,05%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	20,52	-1,45	-1,15

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	3.898,85	2,00%	1,55%
FTSE 100 (Regno Unito)	7.747,29	3,72%	3,97%
STOXX Europe 600	450,45	5,43%	6,02%
Topix	1.915,62	0,39%	1,26%
MSCI World	2.685,32	3,47%	3,17%
Shanghai SE Composite	4.156,01	8,34%	7,35%
MSCI Emerging Markets	1.027,91	6,62%	7,48%
MSCI Latam (America Latina)	2.266,46	5,65%	6,49%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	197,09	3,49%	2,66%
MSCI Asia Ex Japan	667,77	6,92%	7,84%
CAC 40 (Francia)	6.951,87	6,66%	7,39%
DAX (Germania)	14.920,36	7,23%	7,16%
MIB (Italia)	25.596,28	7,49%	7,97%
IBEX (Spagna)	8.793,10	6,30%	6,85%
SMI (Svizzera)	11.258,97	4,50%	4,94%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	4.101,00	2,94%	0,15%
Oro (USD/Oncia)	1.932,24	7,79%	5,93%
Greggio WTI (USD/Barile)	80,33	3,66%	0,09%
Argento (USD/Oncia)	23,87	1,68%	-0,71%
Rame (USD/Tm)	9.305,50	11,97%	11,15%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	3,28	-34,49%	-26,82%

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

	OTTOBRE 2022	NOVEMBRE 2022	DICEMBRE 2022	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (19 GENNAIO 2023)
MIGLIORI	9,59%	18,69%	0,48%	8,34%	7,84%
+	7,99%	14,64%	-0,39%	6,92%	7,48%
	7,11%	9,81%	-1,60%	6,62%	7,35%
	6,28%	6,80%	-1,64%	5,65%	6,49%
	5,09%	6,75%	-3,12%	5,43%	6,02%
	4,17%	6,74%	-3,44%	3,72%	3,97%
	2,91%	5,38%	-4,34%	3,49%	3,17%
	-3,15%	4,55%	-4,70%	3,47%	2,66%
	-6,13%	2,91%	-4,73%	2,00%	1,55%
PEGGIORI	-7,78%	-0,82%	-5,90%	0,39%	1,26%

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.

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

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

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

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

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

## DICHIARAZIONE DI ESCLUSIONE DI RESPONSABILITÀ

Il documento dal titolo «Monthly House View» («l'Opuscolo») è rilasciato unicamente a fini di comunicazione commerciale.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Crediti fotografici: Getty Images.

Finito di redigere il 20.01.2023.



