



MONTHLY HOUSE VIEW

Agosto/Settembre 2023

Giappone: questa volta sarà diverso?

• Sommario

01• Editoriale	P3
MISSIONE IMPOSSIBILE?	
02• Focus	P4
GIAPPONE: QUESTA VOLTA SARÀ DIVERSO?	
03• Macroeconomia	P6
LO SPETTACOLO POTREBE CONTINUARE	
04• Reddito fisso	P8
UN INVESTIMENTO A LUNGO TERMINE	
05• Azioni	P10
UNA STAGIONE DEGLI UTILI MOLTO ATTESA	
06• Cambi	P12
LA TREGUA ESTIVA NON OSCURERÀ LA TENDENZA A LUNGO TERMINE	
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 giugno l'inflazione statunitense su base annua si è attestata al 3%. Sebbene sia ancora superiore all'obiettivo della Federal Reserve (Fed) del 2%, è tornata ai livelli di marzo 2021. La Fed è riuscita nella sua missione impossibile di domare il rincaro dei prezzi senza far scivolare l'economia in recessione?

Aumentando aggressivamente i tassi di riferimento del 5% in poco più di un anno, la Fed ha completato questa prima fase ed il picco dell'inflazione, che aveva oltrepassato il 9% a metà del 2022, è ormai alle spalle. La componente energetica contribuisce ora negativamente su base annua e questo spiega perché l'inflazione depurata dagli elementi più volatili si conferma elevata. La Fed ha vinto una battaglia, ma non ancora la guerra. La buona notizia è che lo spettro della recessione si allontana; l'economia americana continua a creare 200.000 posti di lavoro al mese. Da una prospettiva storica, negli Stati Uniti una recessione è sistematicamente preceduta da una creazione di impieghi ad un ritmo di circa 100.000 unità nei 3/6 mesi antecedenti la contrazione dell'economia.

Occorre precisare che, per uscire dalla crisi della COVID-19 e rilanciare l'economia, gli Stati Uniti avevano messo sul tavolo il 26% del PIL, il doppio rispetto all'Area Euro. Secondo il Fondo monetario internazionale (FMI), l'80% dell'inflazione post-COVID statunitense era dovuta al surriscaldamento dell'economia, rispetto ad appena il 6% in Europa. Oggi si assiste ad una convergenza tra le due sponde dell'Atlantico, con un'inflazione legata prevalentemente ai prezzi dei servizi.

Mentre la sfida per la Fed e la Banca Centrale Europea (BCE) nel secondo semestre appena iniziato consisterà nel determinare un tasso obiettivo massimo, con ogni probabilità intorno al 5,5% ed al 4% rispettivamente, per i Paesi emergenti la situazione è ben diversa. Questi ultimi erano stati i primi ad innalzare i tassi e sono di nuovo in vantaggio rispetto ai Paesi sviluppati per ridurli, soprattutto in America Latina ed Europa orientale. Inoltre, in Asia, lo spettro della deflazione incombe sulla Cina che, nell'ambito di questo rallentamento economico globale, esporta meno. A giugno i prezzi franco fabbrica cinesi sono diminuiti del 5,4% su base annua. In questo contesto segnato da una crescita contenuta, è probabile che le autorità cinesi decidano di introdurre misure di sostegno all'attività, in particolare tagliando i tassi.

Continuiamo a ritenere che l'impatto dei rialzi dei tassi attuati negli ultimi mesi richiederà più tempo per diffondersi e ripercuotersi sull'economia mondiale. Questo perché il contraccolpo della COVID-19, che ha in parte giustificato tali aumenti, è stato accompagnato da importanti stimoli in molti Paesi.

Monitoriamo tutti i segnali di debolezza che già si accumulano:

- Le vicissitudini dei fondi pensione nel Regno Unito alla fine del 2022.
- Il fallimento di Silicon Valley Bank che ha scosso il mercato lo scorso marzo. Tuttavia, guardando ai primi risultati delle banche statunitensi per il secondo trimestre, anche questo evento sembra ormai passato.
- Infine, le società britanniche di servizi pubblici, soprattutto nel settore idrico, sono oggi in difficoltà. Queste ultime hanno emesso un gran numero di obbligazioni indicizzate all'inflazione, con conseguenti incrementi significativi dei costi di servizio del debito nell'attuale congiuntura. Con oltre 40 miliardi di sterline, il mercato britannico delle obbligazioni indicizzate all'inflazione emesse dalle società è il più grande al mondo.

Ad accomunare questi tre eventi vi è la scarsa capacità delle aziende di prevedere l'impatto di un brusco aumento di inflazione e tassi sulla gestione dei loro investimenti e del loro debito. È vero però che usciamo da 15 anni di tassi contenuti o persino negativi.

Per portare a termine questa pericolosa missione, le banche centrali dovranno utilizzare i giusti strumenti al momento opportuno; lo stesso vale per gli investitori con la loro *asset allocation*. Oggi la volatilità di alcuni mercati, come quello azionario, è molto debole, ma non dobbiamo abbassare la guardia. Riguardo al debito statunitense, si osservano visioni molto contrastanti tra gli operatori speculativi, che anticipano un proseguimento del trend rialzista per i tassi, e gli investitori istituzionali, di parere opposto. Ancora una volta, questo quadro offre pregevoli opportunità da cogliere e ci permette di affrontare al meglio il nuovo semestre.

Buona lettura.

GIAPPONE: QUESTA VOLTA SARÀ DIVERSO?



Lucas MERIC
Investment Strategist



Stavya EPSTEIN
Multi Asset Portfolio Manager

Sulla scia di prospettive di crescita incoraggianti, un'economia che potrebbe uscire da decenni di deflazione, un policy mix accomodante e riforme strutturali favorevoli agli investitori, il Giappone potrebbe rivelarsi un investimento interessante ed in grado di assicurare diversificazione nell'ambito di una strategia di *asset allocation*.

MERCATI SVILUPPATI: È IL GIAPPONE LA NUOVA FRONTIERA DELLA CRESCITA?

Gli economisti cercano di anticipare da diversi mesi il momento in cui arriverà la prossima recessione negli Stati Uniti od in Europa. Queste preoccupazioni non sembrano riguardare il Paese del Sol levante: le nostre previsioni indicano una crescita media del PIL dell'1,2% fino al 2024. Forte di una ripresa in ritardo rispetto alle altre economie sviluppate (le restrizioni sanitarie sono state allentate in misura significativa a marzo), il Giappone sembra oggi insieme alla Cina il Paese su cui puntare per trarre vantaggio dalla riapertura. Tale ripresa dovrebbe sostenere la domanda interna e compensare un probabile indebolimento di quella esterna, in un contesto di rallentamento economico globale. Il Giappone dovrebbe inoltre beneficiare del ritorno dei turisti cinesi che, prima della pandemia, rappresentavano un terzo dei suoi visitatori.

DALLA DEFLAZIONE ALL'INFLAZIONE?

Diversamente dalla maggior parte delle economie, l'ascesa dell'inflazione post-pandemia è perlopiù una buona notizia in un Paese impantanato nella deflazione da diversi decenni, soprattutto a causa dei risparmi in eccesso accumulati dalle aziende dopo il crollo nei primi anni '90. Al 3,2% su base annua a maggio, l'inflazione totale rallenta grazie al calo dei prezzi energetici. Tuttavia, l'inflazione *core* (esclusi generi alimentari freschi ed energia) ha accelerato al 4,3% su base annua a maggio, un massimo dal 1981. Al di là di questo livello record, è lecito chiedersi se l'inflazione possa mantenersi in Giappone. Perché ciò accada, la creazione di spirali prezzi-stipendi sembra essere il fattore chiave affinché emerga una tendenza duratura ed endogena della domanda interna.

Al riguardo, la rigidità del mercato del lavoro (tasso di disoccupazione del 2,6%) e la dinamica degli stipendi (i negoziati di primavera "Shunto" si sono conclusi con un aumento delle retribuzioni del 3,8%, il più alto dal 1993) vanno chiaramente in questa direzione.

Al contempo, il governo ha ribadito la volontà di proseguire la serie di iniziative cosiddette *Abenomics*¹, che implicano politiche monetarie e fiscali accomodanti, oltre ad una strategia di crescita volta a stimolare gli investimenti del settore privato. L'indagine Tankan di giugno sulle grandi aziende ha rivelato una revisione al rialzo delle spese in conto capitale previste pari al 5,4%, con un incremento del 13,4% nel 2023.

Sebbene gli effetti di base causeranno nel tempo un rallentamento dell'inflazione core, le maggiori spese in conto capitale e la creazione di spirali prezzi-stipendi dovrebbero pesare sul risparmio in eccesso e limitare in tal modo le forze deflazionistiche strutturali, consentendo all'inflazione di assestarsi intorno all'obiettivo del 2% della Banca del Giappone.

IL PARADISO PERDUTO DELLA POLITICA MONETARIA

Non intravediamo per il momento alcuna variazione dell'approccio accomodante adottato dalla Banca del Giappone. A nostro avviso, in questo scenario vi è il rischio che la Fed si riveli più aggressiva del previsto, costringendo la Banca del Giappone a reagire per evitare il crollo dello yen. Tanto più che, con la parità EUR/JPY ad un massimo da 15 anni, lo yen, duramente penalizzato dall'ampliamento dei differenziali dei tassi di interesse con le altre economie sviluppate, si avvicina ai livelli che hanno indotto la Banca del Giappone ad intervenire sul mercato dei cambi negli ultimi anni per sostenere la valuta.



INFLAZIONE
CORE:

+4,3%

su base annua
a maggio

(ai massimi dal 1981)

1 - Misure introdotte da Shinzo Abe a partire dal 2013 per far uscire il Paese dalla deflazione.

AZIONI GIAPPONESI: QUESTA VOLTA SARÀ DIVERSO?

Sullo sfondo di una crescita incoraggiante e politiche accomodanti, il Giappone appare un investimento particolarmente interessante. Tuttavia, le azioni giapponesi sono salite del 13,5% (Nikkei 225 in euro) da inizio anno e, storicamente, il Giappone resta un mercato che sale spesso in modo rapido ed impetuoso, senza però trovare necessariamente nuovo slancio per proseguire la corsa.

Tuttavia, due temi strutturali dovrebbero sostenere la performance a lungo termine delle azioni giapponesi:

- La fine di un contesto deflazionistico consentirebbe alle aziende giapponesi di avere un maggiore potere di determinazione dei prezzi, il quale dovrebbe spingere la crescita degli utili nel medio periodo. L'inflazione, va ricordato, è un fattore di sostegno dei margini aziendali e quindi delle azioni.
- La Borsa di Tokyo (TSE) ha avviato una riforma volta a favorire i rendimenti degli azionisti. Questa riforma già inizia a dare i suoi frutti: il volume dei riacquisti di azioni annunciati nel primo trimestre del 2023 ha raggiunto il livello più alto da oltre due decenni (grafico 1). L'aumento dei tassi di dividendo dovrebbe rendere le azioni giapponesi più appetibili, soprattutto per gli investitori nazionali, in un momento in cui il Giappone è l'unico grande mercato dove il rendimento delle azioni è superiore a quello dei titoli di Stato. Un rendimento che dovrebbe essere ancora più allettante se i riacquisti di azioni dovessero proseguire.

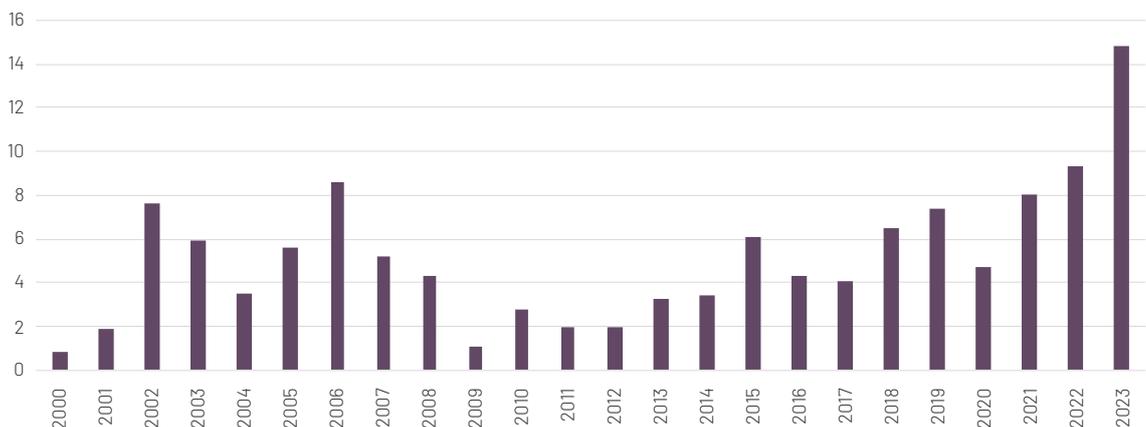
UN INTERESSANTE CASO D'INVESTIMENTO

Oltre a questi fattori strutturali, emergono al momento una serie di segnali positivi per il mercato giapponese:

- Gli utili aziendali sono resilienti, sospinti dalla domanda interna e dall'inflazione. Le revisioni sono in rialzo, con una crescita degli utili del 7,3% nel 2023 e dell'8,8% nel 2024 per il Topix.
- Su base relativa, il rapporto prezzo/valore contabile² delle azioni giapponesi rispetto a quelle globali è di molto inferiore alla sua mediana storica, mentre il rapporto prezzo/utile è ancora attraente a 13,6 volte. La riforma della TSE dovrebbe comportare un'espansione dei multipli del mercato azionario nipponico.
- Lo scorso anno il sottopeso sulle azioni giapponesi degli investitori globali ha raggiunto livelli record. Tuttavia, le recenti indagini sugli investitori hanno segnalato un'inversione di questa dinamica negli ultimi mesi, con un rinnovato interesse ed un ritorno dei flussi verso il mercato nipponico.
- Nell'ambito di un'*asset allocation*, l'orientamento più difensivo delle azioni giapponesi offre una pregevole diversificazione.
- Le *biais plus défensifs des actions japonaises* apporte une diversification attrayante dans une allocation d'actifs.

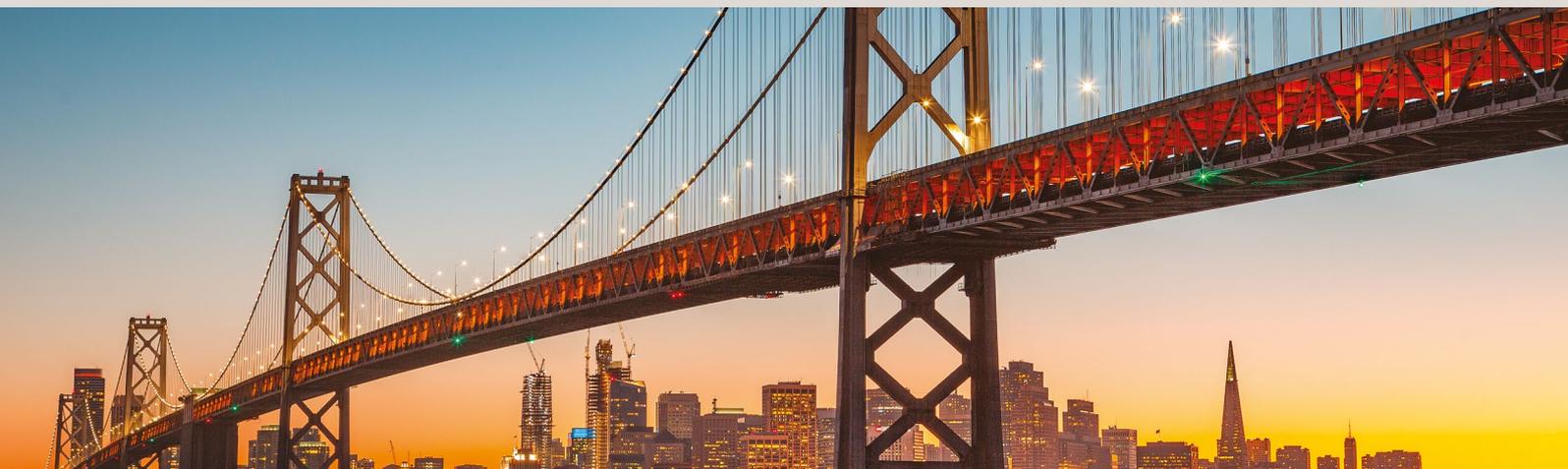
La profondità del mercato giapponese impone un approccio selettivo per sfruttare le prospettive di rivalutazione dei titoli nazionali e di qualità. Data la dispersione del mercato, le migliori opportunità sono verosimilmente presenti nei settori che non hanno ancora tratto vantaggio dal rialzo del mercato e con solidi fondamentali.

GRAFICO 1: RIACQUISTI DI AZIONI ANNUNCIATI
NEL PRIMO TRIMESTRE DEL 2023 (1.000 MILIARDI, YEN)



Fonti: JP Morgan, Indosuez Wealth Management.

² - Il rapporto prezzo/valore contabile misura il corso di un'azione rispetto al valore contabile di un'azienda. Quando è troppo alto, il rapporto può indicare che le azioni di una società sono sopravvalutate, in particolare se è elevato rispetto a quello di altre aziende nello stesso settore.



Lucas MERIC
Investment Strategist



Alexandre DRABOWICZ
Chief Investment Officer

Abbiamo rivisto al rialzo le nostre previsioni sulla crescita statunitense per il 2023, alla luce di un'economia che continua a stupire per la sua resilienza. In Cina la debolezza della domanda pesa sull'inflazione e richiede maggiori stimoli economici da parte delle autorità nazionali, mentre la crescita in Europa dovrebbe restare stabile in un contesto di bassa produttività.

STATI UNITI: L'ECONOMIA AMERICANA SFIDA ANCORA LA FORZA DI GRAVITÀ

Inizialmente stimata all'1,1% su base trimestrale annualizzata ad aprile, la crescita del PIL nel primo trimestre del 2023 è stata rivista al 2%, a riprova di un'economia statunitense che continua a riservare sorprese positive. Guardando alla stima del PIL in tempo reale della Federal Reserve (Fed), pari al 2,4% su base trimestrale annualizzata nel secondo trimestre del 2023, questa dinamica dovrebbe proseguire. Tuttavia, prevediamo ancora una moderata contrazione della crescita americana nel secondo semestre. I consumi perdono innegabilmente vigore (a giugno le vendite al dettaglio sono calate all'1,5% su base annua) ed i risparmi in eccesso delle famiglie continuano a contrarsi, con i tassi sulle carte di credito che superano attualmente il 20%. Inoltre, l'impatto dell'ascesa dei tassi ipotecari si fa gradualmente sentire sull'economia, mentre la revoca della moratoria sul debito degli studenti dovrebbe frenare i consumi. Detto questo, non intravediamo alcun crollo dei consumi americani ed abbiamo persino rivisto al rialzo le nostre previsioni di crescita per la seconda metà

dell'anno. Infatti, il mercato del lavoro permane resiliente, con una creazione di posti di lavoro sempre sostenuta, mentre il processo di disinflazione dovrebbe trainare il potere d'acquisto delle famiglie americane. Queste ultime beneficiano inoltre di positivi effetti sulla ricchezza, grazie all'andamento dei mercati azionari statunitensi dall'inizio dell'anno. Nel complesso, la maggiore tenuta dei consumi rispetto a quanto previsto in passato per il terzo/quarto trimestre ci ha indotto a rivedere le nostre previsioni di crescita per il 2023 all'1,5% (tabella 1, pagina 7). Tuttavia, prevediamo un rimbalzo più debole nel primo trimestre del 2024 rispetto alle attese dello scorso mese. L'inflazione totale è ulteriormente diminuita a giugno (3% dal 4% di maggio), in virtù dei significativi effetti di base sull'energia, che dovrebbero iniziare a svanire dopo l'estate. Tuttavia, ci aspettiamo che subentrino in seguito le componenti alimenti ed alloggi a sostenere la disinflazione. Sul fronte della politica monetaria, riteniamo che la Fed innalzerà i tassi un'ultima volta prima di stabilizzarli su livelli elevati per diversi trimestri.



Abbiamo rivisto le nostre previsioni sulla crescita statunitense per il

2023
ALL'1,5%
(+40 pb)

CINA: APPELLO AGLI STIMOLI

La deludente ripresa cinese degli ultimi mesi si è riflessa in una crescita per il secondo trimestre del 6,3% su base annua (inferiore alle aspettative del 7,3%). A giugno le vendite al dettaglio hanno subito una nuova battuta d'arresto, chiudendo al 3,1% su base annua (dal 12,7% del mese precedente). Infatti, la fiducia dei consumatori cinesi continua ad essere duramente penalizzata dall'attuale fragilità dell'immobiliare (a giugno gli investimenti nel settore si sono contratti del 20,6% su base annua) e dall'occupazione giovanile (il tasso di disoccupazione dei giovani tra i 18 ed i 24 anni si attesta al 21,3%), la quale non mostra segni di miglioramento con il rischio di un contagio al resto della popolazione attiva. Allo stesso tempo, il rallentamento economico globale continua a pesare sulle esportazioni cinesi, che a giugno sono diminuite del 12,4% su base annua nonostante l'attuale debolezza dello yuan. A dimostrazione di una domanda depressa, l'economia cinese sfiora la deflazione, con un'inflazione prossima allo 0% su base annua a giugno. In questo contesto, i rischi per la nostra previsione di crescita del 5,6% nel 2023 sembrano tendere ora al ribasso, mentre la mediocre dinamica delle ultime settimane conferma la necessità per le autorità cinesi di allentare ulteriormente le politiche economiche. All'inizio dell'estate la Banca Popolare Cinese ha già iniziato a tagliare diversi tassi di riferimento a breve e medio termine.

AREA EURO: LA SCARSA PRODUTTIVITÀ IN PRIMO PIANO

Da un anno i consumi in Europa sono meno robusti che negli Stati Uniti, ma questa tendenza dovrebbe invertirsi entro la fine dell'anno. Infatti, riteniamo ancora che vi sia una certa domanda frenata sul fronte del turismo per le economie orientate ai servizi, ed il potere d'acquisto dei consumatori europei dovrebbe altresì beneficiare della disinflazione in corso su beni e generi alimentari. La componente dei servizi, ancora responsabile del 40% dell'inflazione totale, dovrebbe iniziare a diminuire dopo la stagione estiva, in virtù soprattutto di significativi effetti di base sull'inflazione dei trasporti in Germania. Tuttavia, sebbene le prospettive d'inflazione possano migliorare sul breve termine, gli stipendi restano una questione cruciale per la BCE, che anticipa un loro aumento del 14% entro la fine del 2025. Il costo del lavoro ha certamente mostrato segni di miglioramento, rallentando al 5% nel primo trimestre del 2023, ma la principale fonte di preoccupazione è una crescita della produttività più debole del previsto, che in ultima analisi implica un costo unitario del lavoro più elevato e maggiori pressioni inflazionistiche. Se a ciò si aggiunge che la BCE ha iniziato il suo ciclo di inasprimento in ritardo rispetto alle altre principali banche centrali, prevediamo altri due rialzi dei tassi in Europa, con un obiettivo del 4%.

TABELLA 1: PREVISIONI MACROECONOMICHE 2023 - 2024, %

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

	PIL		INFLAZIONE	
	2023	2024	2023	2024
USA	1,5%	0,4%	4,0%	2,6%
Area Euro	0,5%	1,0%	5,5%	2,9%
Cina	5,6%	4,7%	1,3%	2,5%
Giappone	1,3%	1,1%	2,8%	2,0%
India	6,0%	5,5%	5,5%	5,9%
Brasile	2,6%	1,3%	4,8%	4,0%
Mondo	2,9%	2,6%	-	-

Fonte: Indosuez Wealth Management.



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

Con la collaborazione
del team del Reddito Fisso

La fine dell'abbondanza di liquidità non mette a rischio l'universo obbligazionario. I recenti annunci di mega-fusioni negli Stati Uniti o le esigenze di finanziamento di tutti gli Stati preannunciano una maggiore attività sui mercati obbligazionari nei prossimi trimestri.

STRATEGIE DI CARRY

Da alcuni mesi gli investitori privati sono tornati ad interessarsi ai mercati obbligazionari, grazie alle strategie d'investimento cosiddette di *carry*. Queste ultime, considerate tecniche in Europa, sembravano riservate ad investitori istituzionali od esperti. In realtà, i privati investivano inconsapevolmente in obbligazioni attraverso vari canali: assicurazioni sulla vita in Francia, fondi pensione e piani di accumulo. In seguito all'ascesa dei tassi nel 2022, questo investimento è tornato ad esercitare un certo fascino, senza però dimenticare che si otterrà il rendimento solo al rimborso di tutte le obbligazioni e quindi alla scadenza del portafoglio. Nel frattempo, la valutazione di quest'ultimo evolverà quotidianamente in base alle oscillazioni del mercato.

BANCHE CENTRALI

Nelle scorse settimane il governativo a 2 anni americano ha oltrepassato la soglia simbolica del 5% per la prima volta dalla crisi delle banche regionali nel marzo di quest'anno, un valore visto da ultimo nel giugno 2007. I dati sull'occupazione,

superiori alle attese, hanno inizialmente spinto i tassi verso l'alto, prima che la sorpresa positiva sul fronte dell'inflazione li facesse scendere: si tratta di un segnale a lungo atteso dagli investitori, che permette loro di anticipare la fine del ciclo rialzista della Fed. Questo dato dell'inflazione ha innescato un *rally* in tutte le *asset class*. Sempre in vista di una recessione che si fa attendere, i mercati dei tassi a breve termine continuano a scontare tagli aggressivi da parte della Fed a partire dall'inizio del 2024. Non condividiamo tale scenario per i seguenti motivi: riguardo all'inflazione, la pregevole tenuta del mercato immobiliare ostacola un rapido calo della componente *core*; il rallentamento economico già in atto è ampiamente previsto e non dovrebbe durare; infine, prima di considerare un allentamento della politica monetaria, i funzionari della Fed sono chiaramente in attesa che la disoccupazione aumenti. Conserviamo uno scenario in cui il ciclo rialzista volge al termine e la Fed manterrà i tassi di riferimento stabili su alti livelli fino a quando la normalizzazione post-COVID di tutte le componenti economiche lo richiederà.



**BANCHE
STATUNITENSIS:**
i risparmiatori
chiedono tassi
più alti

L'Area Euro è già in recessione, sebbene lieve, ma l'economia tedesca trascina verso il basso l'intera regione, mentre la Spagna da sola non basta a compensare le delusioni negli altri Paesi. L'inflazione resta nel complesso troppo sostenuta per fermare la BCE: per quanto anche Francoforte si avvicini al picco dei tassi di interesse, l'istituto si accinge a ritirare la massiccia liquidità introdotta durante la pandemia. Delle riserve in eccesso per 4.000 miliardi di euro in circolazione, si stima che 800 miliardi saranno ritirati nell'arco di pochi mesi, in particolare attraverso il rimborso delle TLTRO³ concesse alle banche.

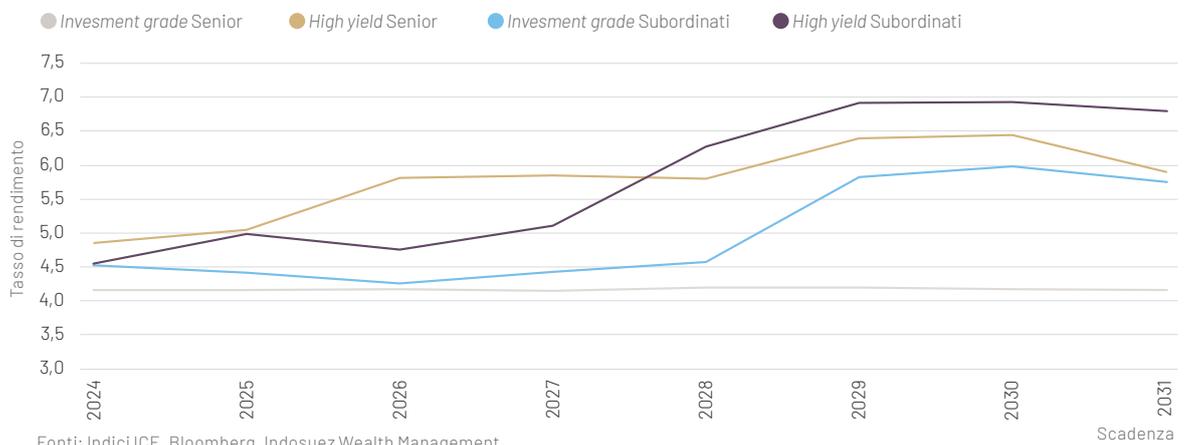
Nel Regno Unito la lunga battaglia della Banca d'Inghilterra inizia infine a dare i suoi frutti: per la prima volta da molti trimestri, l'inflazione pubblicata è di gran lunga inferiore alle anticipazioni. Il governatore Andrew Bailey non dovrebbe cantare vittoria troppo in fretta e continuerà ad alzare i tassi, senza però raggiungere il 6,5% previsto dai mercati solo poco tempo fa.

Quali sono i rischi per la recente ripresa dei mercati obbligazionari? A differenza del 2022, gli investitori possono ora contare su un *carry* che li protegge nel medio periodo. Il principale rischio è rappresentato da un'accelerazione imprevista dell'economia americana che, se dovessero permanere le tensioni sul mercato del lavoro, comporterebbe un'inflazione persistente sulla scia di un maggiore potere d'acquisto. La resilienza del mercato immobiliare, ad esempio, solleva interrogativi.

CREDITO

Sul mercato del credito, si intensificano i rischi specifici in Europa e negli Stati Uniti. Sia per il debito *investment grade* che per quello *high yield*, la minima notizia negativa ha talvolta ricadute molto significative sui premi per il rischio. Si allunga sempre più l'elenco degli emittenti sui quali gli investitori riducono le posizioni in seguito a *profit warning*, problemi di governance od esigenze di ricapitalizzazione. Tuttavia, questo aumento del rischio idiosincratice non si diffonde al mercato nel suo complesso. Gli indici non riflettono infatti tale rumore di fondo. I portafogli, per loro natura più concentrati, sono però soggetti ad una maggiore volatilità. Il *carry* descritto nell'introduzione mantiene il suo fascino per gli investitori. Il mercato *high yield* resta poco interessante, date le elevate valutazioni relative. Negli ultimi anni la montagna di rifinanziamenti che spaventa alcuni investitori è stato spostato in avanti da emittenti opportunistici, che hanno approfittato dei tassi contenuti per estendere la scadenza del loro debito. Per contro, altre società non hanno più accesso al rifinanziamento sui mercati, in ragione di tassi punitivi, conseguenza del deterioramento della loro salute finanziaria. Non è certo che i tassi di *default* aumenteranno in misura significativa, ma quelli di recupero dovrebbero diminuire; società che avrebbero dovuto scomparire hanno beneficiato di condizioni di finanziamento favorevoli, che ne hanno indebolito i bilanci. Ne consegue che i premi di rischio nell'*high yield* devono tenere conto di questo nuovo contesto (grafico 2).

GRAFICO 2: RENDIMENTO DEGLI INDICI DEL CREDITO IN EURO PER ANNO E SEGMENTO DI MERCATO



3 - Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine.



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

Con la collaborazione
del team del Azioni

I mercati azionari hanno proseguito la loro ascesa, sospinti dal rallentamento globale dell'inflazione, più pronunciato del previsto, e da revisioni degli utili in miglioramento, soprattutto negli Stati Uniti. Nell'universo finanziario, lo scenario di un atterraggio morbido è sempre più probabile e spiega anche il proseguimento di questa nuova fase di propensione al rischio. La stagione degli utili che inizia a metà luglio confermerà la resilienza dell'economia?

REVISIONI DEGLI UTILI

A metà luglio è iniziata la stagione degli utili per il secondo trimestre del 2023. Il *consensus* prevede un calo degli utili per l'indice S&P 500 di circa -7,2%. Se così fosse, si tratterebbe della flessione più marcata dal secondo trimestre del 2020 (-31,6%). Tuttavia, a differenza dei principali indici globali, da maggio le revisioni degli utili a 12 mesi negli Stati Uniti esibiscono una traiettoria ascendente. Infine, come di consueto, prima che si apra la stagione osserviamo il rapporto negativo/positivi dei pre-annunci pubblicati dalle società. Al riguardo, è interessante notare come le aziende siano abbastanza fiduciose di poter raggiungere risultati in linea con le attese del mercato (grafico 3).

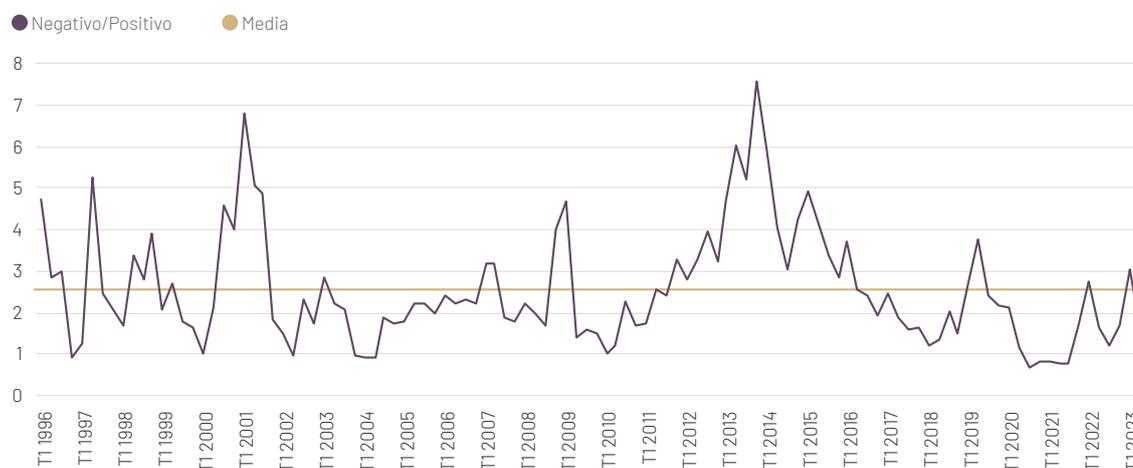
STATI UNITI

Da quando l'S&P 500 ha oltrepassato la resistenza dei 4.200 punti, l'indice ha proseguito la sua corsa. Non sono più soltanto i "Fantastici 7"⁴ e l'Intelligenza Artificiale (IA) a determinare la quasi totalità del rialzo; di recente, infatti, anche le piccole e medie capitalizzazioni hanno conseguito ottime performance, come dimostra l'indice Russell 2000. Gli investitori sembrano rassicurati riguardo al proseguimento delle spese di bilancio (in particolare nell'ambito dell'*Inflation Reduction Act*⁵, messo in discussione durante il dibattito sul tetto del debito). Il mercato è stato inoltre positivamente sorpreso da solidi dati macroeconomici e da un calo dell'inflazione superiore alle attese. Infine, le recenti notizie favorevoli sulle mega-fusioni⁶ in corso hanno contribuito ad accrescere le valutazioni.



REVISIONI
DEGLI UTILI
a 12 mesi negli
Stati Uniti
ORIENTATE
AL RIALZO

GRAFICO 3: RAPPORTO DEI PRE-ANNUNCI PER L'INDICE S&P 500 (NEGATIVO/POSITIVO)



Nota: il rapporto negativo/positivo dei pre-annunci è ancora inferiore alla media di lungo periodo. Questo suggerisce che la maggior parte delle aziende è fiduciosa di poter pubblicare risultati superiori alle loro stime.

Fonti: Refinitiv, Indosuez Wealth Management.

4 - Alphabet, Apple, Amazon, Meta, Microsoft, Nvidia e Tesla.

5 - Firmato nel 2022, la legge mira a contenere l'inflazione riducendo il deficit di bilancio degli Stati Uniti, tagliando i costi dell'assistenza sanitaria ed investendo nella produzione nazionale di energia.

6 - Offerte di acquisizione di Microsoft per Activision Blizzard e di Broadcom per VMware.



EUROPA

Nonostante alcune prese di profitto sulle azioni europee, l'Area Euro permane una regione interessante, soprattutto in termini di valutazioni, ed è scambiata con uno sconto record rispetto agli Stati Uniti. Oltre al rallentamento dell'inflazione, che prosegue anche in Europa, la liquidità a disposizione delle famiglie è notevolmente aumentata, grazie soprattutto al calo dei prezzi delle materie prime ed un utilizzo molto limitato dei risparmi, che dovrebbero verosimilmente sostenere i consumi nei prossimi mesi.

Infine, dopo che la banca centrale cinese ha spianato la strada ad una nuova era di allentamento per rilanciare un'economia post-COVID più debole del previsto, gli ultimi deludenti dati macroeconomici suggeriscono che il governo del Paese potrebbe annunciare ulteriori misure di stimolo, di cui dovrebbero beneficiare anche molte aziende esportatrici europee.

MERCATI EMERGENTI

Il *sentiment* degli investitori permane negativo nei confronti della Cina, poiché le tensioni politiche con gli Stati Uniti rappresentano una minaccia. Tuttavia, le recenti visite di alti funzionari statunitensi sono di buon auspicio. Le misure di stimolo del governo potrebbero fungere da ulteriore sostegno, mentre il morale dei consumatori cinesi resta un elemento importante da monitorare.

L'Asia, esclusa la Cina, appare al momento interessante: i minori rischi negli Stati Uniti (in particolare sul fronte inflazionistico) ed il declino del dollaro dovrebbero favorire i mercati asiatici. I leader tecnologici di Taiwan e della Corea del Sud sono fondamentali per la *supply chain* e l'innovazione in materia di IA a livello globale. Inoltre, la domanda interna e le infrastrutture in India sembrano essere temi su cui puntare, così come l'espansione della classe media e la giovane popolazione dell'ASEAN⁷. Anche i settori interni di Indonesia e Singapore suscitano un forte interesse. Rispetto agli altri grandi mercati, l'Asia resta un'area con una crescita economica più elevata e valutazioni scontate.

STILE D'INVESTIMENTO

Rimaniamo costruttivi sullo stile *Growth* e continuiamo a rafforzare gradualmente la nostra esposizione. Le migliori prospettive macroeconomiche, unite all'entusiasmo che circonda l'IA, continuano ad alimentare il *rally* dei titoli *Growth* americani. Il Nasdaq esibisce infatti una performance del +43%⁸ dall'inizio dell'anno. Dal suo canto, lo stile *Value* ha ritrovato vigore, grazie al rimbalzo dei tassi a lungo termine, un fattore generalmente positivo per il segmento. Inoltre, da una prospettiva storica lo stile *Value* resta molto conveniente, sia in termini assoluti che rispetto ad altri stili.

7 - ASEAN : Associazione delle nazioni del Sud-est asiatico.
8 - Performance in dollari al 14.07.2023.

LA TREGUA ESTIVA NON OSCURERÀ LA TENDENZA A LUNGO TERMINE



Maxime GARCIA
Investment Strategist

Il dollaro potrebbe ritrovare vigore nel corso dell'estate, sebbene il trend di fondo rimanga orientato al ribasso. L'euro è in fase di surriscaldamento e rischia una lieve correzione, ma il ritardo del ciclo monetario rispetto agli Stati Uniti sosterrà la moneta unica nei prossimi mesi. In un contesto incerto, franco svizzero, yen ed oro continuano ad essere interessanti beni rifugio, ma i loro andamenti futuri dipenderanno in larga misura dalle decisioni delle banche centrali.

DOLLARO USA

Fattori tecnici e de-dollarizzazione

Il *dollar index* (DXY) è tornato sotto la soglia dei 100, avvicinandosi al livello osservato prima che la Fed iniziasse la sua stretta monetaria. Con gli ultimi dati sull'inflazione e l'occupazione non agricola inferiori al *consensus*, gli investitori si aspettano infatti che la Fed sia meno aggressiva rispetto alle altre banche centrali dei Paesi sviluppati. Inoltre, l'allentamento delle condizioni finanziarie negli Stati Uniti è stato accompagnato da una rinnovata propensione al rischio sui mercati. Questi due elementi, insieme, hanno comportato un calo del 3% del DXY dall'inizio di luglio. Sul breve termine, tuttavia, il rischio di ribasso resta limitato, alla luce di fattori tecnici più favorevoli al dollaro. Il biglietto verde potrebbe ritrovare vigore se il *sentiment* di rischio dovesse deteriorarsi od in presenza di un'economia americana sempre più robusta. Al contrario, nel lungo periodo la tendenza ribassista del dollaro rimane intatta e la dinamica di de-dollarizzazione in corso pesa sulla valuta.

EURO

Un pregevole recupero

L'euro si è fortemente apprezzato rispetto al dollaro, guadagnando il 3% dall'inizio del mese, sostenuto dal favorevole andamento del differenziale dei tassi a breve termine tra Europa e Stati Uniti, mentre il deterioramento del *momentum* macroeconomico nell'Area Euro non ha avuto un impatto negativo. All'attuale livello, sotto 1,12, ossia la quotazione precedente allo scoppio della guerra in Ucraina, preferiamo rimanere cauti sull'EUR/USD nel breve periodo. La moneta unica resta la valuta più ipercomprata del G10 ed il suo tasso di cambio effettivo nominale ha recentemente raggiunto un valore record. Essendo vulnerabile ad un ritorno della correlazione tra performance valutaria e *momentum* macro, la coppia EUR/USD potrebbe tornare su livelli prossimi a 1,10. La nostra visione a lungo termine resta però costruttiva, in ragione di un ciclo di inasprimento in ritardo, che dovrebbe continuare ad incidere positivamente sul differenziale dei tassi transatlantici (grafico 4, pagina 13), e di un dollaro indebolito dalla dinamica di diversificazione delle riserve valutarie.



Il fenomeno della
**DE-DOLLARIZ-
ZAZIONE**
pesa sul dollaro

FRANCO SVIZZERO

Minore sostegno futuro da parte della BNS

Dall'inizio del mese il franco svizzero si è apprezzato del 4% rispetto al dollaro, un movimento ascrivibile al nuovo rialzo di 25 punti base operato dalla Banca nazionale svizzera (BNS), che ha portato il tasso di riferimento all'1,75%.

Con la coppia USD/CHF a 0,85, un minimo dal 2015, il rischio di ribasso è ora limitato ed adottiamo una visione più cauta a breve termine sulla valuta rispetto al biglietto verde. Questo perché l'inflazione svizzera ha rallentato all'1,7% a giugno e la BNS ha tagliato le relative previsioni; secondo l'istituto, l'inflazione dovrebbe restare intorno all'obiettivo del 2% nel 2023 e 2024. Notiamo inoltre un'inflazione importata pressoché nulla questo mese, a riprova del fatto che il franco svizzero si è apprezzato a sufficienza per evitare un'impennata delle importazioni. Per questi motivi, l'incentivo della BNS a proseguire il ciclo rialzista dovrebbe venire meno. Prevediamo che il franco svizzero continuerà ad essere scambiato in un intervallo compreso tra 0,85 e 0,86 per l'USD/CHF e 0,95-1,00 per l'EUR/CHF. Nel lungo periodo, manteniamo la nostra visione positiva sulla valuta, poiché il suo status di bene rifugio resta interessante come protezione contro il rischio macroeconomico.

YEN GIAPPONESE

Sempre in attesa

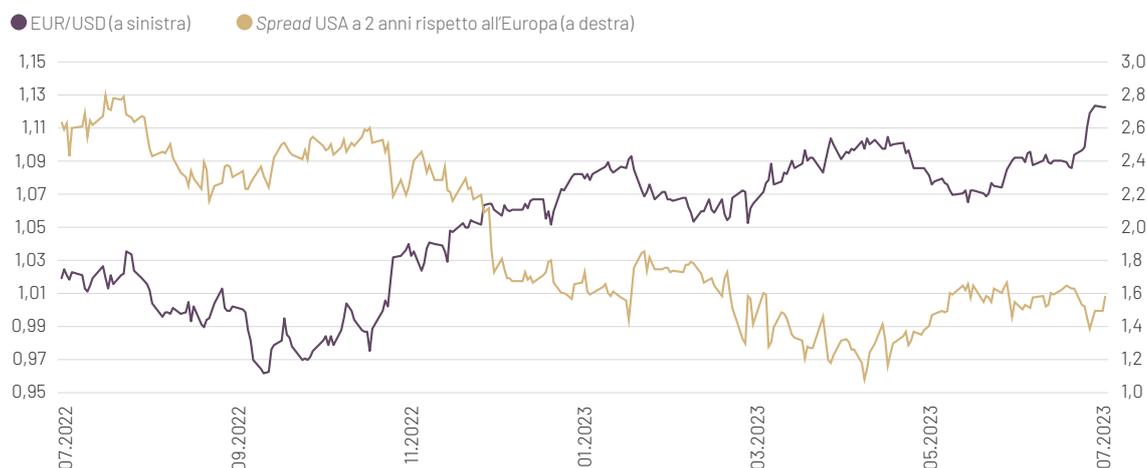
Lo yen si è ripreso rispetto al dollaro nel mese, guadagnando il 4% grazie ai più frequenti interventi verbali del Ministero delle finanze, seguiti dal regolamento di *carry trade* finanziati in yen. Tuttavia, siamo ancora cauti sul breve termine, poiché il differenziale dei tassi (sfavorevole allo yen finché la Banca del Giappone manterrà la sua politica monetaria accomodante) resta il principale volano della performance. Solo una svolta della politica monetaria potrebbe consentire alla coppia USD/JPY di tornare a 130. Nel breve periodo, non intravediamo cambiamenti significativi su tale fronte. Inoltre, nell'attuale contesto lo status di bene rifugio della valuta permane interessante.

ORO

Diversificazione delle riserve valutarie e ciclo monetario

L'oro è salito del 2% dall'inizio del mese, ma resta al di sotto del picco di 2.050 dollari l'oncia raggiunto nel 2023. Sul breve termine, intravediamo un ridotto potenziale di rialzo, poiché il metallo giallo risente ancora della mancanza di visibilità sulle strette monetarie, mentre la domanda degli investitori è in calo, come dimostrano i deflussi dagli ETF sull'oro. Restiamo tuttavia costruttivi nel lungo periodo; la domanda delle banche centrali per diversificare le proprie riserve valutarie e lo status di bene rifugio dell'oro restano infatti i principali fattori di sostegno.

GRAFICO 4: IL DIFFERENZIALE DEI TASSI TRA STATI UNITI ED EUROPA DOVREBBE CONTINUARE A SOSTENERE L'EURO



Fonti: Datastream, Indosuez Wealth Management.



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager



CRESCITA PIÙ
RESILIENTE
del previsto negli
Stati Uniti

SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** manteniamo uno scenario di crescita globale in rallentamento ma rivista lievemente al rialzo per quest'anno (a circa il 3%), sulla scia di una maggiore robustezza dell'economia americana rispetto alle previsioni. Crescita modesta in Europa, in parte imputabile alla debolezza dei consumi unita a scarsi miglioramenti della produttività. I Paesi emergenti nel loro complesso restano la locomotiva della crescita globale nel 2023 e 2024 ma, a nostro avviso, il rischio che grava sull'attività economica cinese il prossimo anno tende ormai al ribasso.
- **Inflazione:** sul breve termine, il venir meno delle restrizioni all'offerta in alcuni settori ed i favorevoli effetti base sui prezzi energetici continuano ad alimentare un processo disinflazionistico nelle economie avanzate. La graduale scomparsa di questi fattori tecnici dopo l'estate ed i continui aumenti salariali, soprattutto in Europa, dovrebbero però mantenere l'inflazione al di sopra degli obiettivi delle banche centrali. Confermiamo il nostro scenario di una traiettoria inflazionistica a forma di "radice quadrata".
- **Banche centrali:** la Fed e la BCE sono prossime alla conclusione dei loro cicli rialzisti, con rispettivamente uno e due ulteriori aumenti attesi. Riteniamo che, in seguito, i tassi di interesse si stabilizzeranno almeno fino al primo semestre del prossimo anno. Prosegue la riduzione dei bilanci, con una potenziale accelerazione dell'inasprimento quantitativo nell'Area Euro.
- **Utili aziendali:** le aspettative del mercato per la stagione degli utili del secondo trimestre ci sembrano prudenti, ma monitoreremo l'andamento delle revisioni, soprattutto in Europa, dove il *momentum* ha perso slancio, mentre i margini potrebbero iniziare a diminuire gradualmente sulla scia dei maggiori costi unitari e della disinflazione.

- **Ambiente di rischio:** la volatilità dei mercati azionari continua ad evolvere su livelli minimi ma, sullo sfondo di un'incertezza sempre elevata riguardo all'evoluzione delle politiche monetarie e numerosi fattori esogeni di rischio, occorre restare vigili.

CONVINZIONI DI ALLOCAZIONE

Azioni

- La scomparsa di diversi rischi macroeconomici e le migliori prospettive di crescita oltre Atlantico sostengono i mercati azionari, motivo per cui reputiamo l'attuale contesto più favorevole agli attivi rischiosi. Ciononostante, restiamo neutrali sulle azioni, data la rigidità degli indicatori tecnici e correlati alle valutazioni.
- Da una prospettiva geografica, continuiamo a cercare punti d'ingresso nei mercati americani, dove le revisioni degli utili sono meglio orientate, in linea con la solidità dei recenti dati macroeconomici. Le valutazioni relative in Europa restano interessanti, ma sul breve termine è richiesta cautela, in vista di importanti resistenze e date le revisioni degli utili depresse.
- Le azioni dei mercati emergenti rimangono una forte convinzione, poiché dovrebbero beneficiare di un differenziale di crescita favorevole alle economie in via di sviluppo rispetto a quelle avanzate. Manteniamo la nostra convinzione sulle azioni cinesi, che potrebbero essere sostenute da ulteriori stimoli governativi e presentano valutazioni a nostro parere eccessivamente contenute.

Obbligazioni

- Con l'avvicinarsi della fine della stretta monetaria, riteniamo che il mercato offra punti d'ingresso per ridurre la nostra sotto-esposizione ai tassi, in particolare sulla curva americana. Al contrario, intravediamo ancora rischi significativi per i titoli di Stato dell'Area Euro, il cui ciclo rialzista è in ritardo rispetto agli Stati Uniti.
- In termini di posizionamento, nell'Area Euro e negli Stati Uniti continuiamo a privilegiare la parte corta della curva dei tassi, che beneficiano di un *carry* commisurato alla volatilità molto più interessante.
- Il debito *corporate* di alta qualità rimane il miglior compromesso in termini di rischio/rendimento, in particolare sulle scadenze brevi (poiché le curve del credito sono relativamente piatte). Nel complesso, preferiamo restare alla larga dal segmento *high yield*; a nostro avviso, infatti, le valutazioni non riflettono il deterioramento dei fondamentali, soprattutto per i *rating* più bassi.

Cambi

- Come previsto, la parità EUR/USD ha recuperato brillantezza, ma riteniamo che l'apprezzamento sia esagerato data la divergenza dei fondamentali economici tra le due regioni. È possibile una flessione sul breve termine, ma rimaniamo positivi sulla moneta unica per la fine dell'anno, dato il ritardo della stretta monetaria tra Stati Uniti ed Area Euro.
- Il franco svizzero ha toccato un massimo rispetto al biglietto verde e, a nostro parere, il potenziale di rialzo appare limitato, mentre la banca centrale svizzera si avvicina alla fine del suo ciclo di inasprimento.
- Lo yen ha recuperato terreno, sostenuto dal calo dei tassi americani. Per quanto la Banca del Giappone resti accomodante, riteniamo che potrebbe modificare più avanti la sua politica, anche se in misura contenuta, il che potrebbe favorire la valuta. Inoltre, apprezziamo lo yen per le sue caratteristiche di *hedging* nei nostri portafogli.
- L'oro continua a muoversi in un *range*, senza alcuna tendenza di rilievo. Sebbene la domanda degli investitori sia in declino e possa pesare sulla dinamica sul breve termine, nel lungo periodo la diversificazione delle riserve delle banche centrali, in particolare quelle emergenti, rappresenta un fattore di sostegno.

CONVINZIONI CHIAVE

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.



DATI AGGIORNATI AL 20 LUGLIO 2023

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	3,85%	5,57	-2,45
Francia 10A	3,01%	-1,00	-9,40
Germania 10A	2,48%	-0,80	-8,20
Spagna 10A	3,48%	3,80	-16,70
Svizzera 10A	0,98%	-4,90	-63,80
Giappone 10A	0,46%	8,90	4,70

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	37,65	1,24%	8,47%
Titoli di Stato in EUR	195,99	0,36%	1,73%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	203,57	0,51%	5,19%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	314,00	1,58%	5,83%
Titoli di Stato USA	299,51	0,12%	1,40%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	43,34	-0,21%	1,36%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9646	-1,60%	-2,52%
GBP/USD	1,2868	0,94%	6,50%
USD/CHF	0,8668	-3,13%	-6,24%
EUR/USD	1,1130	1,59%	3,97%
USD/JPY	140,07	-2,12%	6,83%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	13,99	1,08	-7,68

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	4.534,87	3,49%	18,11%
FTSE 100 (Regno Unito)	7.646,05	1,92%	2,61%
STOXX Europe 600	463,93	2,03%	9,19%
Topix	2.260,90	-1,55%	19,52%
MSCI World	3.029,70	3,39%	16,41%
Shanghai SE Composite	3.823,70	-1,04%	-1,24%
MSCI Emerging Markets	1.018,06	1,69%	6,45%
MSCI Latam (America Latina)	2.480,39	0,46%	16,54%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	200,35	4,25%	4,36%
MSCI Asia Ex Japan	646,86	1,23%	4,46%
CAC 40 (Francia)	7.384,91	2,52%	14,07%
DAX (Germania)	16.204,22	1,35%	16,38%
MIB (Italia)	28.815,75	5,13%	21,55%
IBEX (Spagna)	9.519,60	1,65%	15,68%
SMI (Svizzera)	11.201,55	0,16%	4,40%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.746,00	-0,35%	-8,52%
Oro (USD/Oncia)	1.969,53	2,90%	7,98%
Greggio WTI (USD/Barile)	75,63	8,80%	-5,77%
Argento (USD/Oncia)	24,81	10,41%	3,18%
Rame (USD/Tm)	8.485,50	-1,03%	1,36%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	2,76	5,71%	-38,39%

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

	APRILE 2023	MAGGIO 2023	GIUGNO 2023	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (20 LUGLIO 2023)
MIGLIORI	3,51%	1,46%	11,00%	4,25%	19,52%
+	3,29%	3,13%	7,41%	3,49%	18,11%
	2,83%	1,92%	6,47%	3,39%	16,54%
	2,73%	2,69%	5,93%	2,03%	16,41%
	0,51%	1,59%	4,85%	1,92%	9,19%
	0,36%	-0,54%	3,23%	1,69%	6,45%
	0,04%	-1,34%	2,25%	1,23%	4,46%
	-0,46%	1,63%	2,17%	0,46%	4,36%
	-0,71%	3,48%	1,16%	-1,04%	2,61%
PEGGIORI	-3,10%	-2,19%	1,15%	-1,55%	-1,24%

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 netto 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.

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.

Indice delle sorprese economiche: misura il grado di variazione dei dati macroeconomici pubblicati rispetto alle aspettative dei previsori.

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/utigli basso.

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

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

DICHIARAZIONE DI ESCLUSIONE DI RESPONSABILITÀ

Il documento dal titolo "Monthly House View" ("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 la "Entità" e congiuntamente le "Entità".

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

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

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

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

- **in Francia:** la presente pubblicazione è distribuita da CA Indosuez, società anonima con capitale di 584.325.015 euro, istituto di credito e broker assicurativo, iscritta nel Registro degli intermediari assicurativi con il numero 07 004 759 e nel Registro di commercio e delle società di Parigi con il numero 572 171 635, con sede legale in 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 Parigi e supervisionata dall'Autorità francese di controllo prudenziale e di risoluzione e dall'Autorità francese dei mercati finanziari;
- **in Lussemburgo:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe), società per azioni (société anonyme) di diritto lussemburghese con capitale di 415.000.000 euro e sede sociale in 39 allée Scheffer L-2520 Lussemburgo, immatricolata presso il Registro delle Società del Lussemburgo con il numero B91.986, operante come istituto di credito con sede in Lussemburgo sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF).
- **in Spagna:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe) Sursucal 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^{er} - 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:** 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;
- **negli EAU:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Ufficio di rappresentanza, Zayed - The 1st Street - Al Muhairy Center, Office Tower, 5th 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 21.07.2023.

