



MONTHLY HOUSE VIEW

Novembre 2023

Dobbiamo temere un'impennata del prezzo del petrolio?

• Sommario

01• Editoriale POLARIZZAZIONE	P3
02• Focus DOBBIAMO TEMERE UN'IMPENNATA DEL PREZZO DEL PETROLIO?	P4
03• Macroeconomia UN ATTERRAGGIO MORBIDO	P6
04• Reddito fisso MAI ARRENDERSI	P8
05• Azioni UNA STAGIONE DEGLI UTILI MOLTO ATTESA	P10
06• Cambi TRA GEOPOLITICA E FONDAMENTALI	P12
07• Asset allocation SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE	P14
08• Monitor dei mercati PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI	P16
09• Glossario	P17
Dichiarazione di esclusione di responsabilità	P18



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

Cari Lettori,

Mentre prosegue il conflitto in Ucraina, gli attacchi di Hamas in Israele del 7 ottobre, a 50 anni dall'inizio della guerra dello Yom Kippur, hanno colto di sorpresa il governo israeliano. In un mondo sempre più diviso, questa nuova guerra ha seppellito definitivamente gli accordi di Oslo, firmati 30 anni fa, che avrebbero dovuto assicurare una nuova era di pace tra Israele e Palestina.

Inoltre, l'attacco è giunto nel giorno del compleanno di Vladimir Putin, che vorrà presumibilmente sfruttare il conflitto per far sentire la sua voce nell'arena geopolitica. Rafforzando il fronte occidentale, questa guerra accelera in realtà la polarizzazione e mette in secondo piano l'attenzione della comunità internazionale sull'Ucraina.

Questo nuovo conflitto mette potenzialmente in pericolo gli Accordi di Abramo¹, proprio quando Israele ed Arabia Saudita erano in procinto di firmare un trattato di pace che avrebbe posto le basi di una nuova organizzazione in Medio Oriente. D'altra parte, per gli americani è sempre stato difficile gestire più conflitti esterni contemporaneamente. In vista delle presidenziali statunitensi in programma il prossimo anno, si osserva un difficile quadro parlamentare, con la storica destituzione del presidente repubblicano della Camera dei Rappresentanti Kevin McCarthy. Sebbene sul breve termine sia stato evitato uno *shutdown*², gli aiuti all'Ucraina sono tecnicamente sospesi. Oltre ai 43,9 miliardi di dollari già concessi dall'inizio del conflitto (pari al 4% del bilancio per la difesa), secondo la Casa Bianca sarebbero ancora necessari 60 miliardi di dollari per sostenere il Paese. L'ultimo sondaggio disponibile mostra che gli americani sono sempre più divisi sugli aiuti all'Ucraina.

Il dissenso è particolarmente diffuso tra gli elettori repubblicani, oltre il 60% dei quali non approva le spese già sostenute dallo scoppio del conflitto. In questo contesto, riteniamo che la priorità sarà ora data ad Israele.

Quale sarà l'impatto sul mercato? Da una prospettiva storica, in presenza di tensioni geopolitiche, gli investitori tendono a privilegiare beni rifugio come l'oro, lo yen, il franco svizzero ed i titoli di Stato con i *rating* più elevati. Nei primi giorni dopo l'attacco molti investimenti sono infatti confluiti verso l'oro. Di norma, le guerre in Medio Oriente generano volatilità e turbolenze sui prezzi energetici, poiché la regione non è solo un importante esportatore di energia ma anche una rotta di navigazione cruciale, basti pensare allo Stretto di Hormuz. Il mercato dovrebbe continuare a concentrarsi sul rischio energetico: con l'inverno alle porte, i prezzi di petrolio e gas potrebbero restare sotto pressione e volatili. Se Israele dovesse entrare in uno scontro diretto con l'Iran si potrebbero materializzare i rischi per la crescita globale, con il barile di petrolio che oltrepasserebbe di molto i 100 dollari. Il nostro scenario non è un'estensione della guerra di questo tipo.

Per approfondire le nostre analisi, vi invito a leggere il presente numero, che esamina in particolare le ripercussioni della crisi sui prezzi del petrolio e la minore dipendenza dall'oro nero della nostra economia.

1 - Accordi di Abramo: firmati a partire dal 2020, sono accordi volti a normalizzare le relazioni tra Israele ed Emirati Arabi Uniti, Bahrein, Sudan e Marocco sotto l'egida degli Stati Uniti.

2 - *Shutdown*: interruzione di alcune attività del governo statunitense in seguito alla mancanza di fondi approvati dal Congresso. In caso di *shutdown*, il tetto del debito non viene più innalzato, costringendo il governo a cessare inizialmente servizi ritenuti non essenziali (ad esempio musei o parchi nazionali) che non può più finanziare.

DOBBIAMO TEMERE UN'IMPENNATA DEL PREZZO DEL PETROLIO?



Nicolas MOUGEOT
Head of Investment Strategy
& Sustainability

Gli eventi geopolitici che potrebbero influenzare i prezzi dell'energia sono stati al centro dell'attenzione negli ultimi mesi. Il 2022 è stato segnato dall'invasione dell'Ucraina da parte della Russia ed il 2023 ha visto il riacutizzarsi del conflitto nel Nagorno-Karabakh tra l'Armenia e l'Azerbaijan, Paese esportatore di gas e petrolio. Nelle scorse settimane l'attacco di Hamas contro Israele ha accentuato i timori di un conflitto in Medio Oriente, che potrebbe far lievitare i prezzi del petrolio. Quale sarebbe dunque il costo economico?



IMPATTO
negativo del
1° SHOCK
PETROLIFERO
sull'economia nel
1973

L'ECONOMIA È MENO DIPENDENTE DAL PETROLIO RISPETTO AGLI ANNI SETTANTA

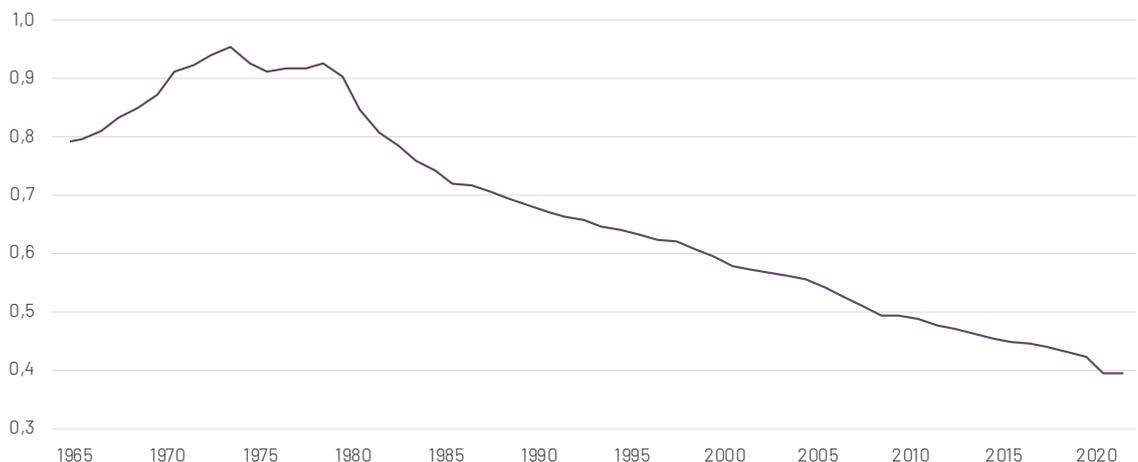
L'attuale scenario ricorda lo *shock* petrolifero del 1973, iniziato con la guerra dello Yom Kippur. I Paesi arabi, membri dell'OPEC, decisero allora di aumentare i prezzi del petrolio e di tagliare la produzione. L'impatto sull'economia è stato alquanto rapido, con un incremento dell'inflazione e della disoccupazione. Negli Stati Uniti, ad esempio, in meno di due anni il tasso di disoccupazione era quasi raddoppiato, dal 4,6% dell'ottobre 1973 al 9% del maggio 1975. Le ripercussioni di un'*escalation* in Medio Oriente potrebbero tuttavia essere più limitate.

In primo luogo, se il quadro in Medio Oriente dovesse peggiorare in modo significativo, il prezzo del petrolio aumenterebbe, ma probabilmente non nella stessa misura del primo *shock* petrolifero. Tra il 1973 e l'inizio del 1974 era infatti quadruplicato, passando da 2,5 ad oltre 11 dollari, per poi superare

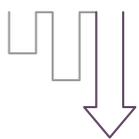
i 30 dollari nel 1980 in seguito al secondo *shock* petrolifero del 1979. Oggi la situazione è relativamente diversa: nel periodo antecedente il primo *shock* petrolifero, i prezzi del petrolio erano artificialmente bassi, essendo in larga misura controllati dalle grandi società energetiche americane ed inglesi che gestivano i giacimenti in Medio Oriente. Oggi la situazione è fondamentalmente diversa, il prezzo del petrolio è molto più alto, vicino ai 90 dollari, non è neanche lontanamente vicino ai prezzi del 1973, anche tenendo conto di 50 anni di inflazione.

In secondo luogo, il ruolo del petrolio nell'economia mondiale è tendenzialmente diminuito, per quanto tra il 1972 ed il 2022 il suo consumo sia raddoppiato, con solo rari cali annuali (dovuti principalmente agli *shock* petroliferi nel 1973 e 1979, alla crisi finanziaria nel 2008 nonché all'emergenza del COVID-19 nel 2020).

GRAFICO 1: INTENSITÀ PETROLIFERA, BARILE DI PETROLIO PER PRODURRE 1.000 DOLLARI DI PIL GLOBALE



Fonti: Center on Global Energy Policy (Columbia), Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



LE RISERVE di petrolio sono IN CADUTA LIBERA

Tuttavia, l'economia globale ha sempre meno bisogno di petrolio: come dimostra uno studio della Columbia University³, dagli anni Settanta l'intensità petrolifera, ossia il numero di barili necessari per produrre 1.000 dollari di PIL (rettificato per l'inflazione), si è dimezzata.

Se un tempo occorreva quasi un barile di petrolio per generare 1.000 dollari di PIL, oggi ne servono meno di 0,4 (grafico 1, pagina 4). Le ragioni sono molteplici. Innanzitutto, gli incrementi della produttività hanno ridotto la dipendenza dal petrolio. Un altro fattore è la graduale transizione da un'economia industriale ad una di servizi, che richiede meno energia. Gli economisti sono quindi concordi nel ritenere che, rispetto agli anni Settanta, le variazioni del prezzo del petrolio hanno oggi un minore impatto su occupazione ed inflazione (si vedano ad esempio Blanchard e Riggi⁴).

UN POTENZIALE IMPATTO DI MERCATO DA NON TRASCURARE

Nonostante l'effetto di una forte ascesa del prezzo del petrolio sull'economia globale potrebbe essere inferiore a quello del 1973 o 1979, questo aumento avrà probabilmente un impatto considerevole sui mercati. In un recente numero di [CIO Perspectives](#), sostenevamo che la maggior parte degli eventi geopolitici degli ultimi 50 anni ha avuto ricadute positive sul petrolio e negative sui mercati azionari, anche se talvolta di breve durata.

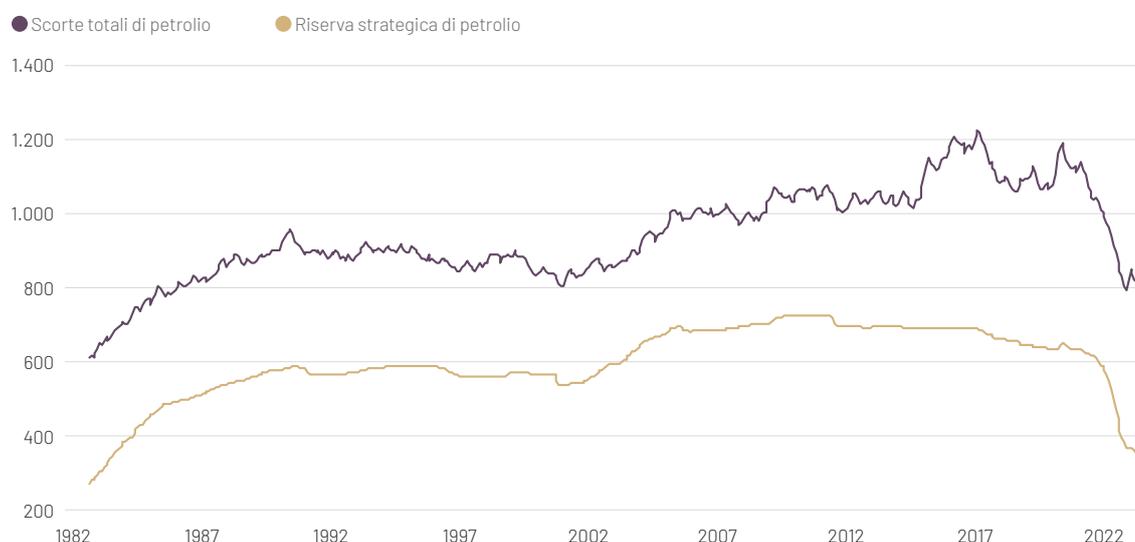
Inoltre, come mostra il grafico 2, le attuali riserve di petrolio sono su livelli storicamente bassi, soprattutto negli Stati Uniti. Questo perché, dopo l'invasione dell'Ucraina ed il conseguente embargo sugli idrocarburi russi, gli Stati Uniti hanno dovuto attingere alle loro riserve strategiche. Le riserve strategiche hanno quindi compensato il petrolio russo, ma sono diminuite di oltre il 40% e, in presenza di un calo della produzione in Medio Oriente, avrebbero quindi un effetto tampone limitato.

INDIPENDENZA ENERGETICA: UN FATTORE CHIAVE

Invasione dell'Ucraina, conflitto nel Nagorno-Karabakh, attacchi contro Israele: purtroppo questa serie di eventi geopolitici ci ricorda regolarmente che l'indipendenza energetica è una sfida cruciale per i governi, soprattutto quelli europei. Sebbene l'importanza dei combustibili fossili per il funzionamento dell'economia globale sia oggi diminuita, restano fondamentali in settori come i trasporti o la chimica e l'accesso al petrolio è ancora una questione di difesa nazionale.

I Paesi non produttori di petrolio dovrebbero quindi continuare a promuovere lo sviluppo delle energie rinnovabili, necessarie per ridurre la dipendenza dai combustibili fossili ed essenziali per garantire l'indipendenza energetica a lungo termine.

GRAFICO 2: SCORTE DI PETROLIO STATUNITENSIS, MILIONI DI BARILI



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

3 - Si veda «Oil Intensity: The curiously steady decline of oil in GDP», settembre 2021, Columbia Center on Global Energy Policy.

4 - Si veda «Why are the 2000s so different from the 1970s? A structural interpretation of changes in the macroeconomic effects of oil prices», Blanchard and Riggi, Journal of the European Economic Association, 2013.



Lucas MERIC
Investment Strategist

Da diversi mesi poniamo l'accento sulla tenuta dell'economia americana, malgrado una delle strette monetarie più rapide dagli anni Ottanta. Nonostante i molteplici venti contrari che potrebbero rallentare la crescita nei prossimi trimestri, riteniamo che sia altamente probabile un atterraggio morbido dell'economia statunitense alla luce delle recenti dinamiche dei consumi, della buona salute finanziaria delle famiglie e di un solido mercato del lavoro.

LA RESILIENZA DEI CONSUMI AMERICANI

Il mercato ha iniziato il 2023 preparandosi ad una delle recessioni più attese della storia. Eppure, a quasi 18 mesi dall'inizio del ciclo rialzista della Federal Reserve (Fed), con i tassi innalzati di 525 punti base (pb), alla fine del terzo trimestre le spese per i consumi sono cresciute ad un tasso annualizzato del 4% circa. In un Paese dove la componente dei consumi rappresenta oltre due terzi del prodotto interno lordo (PIL), il ruolo dei consumatori nel raggiungere un atterraggio morbido è decisivo e, per il momento, il loro sostegno non sembra venire meno.

L'IMPULSO DELLE DINAMICHE POST-PANDEMIA

I consumi si sono dimostrati solidi per diversi trimestri grazie a fenomeni post-pandemici che hanno permesso ai consumatori di mantenere alti i livelli di spesa. Infatti, durante la pandemia, le famiglie hanno potuto accumulare significativi risparmi in eccesso, che nel 2021 hanno raggiunto quota 2.100 miliardi di dollari. Le stime di queste eccedenze variano a seconda del trend di risparmio pre-COVID considerato, ma una cosa è certa: mentre lo scorso mese stimavamo risparmi in eccesso per 1.000 miliardi di dollari alla fine del secondo trimestre, la revisione ad inizio ottobre dei dati per gli ultimi 10 anni a cura del Bureau of Economic Analysis (che pubblica, tra l'altro, il PIL statunitense) segnala una tendenza al risparmio pre-COVID inferiore al passato. Ciò significa che i risparmi in eccesso sarebbero in realtà superiori di quasi 600 miliardi di dollari.

Si tratta di un'ulteriore protezione per le famiglie americane, che possono inoltre contare su bilanci finanziari sani, grazie agli importanti effetti di ricchezza di cui hanno potuto beneficiare dopo la pandemia, risultanti dall'ascesa dei mercati azionari o dei prezzi immobiliari. Infatti, dalla fine del 2019 il patrimonio (netto) delle famiglie statunitensi è cresciuto di oltre 30.000 miliardi di dollari e le stesse possono ora trarre vantaggio da un risparmio altamente remunerato, per quanto tali fenomeni varino a seconda del reddito.

Al contempo, i consumatori americani hanno anche beneficiato di una significativa crescita dei salari (la Fed di Atlanta stima attualmente un tasso di crescita annuo delle retribuzioni medie orarie del 5,2%) poiché, al termine della pandemia, il mercato del lavoro presentava notevoli squilibri: alla fine del 2022 il numero di posizioni vacanti era ancora doppio rispetto al numero di disoccupati. Da allora, il mercato del lavoro continua a riequilibrarsi, attraverso una riduzione delle posizioni vacanti e non attraverso tagli di posti di lavoro, con il tasso di disoccupazione, al 3,8%, che permane a livelli storicamente contenuti. Allo stesso tempo, il processo di disinflazione in atto negli Stati Uniti dovrebbe sostenere ulteriormente il potere d'acquisto delle famiglie, anche se questa dinamica appare meno determinante rispetto all'Europa e la disinflazione dovrebbe rivelarsi disomogenea sulla scia di effetti tecnici.



Revisione del BEA:
RISPARMI per
600 MILIARDI
DI DOLLARI

Nel complesso, a nostro avviso, questi fattori non giustificano più una contrazione di consumi e crescita nel terzo trimestre del 2023 e nel primo trimestre del 2024. Consideriamo quindi un atterraggio morbido dell'economia statunitense come il nostro scenario centrale, pur ritenendo verosimile un rallentamento nei prossimi mesi.

NESSUNA CONTRAZIONE, MA UN RALLENTAMENTO

La tenuta dei consumi americani è reale, ma al termine dell'anno l'economia nazionale dovrebbe essere alle prese con molteplici insidie. La fine della moratoria sui prestiti agli studenti dovrebbe pesare sui consumi, che tuttavia sono rimasti solidi nel corso dell'estate nonostante un forte aumento dei pagamenti al dipartimento dell'istruzione nazionale nell'ambito dei rimborsi anticipati dei debiti studenteschi. Al contempo, i prezzi del petrolio in ascesa e l'inasprimento delle condizioni finanziarie in seguito al rialzo dei tassi statunitensi a lungo termine dall'estate dovrebbero parimenti indebolire lo slancio della crescita.

Infine, lo spettro di uno *shutdown* del governo è ancora in agguato, dato che la scadenza per raggiungere un accordo sul bilancio è stata posticipata a metà novembre, mentre prosegue lo

sciopero indetto dal sindacato dei lavoratori automobilistici cominciato ad inizio settembre, e che coinvolge oltre 30.000 persone. Se questi rischi dovessero protrarsi, fungeranno da freno al termine dell'anno, anche se il loro impatto sarebbe in definitiva temporaneo e la loro risoluzione avrebbe ricadute positive immediate sulla dinamica della crescita.

UNA REVISIONE AL RIALZO DELLE PROSPETTIVE DI CRESCITA ED INFLAZIONE

Alla luce delle maggiori probabilità di un atterraggio morbido per l'economia americana e data la tenuta dei consumi nella stagione estiva, abbiamo rivisto fortemente al rialzo le nostre previsioni di crescita per gli Stati Uniti, al 2,2% (+40 pb) nel 2023 ed all'1,2% (+70 pb) nel 2024 (tabella 1). D'altro canto, anticipiamo ora un'inflazione media del 2,7% (+10 pb) nel 2024, visto il recente andamento dei prezzi del petrolio, che dovrebbe portare l'inflazione totale a circa il 2,4% entro la fine del prossimo anno, un livello ancora superiore all'obiettivo di inflazione della Fed.

TABELLA 1: PREVISIONI MACROECONOMICHE 2023 - 2024, %

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

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

Con la collaborazione
del team del Reddito Fisso

Fattori esterni ai mercati finanziari sono tornati a influenzare le previsioni e le valutazioni. Il ritorno della volatilità influisce su tutti i mercati, reddito fisso compreso. Il rialzo dei rendimenti fa emergere nuove opportunità per gli investitori a medio e lungo termine.



-25%:
ESIGENZE DI
FINANZIAMENTO
stimate per
le grandi imprese
europee nel 2024

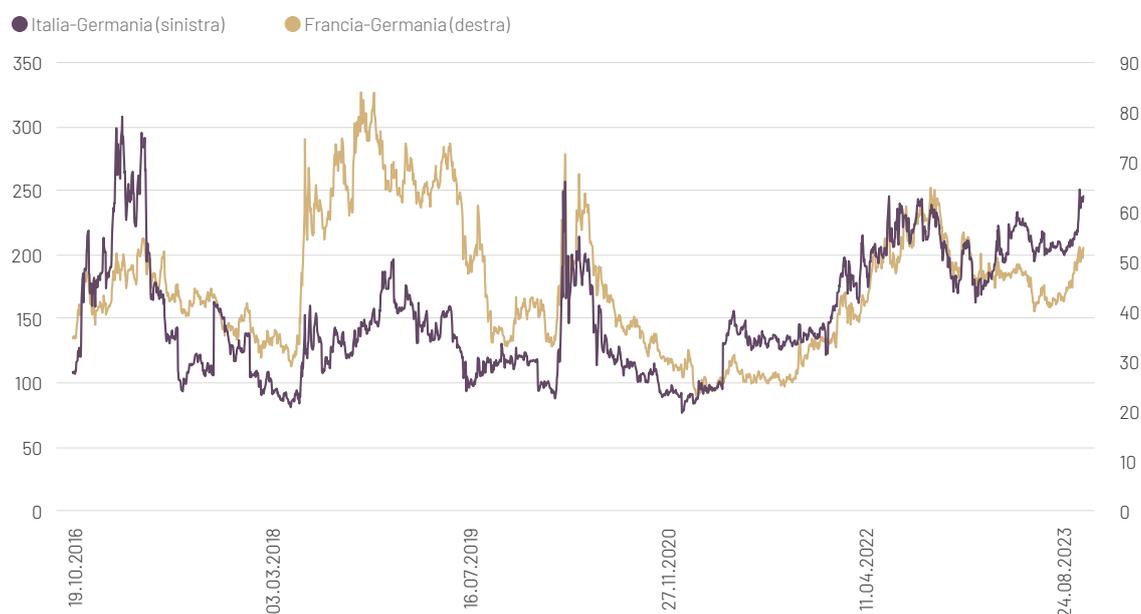
Il rialzo dei tassi obbligazionari è stato interrotto dai tragici eventi in Medio Oriente. Le obbligazioni hanno svolto temporaneamente il loro ruolo di bene rifugio, mentre gli attivi rischiosi sono calati senza cedere al panico. Le iniziative diplomatiche intraprese hanno arrestato molto rapidamente l'aumento del prezzo del petrolio e ridato speranza ai mercati azionari e i fondamentali dei mercati obbligazionari hanno ripreso il sopravvento. La decisione del Tesoro americano di finanziare il deficit federale con emissioni a lunga scadenza pesa da quest'estate sui tassi a lungo termine. Il ritorno del premio a termine, un fattore dimenticato negli ultimi anni, ha cancellato gli interventi della Fed dopo la pandemia COVID-19. La stretta quantitativa è ripresa dall'inizio di settembre (*quantitative tightening*) ed il ritiro delle liquidità comincia a ripercuotersi su tutti gli attivi finanziari.

I mercati immobiliari in diverse regioni si stanno chiaramente adattando alle nuove condizioni di finanziamento ed alla stretta creditizia, sia in termini di volume che di prezzo.

BANCHE CENTRALI

I tassi a breve termine sono ormai ancorati sia negli Stati Uniti che nell'Area Euro. A nostro avviso, le previsioni dei mercati sui tagli dei tassi di riferimento nel 2024 sono ancora ottimistiche. Al contrario, i tassi continuano ad adeguarsi allo scenario "high for long"⁵, il che spiega l'irripidimento in corso delle curve. A quasi il 5% in termini nominali, il decennale americano include un tasso reale del 2,5%, ossia una remunerazione aggiuntiva del 2,5% rispetto all'inflazione attesa. Questo premio supera l'obiettivo della Fed del 2% e le stime del "tasso naturale".

GRAFICO 3: SPREAD TRA PAESI (TASSO A 10 ANNI),
FRANCIA ED ITALIA RISPETTO ALLA GERMANIA, PB



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

5 - Tassi elevati a lungo.

Anche nell'Area Euro i tassi a breve termine hanno raggiunto il picco per questo ciclo. Il tasso di deposito della Banca Centrale Europea (BCE), pari al 4%, si attesta al massimo dalla creazione della moneta unica. La fase successiva consiste in una graduale riduzione del bilancio della banca centrale, un passo cruciale ancora in divenire. In questo frangente, i Paesi europei più indebitati rischiano un netto incremento del loro premio di rischio rispetto al *benchmark* tedesco. Con il mercato sempre pronto a individuare gli elementi più deboli, gli *spread* francesi e italiani hanno già iniziato ad allargarsi (grafico 3, pagina 8).

MERCATI DEL CREDITO

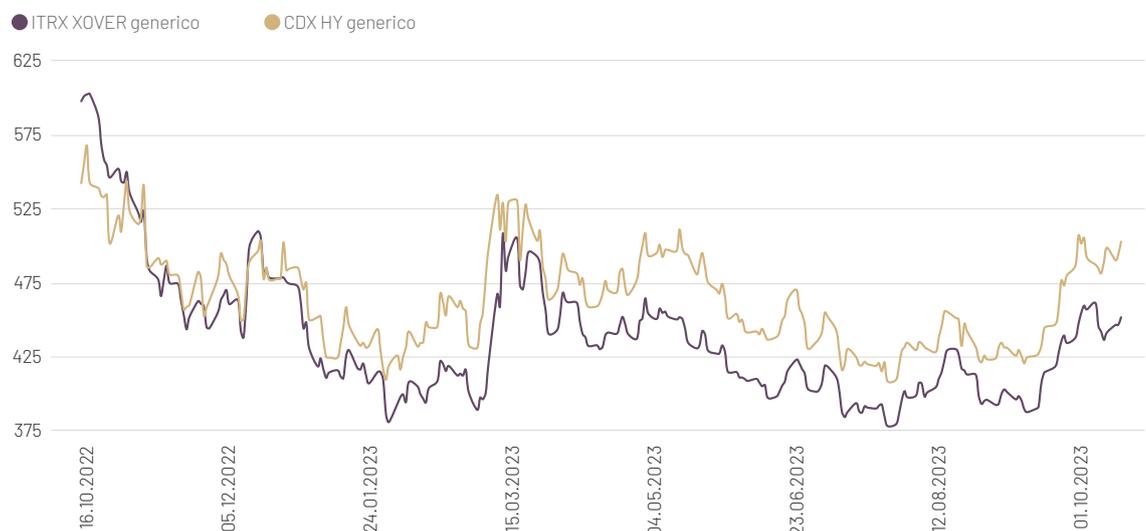
Nei Paesi sviluppati il rischio specifico resta contenuto. Al contrario, da metà settembre è affiorato il rischio sistemico, sotto forma di un mercato ampliamento per gli indici iTraxx dei derivati creditizi negli Stati Uniti e nell'Area Euro (grafico 4).

Da metà settembre il segmento *high yield* ha sottoperformato l'universo azionario. Alcune società hanno proposto opportunisticamente ai loro investitori di richiamare il debito in scadenza alla fine del 2023 o 2024 per rimettere nuovi strumenti che scadono ad esempio nel 2028. Questa gestione delle passività consente loro di mantenere un accesso al mercato, con molti operatori che anticipano una fine dell'anno relativamente poco liquida. Le emissioni primarie si sono rivelate molto attive a settembre, segno di emittenti ed investitori sulla stessa lunghezza d'onda. Tuttavia, il ritorno della volatilità a partire dal 9 ottobre ha pressoché interrotto l'attività sul mercato primario.

L'inasprimento delle condizioni di prestito delle banche si ripercuote sul mercato dei *leveraged loans*⁶, i cui tassi di *default* aumentano più rapidamente negli Stati Uniti che in Europa. La performance da inizio anno di quest'ultima regione è superiore a quella del mercato americano. I *rating* più bassi sul mercato del credito non sono sfuggiti al contagio.

I nostri analisti hanno esaminato i settori bancari. L'Autorità bancaria europea (EBA) ha pubblicato uno studio consolidato sul settore, confermandone la buona salute: il livello di capitale è ai massimi, i crediti in sofferenza sono stabili ed il costo del rischio resta invariato a 45 pb. Il rialzo dei tassi sostiene la redditività del settore, ma le prospettive sono più cupe dato il probabile deterioramento della qualità degli attivi finanziari. Tuttavia, le riserve sono ampiamente sufficienti per superare eventuali avversità. Negli Stati Uniti il settore è di nuovo sotto pressione a causa dell'aumento dei tassi che genera perdite potenziali (ma non realizzate) sui portafogli di attivi finanziari investiti in titoli di Stato. In ragione dei tassi in ascesa, i depositi sono inoltre confluiti verso i fondi monetari. Questo movimento di capitali è ormai concluso. Anche gli attivi finanziari, principalmente quelli immobiliari, hanno subito un lieve deterioramento, ma senza rappresentare un rischio sistemico. Infine, le nuove regole patrimoniali più stringenti introdotte dall'autorità di regolamentazione favoriscono i detentori di obbligazioni. Concentriamo sempre i nostri investimenti sulle banche di maggiori dimensioni, solide e geograficamente diversificate.

GRAFICO 4: INDICI DEI DERIVATI CREDITIZI, CREDIT DEFAULT SWAP (CDS) HIGH YIELD



Fonti: Bloomberg, Markit iTraxx, Indosuez Wealth Management.

6 - *Leveraged loans*: tipologia di debito utilizzata da società già indebitate per finanziare, ad esempio, fusioni ed acquisizioni. Questo debito espone gli investitori a rischi maggiori, in cambio di rendimenti elevati.



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

Con la collaborazione
del team del Azioni

L'ascesa dei tassi a lungo termine (il decennale statunitense è ai massimi dal 2007) mette sotto pressione i mercati azionari e l'attenzione degli investitori sembra concentrarsi sulla capacità delle imprese di destreggiarsi in questo nuovo contesto. L'economia americana permane solida, ma la prossima serie di pubblicazioni consentirà di confermare, a livello microeconomico, l'impatto dei movimenti dei tassi sulle società.

EUROPA

Il periodo successivo all'estate è stato ancora una volta segnato dalla stagionalità, con una debolezza del mercato azionario europeo. Sostenuto dai crescenti prezzi del petrolio, il settore energetico continua ad essere il primo della classe in termini di performance, mentre il lusso è ancora oggetto di prese di profitto. Questi arbitraggi nei vari settori si traducono in una forte sovraperformance delle azioni *Value* rispetto alle omologhe *Growth*, più sensibili alla dinamica dei tassi di interesse.

Le valutazioni dell'azionario europeo restano molto interessanti e sono di gran lunga inferiori alla loro mediana storica. Inoltre, lo scorso mese le revisioni degli utili si sono dimostrate resilienti e sono ben orientate anche per il 2023 ed il 2024.

Gli investitori dovrebbero ora concentrarsi sulla stagione degli utili per il terzo trimestre e sulle prospettive societarie per il 2024, con particolare riguardo alla domanda ed alla capacità di preservare i margini.

STATI UNITI

L'indice S&P 500 è in calo da fine luglio, ma questa correzione appare salutare. Infatti, il listino è tornato a testare i massimi di febbraio e la media a 200 giorni, dinamiche che non mettono in discussione la sua tendenza rialzista di lungo termine. Inoltre, il periodo estivo è tradizionalmente più debole in termini di volumi e performance e, negli ultimi 20 anni, questa fragilità svanisce in media appena prima che inizi la stagione degli utili aziendali, ossia a metà ottobre (grafico 5).



SETTORE
ENERGETICO
in testa,
IL LUSO
SOFFRE

di prese di beneficio

GRAFICO 5: STAGIONALITÀ DELL'INDICE S&P 500 (MEDIA VENTENNALE DEI CORSI) E PERFORMANCE NEL 2023



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Nota: da una prospettiva storica, il mercato raggiunge un minimo il 9 ottobre, che corrisponde al minimo dell'indice S&P 500 nel 2023.

Inoltre, le revisioni degli utili delle società americane sono positive e potrebbero alimentare un rally di fine anno. Infine, anche se i tassi a lungo termine hanno raggiunto livelli particolarmente elevati, molte società statunitensi a grandissima capitalizzazione non ne hanno necessariamente risentito, grazie ai loro solidi bilanci ed alle liquidità molto abbondanti.

ASIA

Le Borse asiatiche faticano ancora a trovare una direzione in un contesto segnato da incertezze ed un'elevata volatilità, con un pessimismo diffuso soprattutto nei confronti della Cina. La riapertura dell'economia cinese si è rivelata deludente, nonostante una ripresa post-COVID vigorosa ma di breve durata. Questo solleva dubbi sull'efficacia delle misure introdotte dal governo di Pechino. Nonostante gli stimoli, i flussi verso i capitali latitano sotto il peso di un pessimismo generalizzato nei confronti del Paese: la mancanza di fiducia nel settore privato, la debole domanda interna, le tensioni con gli Stati Uniti ed i persistenti timori per il settore immobiliare alimentano le preoccupazioni degli investitori stranieri.

L'accelerazione dell'allentamento monetario e delle misure adottate di recente dal governo cinese per sostenere il settore immobiliare potrebbero richiedere tempo per dare i loro frutti.

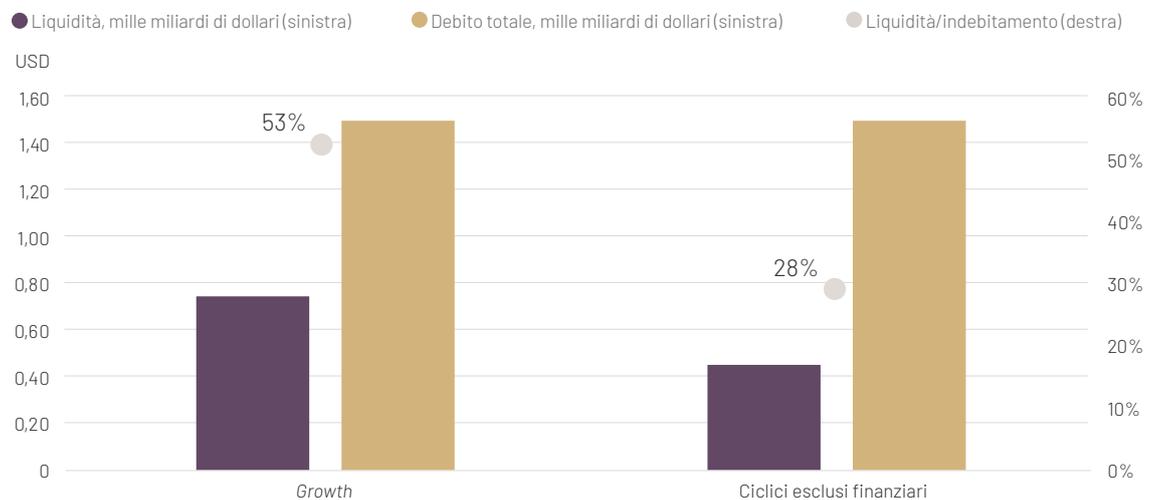
Al contempo, le aspettative del mercato ruotano attorno alla possibilità di un forte impulso di bilancio ed ulteriori stimoli alle spese per le infrastrutture. La terza sessione plenaria del 20° Comitato centrale e la Conferenza centrale sui lavori economici sono i principali eventi da monitorare.

STILI D'INVESTIMENTO

Il rimbalzo dei tassi di interesse a lungo termine è proseguito lo scorso mese, trainando la performance relativa dello stile *Value* e mettendo sotto pressione i titoli *Growth*, soprattutto in Europa. I settori *Value* meno cari (banche, energia, estrazione mineraria) hanno nel complesso sovraperformato. Tuttavia, i titoli *Growth/Quality* hanno retto piuttosto bene durante la correzione del mercato, in particolare negli Stati Uniti, grazie alla loro forte generazione di reddito, unita ad un livello molto contenuto di indebitamento/liquidità (grafico 6), che permette loro di beneficiare degli elevati rendimenti monetari senza bisogno di finanziamenti.

Inoltre, se le pressioni sui tassi si attenuano o restano stabili, la prossima stagione degli utili potrebbe portare alla ribalta imprese di qualità con margini resilienti, una solida generazione di liquidità ed un potere di determinazione dei prezzi.

GRAFICO 6: LIQUIDITÀ ED INDEBITAMENTO TOTALI DELL'INDICE S&P 500



Fonti: Citi Group, Indosuez Wealth Management.

Nota: i titoli *Growth* esibiscono un rapporto liquidità/indebitamento del 53% rispetto al 28% per il segmento dei Ciclici (esclusi i finanziari).



Maxime GARCIA
Investment Strategist

Gli sviluppi sulla scena internazionale hanno leggermente modificato il panorama del Forex. Il franco svizzero e l'oro hanno riconquistato interesse grazie al loro status di beni rifugio ma, dati i persistenti venti contrari soprattutto sul fronte dei fondamentali, il *sentiment* per questi attivi finanziari resta neutrale.

EURO

Permangono dei rischi

Le divergenze macroeconomiche tra Stati Uniti ed Area Euro e l'aumento dello *spread* transatlantico hanno penalizzato il rapporto EUR/USD in calo dell'1,5% nel mese. Inoltre, il sostegno dei flussi a favore dell'euro, ascrivibili al miglioramento della bilancia commerciale, ha iniziato a svanire con il rallentamento del commercio mondiale ed il rimbalzo dei prezzi energetici. Gli investitori stranieri sembrano aver perso interesse per gli attivi finanziari denominati in euro (grafico 7). Detto questo, le attese sono ora contenute e la recente stabilizzazione del differenziale dei tassi reali EUR/USD è, a nostro parere, un elemento positivo per la moneta unica. Aspetto altrettanto importante è che nel lungo termine i primi tagli dei tassi dovrebbero inizialmente giungere dalla Fed, il che potrebbe in futuro offrire un sostegno fondamentale alla coppia di valute. Di conseguenza, riteniamo che le prospettive per la coppia EUR/USD rimangano equilibrate se si ipotizza che le tensioni geopolitiche non si inaspriscano (range di negoziazione

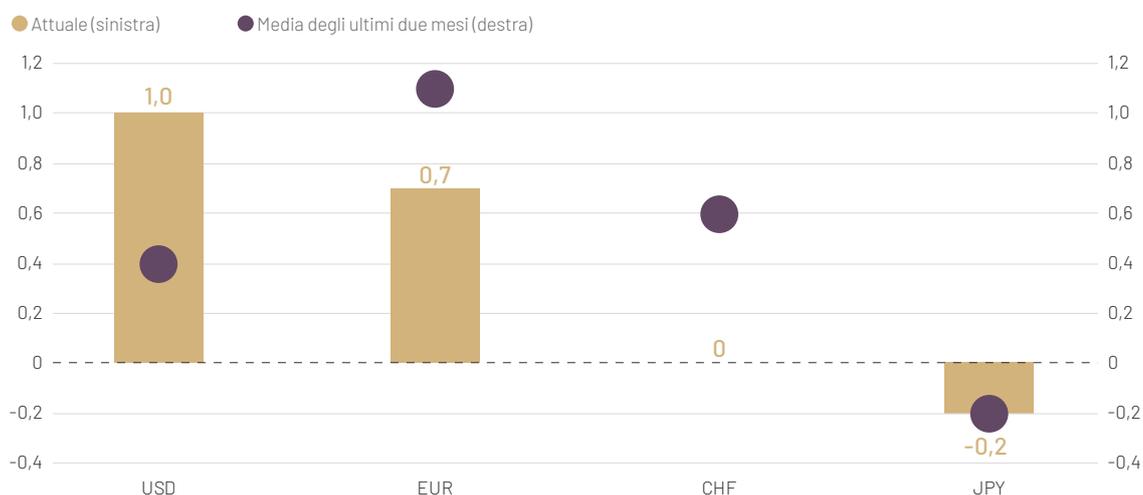
previsto: 1,045 - 1,085). Dovremo comunque prestare particolare attenzione allo *spread* BTP-Bund, che potrebbe pesare sull'euro, e tenere presente che, in caso di *shock* energetico, potrebbe essere raggiunta la parte inferiore del range.

DOLLARO USA

Un limitato potenziale di apprezzamento

All'inizio del mese il dollaro ha toccato un nuovo massimo da un anno, sostenuto da una dinamica macroeconomica che continua a sorprendere al rialzo e potrebbe proseguire, traducendosi in un rinnovato interesse per il biglietto verde. Inoltre, gli sviluppi in Medio Oriente hanno accresciuto la domanda di beni rifugio (e quindi del dollaro) nella seconda metà del mese (grafico 8, pagina 13). Un conflitto generalizzato rafforzerebbe ulteriormente la valuta statunitense. Come già evocato lo scorso mese, assumiamo una visione meno negativa sul dollaro, ma riteniamo che il suo potenziale di apprezzamento resti limitato.

GRAFICO 7: INDICE DI POSIZIONAMENTO VALUTARIO



Fonti: CACIB, Indosuez Wealth Management.

La valuta ha infatti ceduto qualche punto di performance in seguito ai commenti di alcuni membri della Fed reputati accomodanti, nei quali è stato sottolineato come il recente inasprimento delle condizioni finanziarie negli Stati Uniti potrebbe ridurre la necessità di ulteriori rialzi dei tassi di riferimento. Inoltre, il biglietto verde è ora la valuta del G10 con il maggiore posizionamento *long*, il che ridimensiona la probabilità di ulteriori flussi di acquisto.

FRANCO SVIZZERO

Tra valuta rifugio e fondamentali

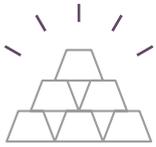
Il franco svizzero si conferma la valuta del G10 con la migliore performance da inizio anno. La moneta elvetica ha sofferto all'inizio di ottobre dopo che, nell'ultima riunione, la Banca nazionale svizzera (BNS) ha deciso di non innalzare i tassi di riferimento. In seguito è stata sostenuta dal suo status di valuta rifugio ed ha guadagnato nel mese l'1,6% rispetto all'euro. Manteniamo una posizione neutrale, con un range di negoziazione previsto di 0,90-0,94 per la coppia USD/CHF e 0,95-0,98 per quella EUR/CHF. Da un lato, il franco svizzero potrebbe proseguire la sua ascesa se le tensioni geopolitiche si intensificassero, e potrebbe anche beneficiare della disponibilità della BNS ad intervenire, se necessario, sul mercato dei cambi. Dall'altro, permangono i venti contrari, in particolare lo svantaggio del CHF in termini di *carry*.

Se così fosse, l'azione non è stata molto efficace, poiché l'USD/JPY è di nuovo molto vicino a 150, un livello che preoccupa i decisori politici nipponici. Lo yen resta penalizzato dal differenziale dei tassi rispetto alle altre grandi economie, ma la debole crescita degli stipendi ed il rallentamento dell'economia globale potrebbero impedire alla Banca del Giappone di modificare la propria politica monetaria nel 2023. Come affermato lo scorso mese, solo una pausa della Fed od una normalizzazione della politica della Banca del Giappone consentirebbe un apprezzamento duraturo dello yen, suscettibile di proiettare la coppia USD/JPY tra 138 e 140.

ORO

Rendimenti reali o geopolitica?

La ristabilita correlazione (negativa) tra tassi di interesse reali ed oro ha continuato a pesare, trascinando l'oncia ad un minimo annuale di circa 1.800 dollari. Il calo è stato tuttavia di breve durata, poiché gli sviluppi geopolitici hanno aiutato l'oro a ritrovare il livello di 1.900. Il *sentiment* di breve termine permane neutrale, poiché l'approccio restrittivo della Fed rappresenta un importante freno ad un'impennata del prezzo del metallo giallo. Nel più lungo periodo, l'incertezza geopolitica, la diversificazione delle riserve valutarie e le prospettive di una politica monetaria americana meno restrittiva nel 2024 sono tutti fattori di sostegno per l'oro. Anticipiamo un range di negoziazione compreso tra 1.850 e 1.950.



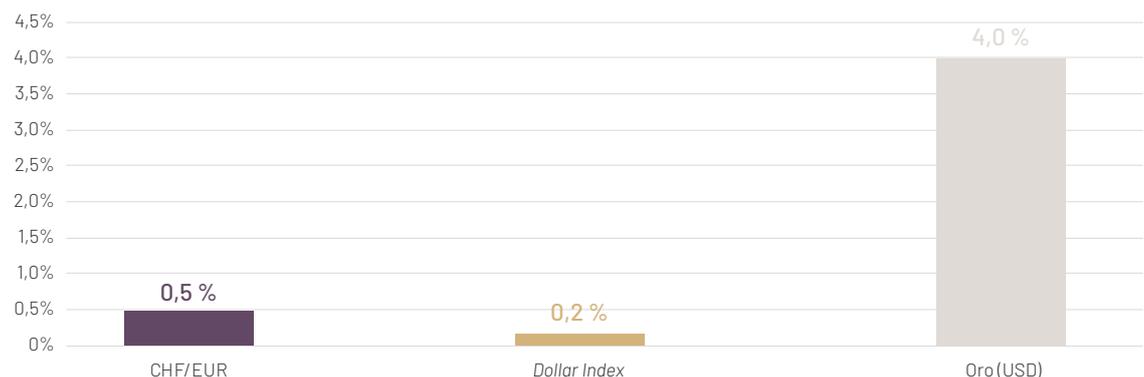
Sospinto dal conflitto in Medio Oriente, L'ORO HA OLTREPASSATO quota 1.900

YEN GIAPPONESE

Cambiamenti necessari per un apprezzamento

La coppia USD/JPY ha sfiorato la soglia di 150 ad inizio ottobre per poi scendere bruscamente nel giro di pochi minuti, suggerendo un intervento delle autorità monetarie giapponesi.

GRAFICO 8: PERFORMANCE DEI BENI RIFUGIO DALL'INIZIO DELLE TENSIONI, DAL 09.10 AL 18.10.2023, %



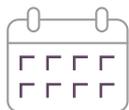
Fonti: Datastream, Indosuez Wealth Management.



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager



PREFERENZA
per un
posizionamento su
SCADENZE FINO
A 5 ANNI

SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** abbiamo rivisto al rialzo il nostro scenario di crescita negli Stati Uniti, con l'attività economica in lieve espansione nei prossimi due trimestri sostenuta dalla maggiore tenuta dei consumi americani. L'attività economica in Europa resterà modesta il prossimo anno, pur con significative divergenze tra i Paesi della regione. Più in generale, i Paesi emergenti saranno il principale motore della crescita globale nel 2024.
- **Inflazione:** manteniamo il nostro scenario di un processo di disinflazione non lineare nelle economie sviluppate. Data la solidità dell'economia statunitense e considerato il possibile impatto sui prezzi energetici delle emergenti tensioni geopolitiche in Medio Oriente, i rischi tendono verso l'alto.
- **Banche centrali:** l'aumento dei tassi a lungo termine sui mercati sta parzialmente sostituendo il lavoro delle banche centrali nel restringere le condizioni finanziarie. Insieme al rallentamento dell'inflazione, riteniamo che il ciclo rialzista della Fed e della BCE sia giunto al termine. Ci aspettiamo ora un plateau di tassi di interesse elevati fino all'inizio del secondo semestre del 2024.
- **Utili aziendali:** siamo nel complesso concordi con le attese del mercato sugli utili per il 2024, ma continuiamo a monitorare con attenzione la divergenza delle revisioni degli utili: al rialzo per Stati Uniti e Giappone, al ribasso per Europa e Cina.
- **Contesto di rischio:** il rischio geopolitico è tornato alla ribalta, inducendoci ad introdurre ulteriori coperture nei nostri portafogli. Al contempo, in seguito al nuovo rialzo dei tassi a lungo termine, non possiamo escludere la comparsa di rischi idiosincratici nel mondo finanziario.

CONVINZIONI DI ASSET ALLOCATION

Azioni

- Manteniamo una visione costruttiva sugli attivi rischiosi a breve termine, dato il contesto economico più favorevole (soprattutto negli Stati Uniti) e società ancora solide da una prospettiva finanziaria.
- Continuiamo a preferire le azioni americane per le ragioni sopra esposte, mentre le revisioni positive degli utili nella regione rappresentano un ulteriore fattore di sostegno. Manteniamo un giudizio neutrale sulle azioni europee, poiché in questo frangente l'attività economica non mostra chiari segnali di miglioramento e le revisioni degli utili sono meno positive rispetto agli Stati Uniti.
- A livello settoriale, continuiamo a preferire i titoli *Growth*, che beneficiano sempre dell'interesse degli investitori per il tema dell'intelligenza artificiale. Il settore immobiliare quotato, che già integra in larga misura l'aumento dei tassi ed il previsto calo dei prezzi degli immobili fisici, permane una convinzione per i prossimi trimestri.
- Nonostante i recenti annunci del governo cinese per rilanciare l'economia e l'impatto già visibile sull'attività, non notiamo ancora alcuna reazione tangibile sui mercati azionari. Pur aspettandoci un rimbalzo entro la fine dell'anno, la nostra visione strategica sulle azioni cinesi è meno favorevole. Manteniamo invece una visione costruttiva sugli attivi finanziari dei Paesi emergenti, che saranno trainati da un differenziale di crescita positivo rispetto alle economie avanzate e, qualora le tensioni geopolitiche dovessero intensificarsi, potrebbero essere percepiti come un'area di diversificazione.

Reddito fisso

- Anche se gli elevati livelli dei tassi a lungo termine offrono interessanti punti di ingresso, preferiamo rimanere posizionati sulle parti più corte delle curve dei tassi, fino alle scadenze a 5 anni. Oltre ad offrire un *carry* più elevato, queste ultime sembrano infatti meno correlate all'andamento degli attivi rischiosi rispetto alle obbligazioni a più lunga scadenza.
- Allo stesso tempo, la volatilità specifica dei titoli di Stato a lunga scadenza ne diminuisce l'interesse. Le importanti emissioni attese in questi punti della curva negli Stati Uniti (e la riduzione in corso dei bilanci delle banche centrali), unite ai rischi di un mix di crescita/inflazione più elevata, potrebbero continuare a pesare su questo segmento.
- Per quanto riguarda il credito, manteniamo la nostra preferenza per i debiti societari di alta qualità a breve scadenza, evitando il segmento *high yield*.
- Abbiamo rivisto tatticamente al rialzo la nostra visione sugli *inflation breakeven*, soprattutto per motivi tecnici, poiché una potenziale *escalation* delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente ed il suo impatto sui prezzi energetici potrebbero favorire questa classe di attivi finanziari.

Cambi

- Il dollaro è sostenuto sul breve termine dal contesto macroeconomico, che negli Stati Uniti continua a sorprendere al rialzo, e dall'ulteriore ampliamento dello *spread* transatlantico. Il biglietto verde sfrutta il suo status di valuta rifugio a fronte del maggiore rischio geopolitico. Nonostante questi fattori di sostegno nel breve periodo, l'approccio più accomodante di alcuni membri del FOMC ed il posizionamento degli investitori ci inducono a reputare limitato il suo potenziale di apprezzamento.
- Il franco svizzero è temporaneamente sospinto dalla sua natura di attivo di copertura, ma dovrebbe essere sempre frenato da un livello di *carry* poco interessante rispetto alle altre valute dei Paesi sviluppati.
- Lo yen continua ad essere scambiato ai minimi storici, vicino a quei livelli che in passato avevano indotto la Banca del Giappone ad intervenire. Una discesa in campo della banca centrale sosterebbe la valuta, con una conseguente volatilità più intensa sul breve periodo³. Al contrario, per un apprezzamento duraturo dello yen nei confronti del dollaro è necessario un cambiamento più strutturale del contesto monetario.

- Nelle scorse settimane l'oro ha ritrovato un certo *appeal* con il riemergere del rischio geopolitico. Al di là di questa considerazione, tuttavia, il prezzo del metallo giallo sembra essere in bilico tra il sostegno assicurato dalla domanda delle banche centrali da un lato e l'ascesa dei tassi reali dall'altro.

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.

08 • Monitor dei mercati (valuta locale)

PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI



DATI AGGIORNATI AL 20 OTTOBRE 2023

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	4,91%	48,00	103,89
Francia 10A	3,51%	22,70	40,60
Germania 10A	2,89%	15,10	32,30
Spagna 10A	4,00%	18,60	34,90
Svizzera 10A	1,19%	12,00	-42,80
Giappone 10A	0,84%	9,90	42,20

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	34,21	-3,38%	-1,44%
Titoli di Stato in EUR	194,52	-0,23%	0,96%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	203,49	-1,42%	5,15%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	306,04	-2,38%	3,14%
Titoli di Stato USA	294,72	-0,63%	-0,23%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	41,44	-2,56%	-3,09%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9450	-2,18%	-4,50%
GBP/USD	1,2164	-0,63%	0,67%
USD/CHF	0,8921	-1,60%	-3,50%
EUR/USD	1,0594	-0,55%	-1,04%
USD/JPY	149,86	1,00%	14,29%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	21,71	4,51	0,04

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	4.224,16	-2,22%	10,02%
FTSE 100 (Regno Unito)	7.402,14	-3,67%	-0,67%
STOXX Europe 600	433,73	-4,31%	2,08%
Topix	2.255,65	-5,08%	19,24%
MSCI World	2.791,24	-3,08%	7,24%
Shanghai SE Composite	3.510,59	-6,11%	-9,33%
MSCI Emerging Markets	925,58	-4,01%	-3,22%
MSCI Latam (America Latina)	2.177,06	-6,93%	2,29%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	179,94	-3,66%	-6,27%
MSCI Asia Ex Japan	589,23	-3,66%	-4,84%
CAC 40 (Francia)	6.816,22	-5,13%	5,29%
DAX (Germania)	14.798,47	-4,88%	6,28%
MIB (Italia)	27.357,00	-4,27%	15,40%
IBEX (Spagna)	9.029,10	-4,98%	9,72%
SMI (Svizzera)	10.348,60	-6,05%	-3,55%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.590,00	-3,10%	-12,33%
Oro (USD/Oncia)	1.981,40	2,92%	8,63%
Greggio WTI (USD/Barile)	88,75	-1,42%	10,58%
Argento (USD/Oncia)	23,50	-0,39%	-2,23%
Rame (USD/Tm)	7.948,50	-3,33%	-5,06%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	2,90	9,94%	-35,22%

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

	LUGLIO 2023	AGOSTO 2023	SETTEMBRE 2023	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (20 OTTOBRE 2023)
MIGLIORI	0,41%	6,75%	2,27%	-2,22%	19,24%
+	-1,77%	5,80%	-0,37%	-3,08%	10,02%
	-2,55%	5,68%	-1,74%	-3,66%	7,24%
	-2,79%	5,01%	-2,01%	-3,66%	2,29%
	-3,38%	4,48%	-2,47%	-3,67%	2,08%
	-5,73%	3,29%	-2,81%	-4,01%	-0,67%
	-6,21%	3,11%	-2,86%	-4,31%	-3,22%
	-6,36%	2,23%	-3,35%	-5,08%	-4,84%
	-6,61%	2,04%	-4,45%	-6,11%	-6,27%
PEGGIORI	-7,90%	1,48%	-4,87%	-6,93%	-9,33%

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'attualità, l'accuratezza e la completezza delle informazioni contenute nel presente documento. Tutte le informazioni, così come il prezzo, le valutazioni di mercato e i calcoli indicati nel presente documento sono soggetti a modifiche senza preavviso. Le performance e i prezzi passati non sono un'indicazione di performance e prezzi futuri.

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

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

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

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

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

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

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

- **in Francia:** la presente pubblicazione è distribuita da CA Indosuez, società anonima con capitale di 584.325.015 euro, istituto di credito e broker assicurativo, iscritta nel Registro degli intermediari assicurativi con il numero 07 004 759 e nel Registro di commercio e delle società di Parigi con il numero 572 171 635, con sede legale in 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 Parigi e supervisionata dall'Autorità francese di controllo prudenziale e di risoluzione e dall'Autorità francese dei mercati finanziari;
- **in Lussemburgo:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe), società per azioni (société anonyme) di diritto lussemburghese con capitale di 415.000.000 euro e sede sociale in 39 allée Scheffer L-2520 Lussemburgo, immatricolata presso il Registro delle Società del Lussemburgo con il numero B91.986, operante come istituto di credito con sede in Lussemburgo sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF).
- **in Spagna:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, operante sotto la supervisione del Banco de Espana (www.bde.es) e della Commissione Nazionale del Mercato Azionario (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 - Nayel & Bin Harmal 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 20.10.2023.



