

# MONTHLY HOUSE VIEW

Aprile 2022

Focus

In cerca di nuove energie

• Sommario

01• Editoriale	P3
UN POSIZIONAMENTO STRATEGICO PER TEMPI INCERTI	
02• Focus	P4
IN CERCA DI NUOVE ENERGIE	
03• Macroeconomia	P6
LA FINE DI UN CICLO?	
04• Reddito fisso	P8
DISINVESTIMENTI SULL'HIGH YIELD IN EURO	
05• Azioni	P10
CAMBIAMENTO DI PARADIGMA	
06• Cambi	P12
NESSUNA CERTEZZA	
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



VINCENT  
MANUEL

Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth  
Management

Cari Lettori,

Il conflitto in Ucraina, di cui è impossibile prevedere la durata, i rischi di estensione e gli scenari di risoluzione, fa da sfondo all'attuale cambio di regime dei mercati, il cui contenuto macroeconomico è riassunto dal termine "stagflazione". L'inflazione più elevata e i maggiori rischi di stagnazione sono i due poli, i due lati della stessa medaglia, che il conflitto contribuisce ad accelerare.

Nelle ultime settimane, i mercati sono passati rapidamente dalla classica avversione al rischio, caratterizzata da un brusco calo delle azioni e da una significativa performance dei *safe haven* - molto simile alle correzioni passate alimentate da timori recessivi - a fasi più paragonabili a quelle di inizio anno, con rotazione delle azioni, volatilità e un aumento dei tassi a lungo termine.

In tempi incerti, c'è una forte tentazione di aggrapparsi agli schemi del passato. I paragoni con gli *shock* petroliferi del 1973, 1979 e 1990 abbondano, ma molti elementi dimostrano che il mondo, nel frattempo, è cambiato. Tuttavia, varie lezioni restano valide. In primo luogo, l'idea che l'aumento dei prezzi dell'energia porti quasi sempre a un rallentamento della crescita. In secondo luogo, che le banche centrali siano prese tra due fuochi, tra il rischio di un rallentamento e l'aumento dell'inflazione.

In questo contesto volatile e mutevole, gli investitori sono costretti ad adottare una posizione complessa, che implica probabilmente la capacità di guardare oltre il conflitto, per valutarne gli effetti in termini di crescita, inflazione, politica monetaria ed evoluzione dei risultati aziendali.

A questo proposito, non c'è dubbio che lo *shock* economico colpirà soprattutto l'Europa, la cui crescita registra una flessione più marcata rispetto agli Stati Uniti ed è più esposta al rischio di carenze di energia. L'altra ragione per essere più cauti sull'Europa è che gli stipendi stanno crescendo ad un ritmo più lento dell'inflazione e ciò si tradurrà logicamente in minori consumi.

Questa situazione si riflette nella correzione delle azioni europee, che di fatto incorpora un rallentamento della ripresa economica dell'area euro e dubbi sulla crescita degli utili.

Sarebbe tuttavia illusorio pensare che l'economia statunitense rimarrà immune all'attuale *shock* se l'aumento dei prezzi dell'energia dovesse persistere. Anche in questo caso il giudice sarà la Federal Reserve, che dovrà dare prova di flessibilità di fronte ad un'eventuale contrazione dei consumi statunitensi. Alcuni segnali d'allarme sono già visibili, come i recenti indici di fiducia dei consumatori, anche se la forza dell'occupazione, degli stipendi e degli investimenti suggerisce che l'economia statunitense conserverà la propria dinamica di crescita. Un quadro, quest'ultimo, che rende la Fed fiduciosa sulla capacità dell'economia statunitense e dei mercati finanziari di sopportare la normalizzazione monetaria.

1 - Si parla di stagflazione quando un'economia sperimenta simultaneamente un aumento dell'inflazione e una stagnazione della produzione economica.

Il nuovo piano REPowerEU è per necessità ambizioso. Contrariamente alla sostituzione dei fornitori di petrolio, la ricerca di nuove fonti di gas richiede tempo. Qualsiasi necessità improvvisa di ridurre le importazioni di gas passerà molto probabilmente attraverso i tagli al consumo individuale di energia provocati dall'impatto dei prezzi più alti.

### UNA DOPPIA CRISI ENERGETICA

L'Unione europea (UE) produce energia nucleare e rinnovabile sul proprio territorio, ma il 60% del proprio fabbisogno energetico è soddisfatto dalle importazioni e ciò la pone in reale svantaggio rispetto agli Stati Uniti, che sono esportatori netti. La Russia è il principale fornitore di petrolio (circa il 25%), gas (grafico 1) e combustibili fossili solidi (55%).

Questa dipendenza costituisce una notevole minaccia per la stabilità dei prezzi oggi che la loro volatilità è straordinariamente alta. I prezzi dell'energia, che rappresentano il 10% del paniere di calcolo dell'inflazione dell'area euro, sono cresciuti in febbraio del 31,7% e, alla luce dell'incremento dei prezzi del greggio e del gas, continueranno a salire.

In caso di un blocco parziale provocato da un'escalation delle sanzioni, la dipendenza dell'industria europea dal gas russo potrebbe creare carenze e interruzioni della produzione. La BCE ha analizzato la dipendenza di ogni settore dal gas e ha stimato che una riduzione del 10% della fornitura di gas potrebbe penalizzare la crescita del PIL dell'area euro dello 0,7%.

Ridurre la dipendenza dai combustibili fossili era già un obiettivo del pacchetto "Fit for 55" del 2021. A inizio marzo, la Commissione europea ha presentato un nuovo piano accelerato denominato "RePowerEU" con l'obiettivo di ridurre l'eccessiva dipendenza dell'Europa dall'energia russa importata di due terzi (circa 100 miliardi di metri cubi - BCM); l'impatto dei prezzi più alti dell'energia sui consumatori.

### RIDURRE LA DIPENDENZA

La parte più impegnativa del piano mira a ridurre le importazioni di gas russo, cambiando i fornitori di gas e, in misura minore, aumentando la produzione di biometano (grafico 2). L'UE intende rivolgersi a produttori alternativi di gas naturale liquefatto (GNL) in Qatar, Egitto e Africa occidentale e diversificare al tempo stesso l'approvvigionamento con gasdotti provenienti dall'Algeria o dalla Norvegia. Il piano si basa molto anche sulla capacità di anticipare i progetti di energia rinnovabile nel solare, nell'eolico e nell'idrogeno verde, nonché nell'accelerare l'uso delle pompe di calore. Un altro asse d'azione è la riduzione della domanda di energia, rendendo più efficienti i consumi e inducendo cambiamenti nel comportamento dei consumatori.

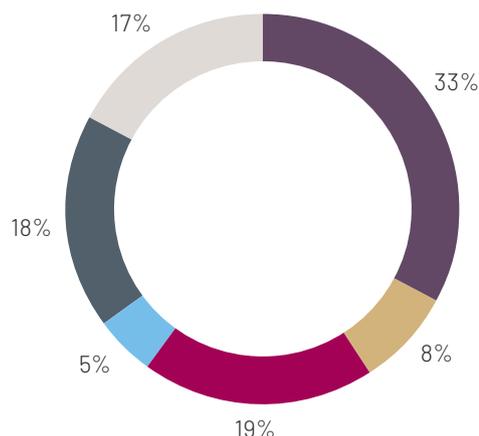


Un taglio del  
**10%**  
alle forniture  
di gas russo  
equivale ad un calo  
dello 0,7% del PIL  
dell'area euro

GRAFICO 1: FORNITURE DI GAS NATURALE ALL'EUROPA PER FONTE, % DEL TOTALE, 2020

- Importazioni di gasdotti e GNL dalla Russia
- Nord Africa e altri gasdotti non europei
- Gasdotto Norvegia
- Gasdotto olandese
- Altri gasdotti europei
- Altre importazioni di GNL

Fonti: BP Statistical Review, Indosuez Wealth Management.



I dettagli devono essere ancora definiti, ma possiamo già trarne due grandi conclusioni sul piano macroeconomico:

- **Il piano richiede importanti investimenti in infrastrutture.** Contrariamente ai barili di petrolio, il GNL richiede specifiche infrastrutture per liquefare il gas alla partenza e rigassificarlo all'arrivo. Le capacità europee sono adatte alla domanda attuale, ma non ad una domanda supplementare di 50 BCM. Inoltre, le infrastrutture per l'instradamento dalla Spagna (dove potrebbe arrivare una buona parte del GNL consegnato) all'Europa orientale sono molto probabilmente insufficienti. Infine, l'attuazione anticipata del piano di incremento delle rinnovabili implica anche l'anticipazione di massicci investimenti nel settore.

Esiste inoltre un problema sul fronte della domanda: l'aumento della domanda europea di 50 BCM, equivalente a un aumento di poco più del 10% del totale globale, combinato con l'aumento degli obiettivi di capacità di stoccaggio in Europa, provocherà uno shock della domanda sul mercato del GNL.

- **Il mix di energie è necessario, ma anche inflazionistico.** Oltre alle pressioni sui prezzi dovute alla domanda, l'Europa dovrà inevitabilmente offrire un premio supplementare per il trasporto del gas naturale liquefatto nel vecchio continente, attraverso l'Asia. Inoltre, la transizione verso le energie rinnovabili è anche considerata inflazionistica a breve termine, dato il maggior costo di produzione e la necessità di materie prime attualmente ad alto prezzo.

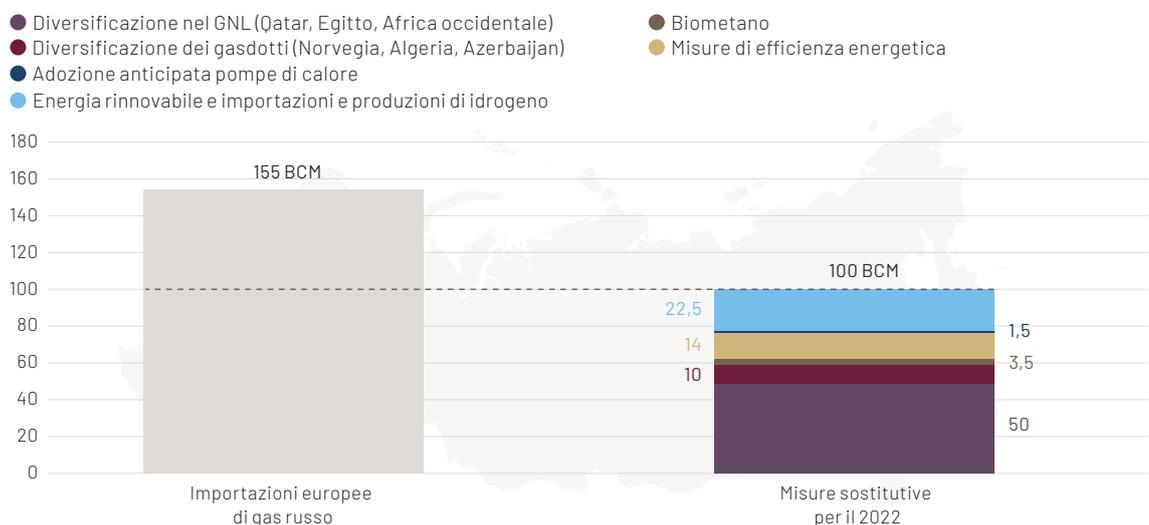
## AIUTARE I CONSUMATORI

Il secondo asse di RePowerEU mira a limitare l'impatto della crisi sulle fasce più vulnerabili della popolazione, consentendo agli Stati membri di imporre una regolamentazione temporanea dei prezzi e dei meccanismi di trasferimento e di prolungare quelle esistenti (comprese le misure fiscali sui profitti eccezionali e l'uso dei proventi dello scambio di emissioni). Queste misure dovrebbero essere finanziate in parte da prelievi sulle aziende che si ritiene abbiano tratto profitto dai prezzi più alti dell'energia: un'operazione perequativa di difficile attuazione, se ci si aspetta che le stesse aziende sostengano parte delle nuove esigenze di investimento. Questi prelievi non hanno l'ampiezza che i mercati finanziari avevano temuto, in quanto sono per ora limitati alla fine di giugno.

## MAI SPRECARE UNA CRISI

Il piano è consapevolmente molto ambizioso ed è più una roadmap che un obiettivo definito. Può anche essere visto come un piano di emergenza, in quanto richiede agli Stati membri di aumentare le scorte di gas al 90% della capacità (rispetto a circa il 30% di oggi). L'Europa non ha scelta, perché la posta in gioco è alta. Questa crisi rappresenta tuttavia per l'Europa anche un'opportunità di diversificare i produttori di energia, di dare il via alla propria transizione energetica verso le energie rinnovabili e di trovare l'indipendenza energetica. La crisi contribuisce inoltre a rafforzare l'unione fra gli Stati membri, poiché le infrastrutture di domani dovranno essere finanziate dalle emissioni in euro di oggi.

GRAFICO 2: RIDUZIONE DI 2/3 DELLA DIPENDENZA DALLE IMPORTAZIONI DI GAS RUSSO PER IL 2022, BCM



Fonti: Commissione europea, Indosuez Wealth Management.

La ripresa post COVID-19 sarà stata molto breve. Gli indici di fiducia delle imprese e dei consumatori stanno subendo il doppio impatto dell'inflazione e dell'incertezza generata dalla guerra in Ucraina. Anche se alcune aree sono più esposte di altre, il conflitto penalizzerà ogni continente.



Un chiaro  
avvertimento  
che la ripresa in  
**EUROPA È  
A RISCHIO**

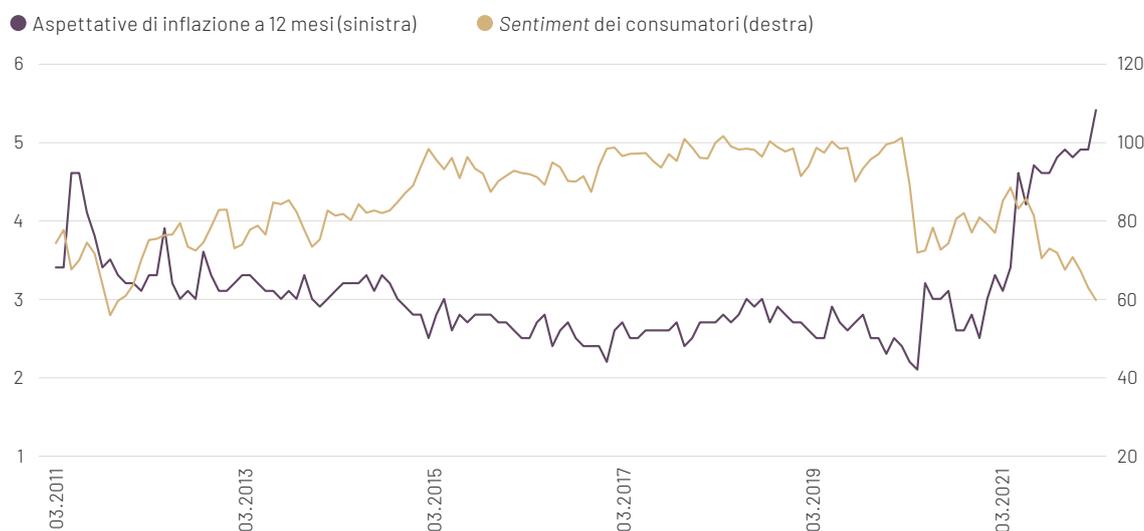
Il conflitto in Ucraina sta colpendo duramente il continente europeo. Anche se i sondaggi nel settore manifatturiero hanno registrato una ripresa nei primi due mesi del 2022, in linea con l'aumento della produzione industriale nel primo trimestre, l'indice ZEW Economic Sentiment dell'area euro è crollato ai minimi dei due anni a marzo, dopo quattro mesi di solido recupero (-38,7 a marzo da +48,6 a febbraio). Questo indicatore del *sentiment* degli investitori può essere molto volatile, ma l'ampiezza dell'inversione dà un chiaro avvertimento: la ripresa in Europa è a rischio. L'inflazione nell'area euro è al 5,8% su base annua, con tutte le componenti in aumento, in particolare i prezzi dell'energia (+32%) e dei prodotti alimentari (+4,1%). I consumatori europei possono comunque contare su una rinnovata politica di espansione fiscale e su una politica monetaria ancora relativamente accomodante (rispetto agli Stati Uniti).

### IL CONSUMATORE STATUNITENSE

I consumatori statunitensi beneficiano di aumenti salariali più elevati che in Europa, nonché di effetti ricchezza positivi derivanti dal mercato immobiliare che non ha mostrato segni di rallentamento.

I prezzi degli alloggi hanno continuato a contribuire all'aumento dell'indice generale dei prezzi al consumo a febbraio (4,7% e 7,9% rispettivamente in termini annui), insieme ai prezzi dell'energia (26%) e dei prodotti alimentari (7,9%). Anche i prezzi alla produzione sono aumentati a febbraio (10%), poiché le interruzioni delle catene di approvvigionamento sono state prolungate dalla guerra in Ucraina. Insieme ai limiti di capacità e alle carenze di manodopera, ciò ha fatto sì che l'indice dei servizi ISM degli Stati Uniti sia sceso di quattro punti a febbraio. L'ultimo rapporto sull'occupazione statunitense ha offerto tuttavia qualche spiraglio alle imprese, poiché il tasso di partecipazione al mercato del lavoro, sceso durante la pandemia, è ora a solo un punto percentuale dal livello pre-pandemia. Un cambiamento forse dovuto alla diminuzione dei risparmi e alle maggiori preoccupazioni dei consumatori nell'attuale contesto. A marzo, la fiducia dei consumatori statunitensi (sondaggio dell'Università del Michigan) ha evidenziato i dati più bassi da novembre 2011 (grafico 3), mentre le aspettative di inflazione sono aumentate nettamente (5,4%, il livello più alto dal 1981).

GRAFICO 3: SENTIMENT DEI CONSUMATORI DEL MICHIGAN, PUNTI



Fonti: Università del Michigan, Indosuez Wealth Management.

Di fronte a questi aumenti di prezzo e alla prospettiva di ulteriori rialzi della Fed, in un contesto di tassi prevalentemente variabili, nutriamo davvero forti dubbi sulla resistenza del consumatore statunitense nei prossimi mesi, soprattutto in presenza di una politica fiscale meno favorevole.

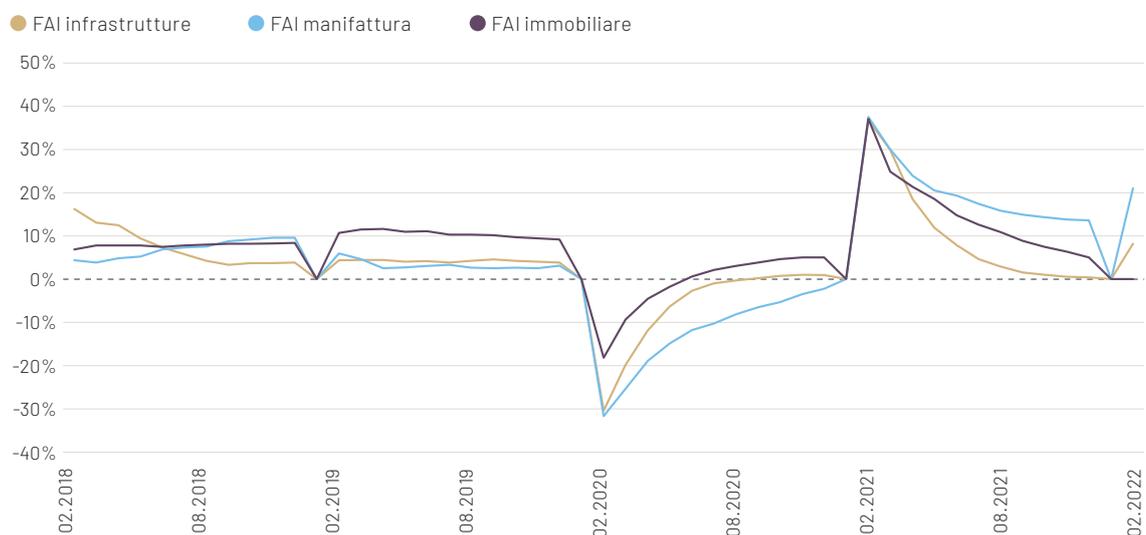
Tutto sommato, anche se è difficile fare previsioni in questo scenario eccezionalmente incerto, abbiamo rivisto al ribasso le nostre previsioni di crescita del PIL dell'area euro, al 2,5% nel 2022, e anche degli Stati Uniti al 2,7%. La nostra ipotesi riflette un effetto negativo strutturalmente più elevato sulla crescita dell'area euro, dovuto agli aumenti dei prezzi dell'energia, nonché un impatto più forte del previsto sui consumi, dato che gli stipendi stanno aumentando molto più lentamente che negli Stati Uniti. La crescita dell'area euro sembra esposta a rischi di contrazione, in particolare se le incertezze dovessero ridurre gli investimenti in conto capitale, mentre la crescita e gli investimenti nel settore energetico statunitense potrebbero essere ulteriormente rafforzati dai prezzi del petrolio, che restano superiori alla soglia dei 100 dollari, e dall'aumento della domanda estera di petrolio e gas.

## LA CINA NON È DEL TUTTO IMMUNE

Infine, anche l'economia cinese è stata trascinata nella crisi ucraina non solo politicamente, ma anche economicamente, poiché il petrolio e il gas rappresentano il 17% delle importazioni totali del paese.

L'inflazione che rimane significativamente più bassa (0,9% su base annua a febbraio), ha salvato la Banca Popolare della Cina (PBoC) dal dilemma di dover scegliere tra crescita e inflazione. L'attività economica ha subito un rallentamento all'inizio del 2022, anche se rispetto a una base di raffronto elevata e in misura molto inferiore rispetto alle attese del consensus (7,5% anno dopo anno per la produzione industriale, contro il 9,6% di dicembre; 6,7% per le vendite al dettaglio, dal 12,5%; e 16% per le esportazioni, dal 21%). Guardando al futuro, la Cina fa affidamento sui propri punti di forza del passato per stimolare la crescita attraverso il lato dell'offerta, in particolare tramite un massiccio accordo sulle infrastrutture (grafico 4). La recrudescenza dei lockdown ed il previsto rallentamento della domanda da parte dei principali partner commerciali ostacoleranno seriamente la capacità della Cina di raggiungere il proprio obiettivo - peraltro invidiabile - di crescita del 5,5% nel 2022. Gli investitori stranieri sono sempre più preoccupati di un rischio di estensione delle sanzioni statunitensi alla Cina se Pechino dovesse fornire sostegno a Mosca. La forte correzione azionaria verificatasi a metà marzo ha spinto le autorità a rassicurare e a fornire ampio sostegno ai mercati, con una posizione più costruttiva che segnala potenzialmente la fine del giro di vite normativo iniziato nel 2021.

GRAFICO 4: INVESTIMENTI IN IMMOBILIZZAZIONI (FAI) CINESI, A/A, %



Fonti: Ufficio nazionale di statistica cinese, Indosuez Wealth Management.

L'allargamento degli *spread* di credito è stato brutale e l'approccio di "vendita a qualsiasi prezzo" ha creato distorsioni di valutazione ingiustificate. Le valutazioni sono ora molto più interessanti, specialmente dato il livello limitato di default.

### BANCHE CENTRALI

Nella sua riunione di marzo, la Banca Centrale Europea (BCE) ha confermato la recente posizione più aggressiva, mettendo l'accento sul proprio mandato di controllo dell'inflazione. La banca centrale ha inaspettatamente accelerato la riduzione del proprio stimolo monetario, sottolineando che è più preoccupata per l'inflazione record che per la crescita economica più debole. I funzionari della BCE si sono impegnati a rallentare gli acquisti di obbligazioni dall'inizio di maggio e hanno dichiarato che potrebbero interrompere il programma già nel terzo trimestre. Hanno tuttavia cercato di stemperare il proprio messaggio, rendendo meno automatico un successivo aumento dei tassi d'interesse e tenendo aperte tutte le opzioni a seconda delle prospettive macroeconomiche.

Negli Stati Uniti, nella sua riunione di metà marzo, la Federal Reserve (Fed) ha confermato l'atteso aumento dei tassi di 25 pb. Nonostante i recenti sviluppi geopolitici e i dati più deboli sui consumi, Jerome Powell sembra suggerire che il progetto di stretta monetaria del FOMC resterà invariato, anche se il comitato "seguirà con precauzione le linee di tale piano". La Fed dovrebbe iniziare la riduzione del proprio bilancio durante l'estate. Con 6 ulteriori rialzi dei tassi di 25 pb segnalati dal *dot plot* della Fed per il 2022, e 3 o 4 ulteriori rialzi nel 2023, il piano d'azione sembra uno strumento credibile di lotta all'inflazione, ma potrebbe aumentare i rischi di rallentamento dell'economia che la Fed dovrà monitorare attentamente.

### TITOLI DI STATO

Il cambiamento della politica monetaria in Europa ha alimentato l'aumento dei rendimenti. Nonostante il peggioramento della situazione geopolitica nel Vecchio Continente, la prospettiva di un ulteriore aumento dell'inflazione sta mettendo sotto pressione la BCE.

Su un orizzonte di breve termine, la volatilità rimane elevata e il mercato reagisce a varie forze contraddittorie (fuga verso la sicurezza, aumento delle aspettative di inflazione, aggressività delle banche centrali...). Di conseguenza, abbiamo deciso di ridurre la nostra positività sui titoli di Stato in euro.

Con una Fed che diventa più aggressiva e più orientata verso la stretta quantitativa, il potere di *safe haven* dei titoli del Tesoro statunitensi è molto diminuito. La parte più lunga della curva è stata più sensibile all'avversione al rischio e agli impatti negativi sulla crescita. La curva statunitense si è già fortemente appiattita, ma le crescenti pressioni inflazionistiche potrebbero continuare a penalizzare i rendimenti a breve termine. Il *runoff* del bilancio dovrebbe influenzare la sezione a medio e lungo termine della curva, ma lo "Standing Repo Facility" dovrebbe contribuire a contenere il deflusso. In questa fase, prevediamo una svolta parallela ribassista per la curva dei rendimenti USA.

### OBBLIGAZIONI INDICIZZATE ALL'INFLAZIONE

Il *breakeven* dell'inflazione europea ha registrato una performance impressionante dall'inizio del conflitto ucraino. Il *breakeven* a 5 anni tedesco ha persino toccato il 5%. I mercati dell'inflazione in Europa stanno ancora scontando un'inflazione a lungo termine più bassa rispetto al breve termine. Se la dinamica attuale rimane tuttavia in atto, c'è il rischio che le aspettative di inflazione a lungo termine possano iniziare ad aumentare significativamente, con la percezione che l'inflazione sia fuori controllo.



## 6 ULTERIORI RIALZI DEI TASSI

di 25 pb segnalati dal *dot plot* della Fed per il 2022

Negli Stati Uniti, la pubblicazione dell'IPC di febbraio ha evidenziato la forza persistente delle principali componenti sottostanti. Alla luce dello spostamento verso categorie di inflazione più inerziali e dell'escalation del conflitto in Ucraina, gli economisti ora prevedono un più rapido incremento dell'inflazione per tutto il 2022 e il 2023. Di conseguenza, il *breakeven* dell'inflazione statunitense a 2 anni ha raggiunto il picco del 4,7%, con una sovraperformance dei TIPS statunitensi a breve termine. In questa fase, il mercato prevede un tasso d'inflazione strutturale più alto, con un punto di pareggio decennale statunitense al 2,9% al 9 marzo.

## CREDITO

La classe di attivi del credito è stata pesantemente penalizzata dal contesto di *risk-off* creato dagli importanti sviluppi geopolitici. Gli investitori cercano infatti di valutare l'impatto che l'aumento dei prezzi delle materie prime e l'esposizione alla Russia potranno avere sugli utili delle aziende e sull'affidabilità del credito. I titoli finanziari europei con la maggiore esposizione diretta e indiretta alla Russia hanno sofferto di più.

Gli *spread* di credito *investment grade* (IG) si sono allargati eccessivamente e, dopo la correzione in corso, il comparto è diventato di nuovo interessante. Nell'attuale quadro congiunturale, il contesto resta favorevole al credito IG, con una crescita economica superiore alla tendenza e un incremento netto del rating. L'avversione al rischio ha avuto inoltre un impatto molto negativo sui debiti subordinati, le cui valutazioni hanno subito un netto calo.

Sull'*high yield* in euro, il *panic selling* è stato scatenato dai deflussi. L'allargamento degli *spread* di credito è stato brutale (grafico 5) e l'approccio di "vendita a qualsiasi prezzo" ha creato distorsioni di valutazione ingiustificate. Le valutazioni sono ora molto più interessanti, specialmente dato il livello limitato di default.

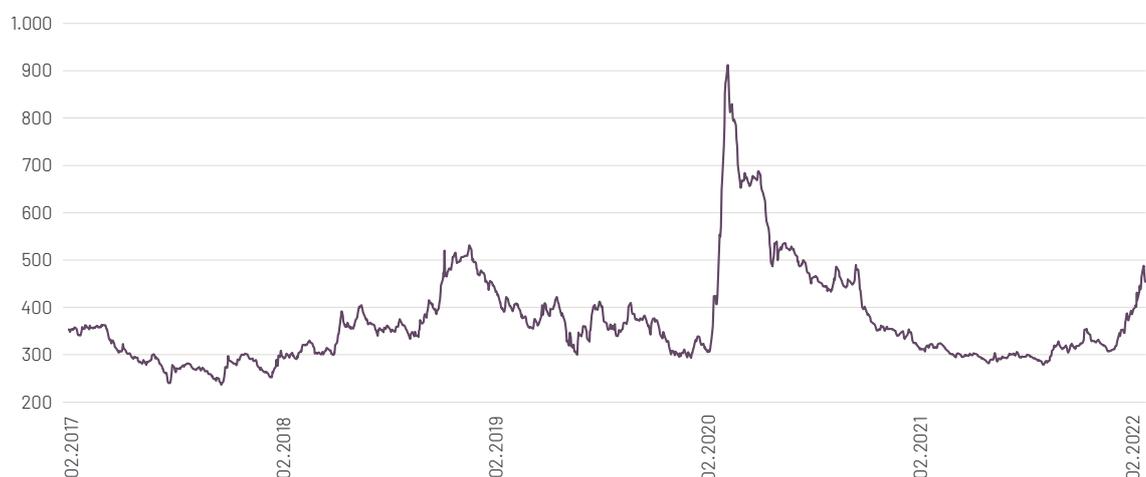
Gli *spread* degli *high yield* (HY) statunitensi sono stati relativamente resilienti (+35 pb il mese scorso). Pur rimanendo vicini ai livelli storici, tengono conto dei previsti tassi di default molto bassi e del livello contenuto degli indicatori di sofferenza. In questo segmento "rischioso" rimaniamo sulla difensiva, privilegiando i BB a bassa *duration*.

Abbiamo deciso di aumentare il nostro punteggio complessivo per il credito: IG in euro, IG statunitense, finanziario subordinato e HY in euro sono i mercati più favoriti.

## MERCATI EMERGENTI

Il credito emergente ha sofferto dell'elevata incertezza dovuta ai default degli emittenti russi e delle potenziali ripercussioni sul resto delle aziende dei mercati emergenti (EM). L'aumento dei prezzi delle materie prime sostiene la crescita e i bilanci con l'estero degli esportatori EM di materie prime, ma potrebbe pesare sugli esportatori manifatturieri. Abbiamo leggermente aumentato la valutazione attribuita all'America latina in considerazione del grande peso delle società brasiliane.

GRAFICO 5: EVOLUZIONE DELL'INDICE HIGH YIELD PANEUROPEO, BPS



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

L'invasione russa costituisce chiaramente un cambiamento di paradigma rispetto alla precedente visione sul comparto azionario. Il mercato è ora concentrato sulla guerra in Ucraina, con due preoccupazioni principali: l'impatto diretto sugli utili delle aziende delle sanzioni alla Russia e l'impatto indiretto del forte aumento dei prezzi dell'energia e delle materie prime - insieme a una stretta delle *supply chain* - sull'inflazione e la crescita.



**LE VALUTAZIONI**  
sono tornate  
a livelli che non  
vedevamo  
da molto tempo

### UTILI E VALUTAZIONE

Per quanto riguarda gli utili (grafico 6), l'ampiezza dei downgrade dipenderà dall'andamento dei prezzi delle materie prime, così come dalla durata della crisi. Anche le strozzature della *supply chain* restano un fattore di preoccupazione. Questi elementi hanno iniziato a pesare sulle stime degli utili. Per la prima volta da gennaio 2021, alcuni indicatori di revisione delle previsioni degli utili stanno diventando negativi.

Il fatto positivo è che le valutazioni sono tornate a livelli che non vedevamo da molto tempo, con uno sconto rispetto alle medie storiche vicino al 15% per lo STOXX 600.

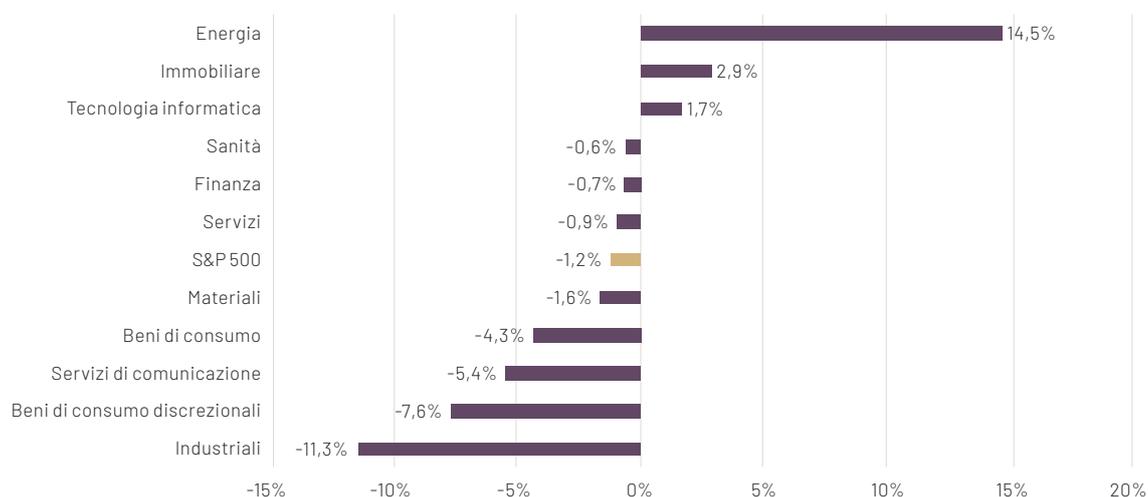
### STATI UNITI

Dal novembre 2021 il mercato statunitense era stato ampiamente penalizzato dalla crescita dei tassi a lungo termine. Una crescita legata all'aumento dei timori inflazionistici e ad una politica monetaria che si prevede diventerà molto meno accomodante.

Dall'inizio del conflitto ucraino, i mercati statunitensi hanno di nuovo sovraperformato, anche se la performance, su base annua, è vicina a quella dell'Europa. Gli Stati Uniti sono in effetti geograficamente lontani dal teatro del conflitto, l'economia statunitense è essenzialmente domestica e, soprattutto, beneficia di una quasi autonomia energetica.

Il mercato statunitense sembra essere meno esposto al rischio del conflitto, dato che la maggior parte delle grandi aziende statunitensi ha bilanci solidi, margini elevati e un buon potere di determinazione dei prezzi. La valutazione di questo mercato è tuttavia particolarmente sensibile ai tassi di interesse a lungo termine e le iniziative della Fed continueranno a giocare un ruolo determinante nell'evoluzione dei prezzi delle azioni. Il principale fattore di vulnerabilità risiede nei parametri di valutazione più elevati, sensibili ad un ulteriore aumento dei rendimenti obbligazionari, che si traducono in un premio al rischio azionario più contenuto.

GRAFICO 6: REVISIONI DEGLI UTILI DI S&P 500 DEL 1° TRIMESTRE 2022, %



Fonti: FactSet al 04.03.2022, Indosuez Wealth Management.



## EUROPA

L'Europa sarà la regione più colpita dalla guerra in Ucraina, data la sua dipendenza dalle importazioni di gas russo e le ripercussioni delle sanzioni economiche nei confronti della Russia (interruzioni delle *supply chain* e aumento dei prezzi dell'energia e delle materie prime). Finché la geopolitica dominerà i dibattiti, preferiamo restare relativamente cauti sui mercati europei. Anche se si sono già svalutati in misura sostanziale, e sono scambiati a buon mercato, l'impatto negativo sugli utili è ancora imprecisato e la visibilità sull'ampiezza dei prossimi downgrade degli utili è limitata. Detto questo, gli investitori devono tenere a mente che la recente correzione integra già le revisioni al ribasso previste.

## MERCATI EMERGENTI

L'attuale conflitto Ucraina/Russia esercita un'enorme pressione negativa sulle azioni asiatiche e su quelle cinesi in particolare. A partire dalla seconda settimana del conflitto, le azioni cinesi sono state colpite da una violenta ondata di panico, diffusasi a tutti i settori, amplificata dai *lockdown* mirati legati all'attuale esplosione dei casi di COVID-19 in Cina. In questo momento, non ci aspettiamo un vero e proprio *lockdown* a livello nazionale. Il quadro politico è più favorevole, dato che le autorità cinesi continuano ad essere orientate verso un allentamento monetario e fiscale, e sembrano aver deciso una pausa del giro di vite normativo. Ci aspettiamo un ulteriore sostegno fiscale (tagli delle imposte) e ulteriori misure di *monetary easing*, così come una messa a punto delle politiche nel settore immobiliare.

Nonostante le difficili condizioni di mercato, continuiamo a concentrare la nostra attenzione sui fondamentali aziendali e manteniamo una visione positiva per il 2022. Dopo le revisioni al ribasso degli utili degli ultimi mesi, l'Asia dovrebbe ancora offrire una crescita a doppia cifra degli utili per azione. Il rimbalzo del 15% registrato il 16 marzo dall'indice MSCI China rivela che il mercato aveva raggiunto livelli di pessimismo estremamente elevati.

## STILE: I TITOLI GROWTH E QUALITY SARANNO DECORRELATI?

Con una Fed in posizione aggressiva, abbinata ad un profilo *Growth* in rallentamento e a fattori tecnici deboli che richiedono un atteggiamento difensivo, la volatilità nel nuovo regime di mercato resterà elevata. Ciò rafforzerà la relativa attrattiva di fondamentali di qualità, come la visibilità, la stabilità, la resilienza e la bassa volatilità. Questo scenario è favorevole alle azioni *Quality*, che rappresentano ora il nostro stile preferito.

Lo stile *Value* ha un andamento schizofrenico con, da un lato una rapida svalutazione delle Auto, delle Banche e di altri titoli Ciclici come gli Industriali e, dall'altro lato una dinamica positiva nei settori Energia e Materiali, trainati dal forte rimbalzo dei prezzi delle materie prime. È su questa seconda parte che vogliamo mantenere la nostra attenzione. Questo stile resterà più volatile fin quando lo scenario sarà dominato dalla geopolitica, ma offre una certa attrattività, soprattutto se combinato con azioni *Quality* in una strategia Barbell.



La crisi ucraina ha spinto i mercati Forex a rimettere in discussione alcuni assunti, come la correlazione delle valute legate alle materie prime con la propensione al rischio, rendendo confuse le prospettive dell'euro, del dollaro e di altre valute di riserva. I maggiori effetti saranno avvertibili nel campo della gestione delle riserve, dove le sanzioni senza precedenti sulle riserve di valuta estera russe avranno implicazioni a lungo termine per tutte le scelte dei gestori di riserve.

## EUR

**I rischi sembrano orientati in maniera asimmetrica in favore della ripresa dell'euro.**

Il calo dell'euro registrato dall'inizio del conflitto in Ucraina è una reazione naturale a un evento così importante alle porte dell'area euro, ma la divisa è stata pesantemente colpita anche dalle prospettive di una minore crescita del PIL e di un aumento dei prezzi dell'energia. Il *momentum* macroeconomico relativo dovrebbe giocare contro l'euro, in quanto l'economia statunitense dovrebbe resistere meglio al doppio *shock* geopolitico e delle materie prime. Tuttavia, con un'inflazione già alta e in continuo aumento e un euro così debole, c'è un rischio crescente che la BCE voglia contrastare la tendenza inflattiva con la fine del *quantitative easing* e il ritorno in territorio positivo dei tassi d'interesse, che potrebbero rilanciare l'euro. Si tratta tuttavia soprattutto di una questione di tassi relativi, dato che la Fed dovrebbe aumentare i tassi molto più velocemente (vedi sotto). Ci sono chiari venti contrari a un forte apprezzamento dell'euro, ma nel breve termine pensiamo che i rischi si orienteranno in favore della valuta, a meno che il conflitto ucraino non peggiori significativamente.

## VALUTE LEGATE ALLE MATERIE PRIME

**Resilienti, fino a quando le cose non peggiorano.**

Gli investitori hanno notato la forza delle valute legate alle materie prime nell'area G10 (AUD, CAD, NOK, NZD) e fra gli EM (ZAR, BRL) nonostante l'atteggiamento significativamente *risk-off* dei mercati. In questa crisi, queste valute rappresentano un rifugio o una copertura? La loro forza è ben giustificata dagli alti prezzi delle materie prime, ma se questi ultimi continuano a salire (ad esempio, il petrolio sopra i 160 dollari al barile), la conseguente distruzione della domanda avrebbe un impatto così forte sulla crescita globale che le stesse valute tornerebbero a soffrire. È probabile che rimangano sostenute sia durante il conflitto che in caso di una sua risoluzione, ma in base alla forza già osservata, esse presentano solo opportunità tattiche, piuttosto che benefici di copertura.



Cresce il rischio  
che la  
**BCE**  
voglia contrastare  
l'inflazione

## USD

### L'aggressività della Fed non riesce a far crescere ulteriormente il dollaro.

L'atteggiamento meno accomodante della Fed, tale da riuscire persino a superare le aspettative del mercato, è stato inizialmente accolto da una performance poco brillante del dollaro, evidenziando quanto l'attenzione del mercato dei cambi sia stata deviata dai temi Fed/COVID-19 alla geopolitica. E il miglioramento del mercato, a metà marzo, ha supportato le altre valute rispetto al biglietto verde, nel breve termine. Gli osservatori più lucidi noteranno tuttavia che la Fed sta promettendo tassi vicini al 3% alla fine del 2023 e che la curva dei rendimenti è piatta: una prospettiva allettante, se le correzioni dovute al rischio iniziano a spingere gli investitori verso la liquidità.

## ORO

### Testare i massimi storici e trovare nuovi supporti di lungo periodo.

Il massimo storico dell'oro, appena oltre i 2.070 dollari per oncia, è stato testato mentre la rottura della soglia dei 2.000 dollari ha rapidamente portato il mercato in un clima volatile (grafico 7). Una resistenza tecnica *double-top* a 2.070 dollari e i tassi statunitensi in aumento creano venti contrari per l'oro, che molto probabilmente si intensificheranno se il conflitto sarà risolto.

D'altra parte, il prezzo di equilibrio a lungo termine del metallo ha guadagnato un sottile ma significativo supporto, in quanto le pesanti sanzioni sulle riserve di valuta estera della Russia hanno dimostrato che l'oro è l'unica valuta di riserva veramente liquida, svincolata dal clima politico, e potremmo anche assistere a un silenzioso aumento delle offerte dei gestori di riserve che sosterranno l'oro nel lungo periodo.

## CNY

### Primi passi come valuta di riserva globale, ma siamo ancora agli inizi.

Lo yuan cinese è finito sotto pressione per la prima volta da mesi, mentre i nuovi *lockdown* legati a un'impennata dei casi di COVID-19 hanno spaventato gli investitori del mercato azionario. La debolezza è tuttavia durata quanto la correzione azionaria, in quanto le autorità cinesi si sono impegnate a sostenere i mercati. Lo yuan ha peraltro recuperato leggermente. A quota 6,35 la forza dello yuan comincia a mostrare i suoi limiti: l'allentamento della politica monetaria cinese, rispetto alla stretta della politica monetaria negli Stati Uniti, inizierà infatti a pesare sugli investitori rivoltisi allo yuan per il rendimento reale. Vale anche la pena notare che lo yuan sembra aver fatto i suoi primi passi concreti come valuta di riserva globale, attraverso la crisi dell'Ucraina, anche se ha ancora molta strada da fare.

GRAFICO 7: SUPERAMENTO DELLE SOGLIE, PREZZI DELL'ORO IN USD PER ONCIA



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

## 07 • Asset Allocation

# SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE



Il conflitto genera  
una violenta  
impennata della  
**VOLATILITÀ**  
E UNA  
**CORREZIONE**  
DEL MERCATO

### SCENARIO MACROECONOMICO E MERCATI

- Il conflitto in Ucraina ha generato a una violenta impennata della volatilità e una correzione del mercato, con molte implicazioni a breve e medio termine.
- I prezzi delle materie prime, in significativo aumento e con il petrolio che sta già correggendo dai recenti massimi intorno ai 140 dollari, dovrebbero rimanere altamente volatili e stanno orientando al ribasso le aspettative macroeconomiche e le prospettive sui margini.
- Lo scenario di crescita è rivisto al ribasso, ciò penalizza l'Europa più degli Stati Uniti. Nell'area euro, la crescita del 2022 dovrebbe subire una flessione, passando dal 4% al 2,5% circa, mentre il calo negli Stati Uniti dovrebbe essere più limitato, (ma da un'ipotesi iniziale più bassa) dal 3,5% al 2,5 - 3%.
- Su base annua, dovremmo evitare una recessione globale ma, tecnicamente, la crescita del PIL trimestre su trimestre potrebbe ristagnare o diventare negativa nel secondo semestre, soprattutto in Europa. Questi numeri restano altamente incerti e dipendono dallo scenario: nei prossimi mesi, la resilienza delle spese dei consumatori e degli investimenti delle imprese saranno fondamentali per le prospettive di crescita globale.
- Le aspettative di inflazione su base annua sono state riviste al rialzo, a circa il 5-6% in Europa e negli Stati Uniti, con un'elevata incertezza per i mesi che verranno, a seconda della ricaduta dei prezzi dell'energia sull'inflazione *core*.
- Le banche centrali dovrebbero pertanto aumentare i tassi di interesse; la Fed ha deciso il primo rialzo e continuerà su questa strada per tutto l'anno, come evidenziato dalle ultime proiezioni del FOMC, promuovendo l'idea che la stabilità dei prezzi sia una condizione necessaria per una crescita sostenibile dell'economia statunitense. I mercati stanno finora comprando i *dot plot* del FOMC, con i Federal fund che raggiungeranno il 2,8% entro la fine del 2023, e l'esito dipenderà fortemente dalla capacità dell'economia statunitense di resistere agli attuali venti contrari e a rialzi dei tassi più rapidi.
- Queste prospettive più deboli potrebbero potenzialmente ridurre il periodo utile per gli aumenti dei tassi nel 2022, se la crescita dovesse perdere vigore a fine anno. In Europa, la BCE ha accelerato il *tapering* per accrescere la sua opzionalità, e aumentare i tassi prima del previsto qualora l'inflazione dovesse continuare a salire e, anche in questo caso, se la crescita resta positiva.
- Ci si attende che gli analisti rivedano al ribasso la crescita degli utili per il 2022: è infatti opinione comune che una correzione dell'1% sul PIL europeo porterà a un effetto negativo del 10% sugli utili, con una conseguente crescita annua a una cifra singola bassa nei mercati sviluppati (rispetto all'alta cifra singola prevista in precedenza). In termini settoriali, l'impatto sarà abbastanza asimmetrico, in quanto i settori *Value* come l'energia, i materiali, le banche, la sanità e la tecnologia dovrebbero resistere meglio degli industriali e dei beni di consumo, più inclini ad essere colpiti dalle pressioni sui margini.

- Gli *spread* delle aziende si sono ampliati in misura significativa in questa fase di esplosiva volatilità, senza aspettative di aumento dei default; questo fenomeno era già iniziato prima del conflitto ucraino e sembra legato ad una tendenza alla normalizzazione dei prezzi dovuta a rendimenti obbligazionari più elevati e alle decisioni delle banche centrali.

## STRATEGIA DI ALLOCAZIONE

- Questo nuovo contesto, caratterizzato da maggiori incertezze e da una revisione delle prospettive, giustifica un approccio neutrale al rischio, anche se molte cattive notizie sembrano già scontate e i mercati appaiono pronti a rimbalzare in risposta a qualsiasi notizia costruttiva proveniente dal conflitto in Ucraina o dalla politica cinese.
- A causa del rischio e degli aggiustamenti alle aspettative di crescita, nelle ultime settimane abbiamo ridotto il nostro grado di convinzione sulle azioni dell'area euro e abbiamo adottato una posizione più neutrale tra Europa e Stati Uniti, anche se l'Europa potrebbe riprendersi più velocemente nel breve termine. Nel frattempo, manteniamo la nostra convinzione di lunga data sulla Cina, che ha sofferto di recente ma beneficia di una maggiore crescita degli utili e di un migliore supporto politico.
- Rimaniamo orientati a lungo termine sulle nostre posizioni di credito, riconoscendo un severo *repricing*, ma senza un significativo peggioramento dei fondamentali; questa situazione inizia ad offrire rendimenti assoluti interessanti per i nuovi arrivati con un orizzonte a lungo termine e una filosofia di *carry*. Ciò dovrebbe dipendere dalle prospettive di crescita, dato che la recessione generalmente spinge gli *spread* più in alto.
- Questo contesto ha generato una rotazione nelle coperture macro a beneficio degli *inflation breakeven*, mentre le valute e l'oro sono vulnerabili a un *rally* di rimbalzo. La *duration* dei titoli di Stato è stata utile durante la fase di correzione, ma è vulnerabile al rapido cambiamento del regime di mercato, alle aspettative di inflazione più alte e ai previsti aumenti dei tassi. Nel ristretto club dei beni rifugio, l'oro dovrebbe comunque essere sempre sostenuto dall'attuale regime inflazionistico, nel caso in cui le banche centrali esitino ad aumentare i tassi.

## CONVINZIONI CHIAVE

	GIUDIZIO TATTICO (CT)	GIUDIZIO STRATEGICO (LT)
<b>REDDITO FISSO</b>		
<b>TITOLI DI STATO</b>		
Decennale Core EUR(Bund)	=/-	=
Periferici EUR	=	=/-
2A US	=/-	=
10A US	=/-	=
EUR breakeven inflazione	=	=
US breakeven inflazione	=	=
<b>CREDITO</b>		
Investment grade EUR	+	=/+
High yield EUR/BB- e >	=/+	=/+
High yield EUR/B+ e <	=	=
Obbl. finanziarie EUR	=/+	=/+
Investment grade USD	+	=/+
High yield USD/BB- e >	=	=/+
High yield USD/B+ e <	=	=
<b>DEBITO EMERGENTE</b>		
Debito sovrano in valuta forte	=	=/+
Debito sovrano in valuta locale	=/-	=
Credito Am. Latina USD	=/-	=/-
Credito Asia USD	=/+	=
Obbl. cinesi CNY	=	=/+
<b>AZIONI</b>		
<b>REGIONI GEOGRAFICHE</b>		
Europa	-/=	=
Stati Uniti	=/+	=/+
Giappone	-/=	-/=
America Latina	-/=	=
Asia escluso Giappone	=	=
Cina	=/+	+
<b>STILI</b>		
Growth	=	+
Value	=/+	=
Quality	=/+	=
Ciclici	-/=	=
Difensivi	-/=	-/=
<b>CAMBI</b>		
Stati Uniti (USD)	=	=/-
Area Euro (EUR)	=	=/+
Regno Unito (GBP)	=/-	=
Svizzera (CHF)	=	=
Giappone (JPY)	=/-	=
Brasile (BRL)	=/+	=
Cina (CNY)	=/-	+
Oro (XAU)	=	=

Fonte: Indosuez Wealth Management.



DATI AGGIORNATI AL 17 MARZO 2022

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	2,17%	20,91	66,05
Francia 10A	0,83%	13,10	63,80
Germania 10A	0,38%	15,30	56,40
Spagna 10A	1,33%	11,20	76,30
Svizzera 10A	0,40%	12,80	53,20
Giappone 10A	0,20%	-1,90	13,60

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	36,92	-7,91%	-5,86%
Titoli di Stato in EUR	212,90	-0,44%	-2,59%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	202,98	-2,20%	-4,99%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	316,10	-0,60%	-4,91%
Titoli di Stato USA	309,75	-1,15%	-3,29%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	46,07	-6,16%	-9,67%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	1,0393	-0,61%	0,17%
GBP/USD	1,3149	-3,43%	-2,83%
USD/CHF	0,9371	1,81%	2,65%
EUR/USD	1,1091	-2,38%	-2,45%
USD/JPY	118,60	3,18%	3,06%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	25,67	-2,44	8,45

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	4.411,67	0,72%	-7,44%
FTSE 100 (Regno Unito)	7.385,34	-2,02%	0,01%
Stoxx Europe 600	450,49	-3,03%	-7,65%
Topix	1.899,01	-1,67%	-4,68%
MSCI World	2.981,31	-0,92%	-7,75%
Shanghai SE Composite	4.237,70	-8,46%	-14,22%
MSCI Emerging Markets	1.120,93	-9,81%	-9,02%
MSCI Latam (America Latina)	2.441,51	2,67%	14,63%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	230,70	-20,63%	-16,32%
MSCI Asia Ex Japan	717,52	-8,92%	-9,09%
CAC 40 (Francia)	6.612,52	-4,81%	-7,56%
DAX (Germania)	14.388,06	-5,76%	-9,42%
MIB (Italia)	24.123,58	-9,55%	-11,79%
IBEX (Spagna)	8.412,00	-2,99%	-3,46%
SMI (Svizzera)	12.061,87	-0,11%	-6,32%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	4.920,00	2,84%	8,18%
Oro (USD/Oncia)	1.942,89	2,34%	6,22%
Greggio WTI (USD/Barile)	102,98	12,23%	36,92%
Argento (USD/Oncia)	25,58	7,16%	9,56%
Rame (USD/Tm)	10.243,00	3,16%	5,38%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	4,99	11,23%	33,78%

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

	DICEMBRE 2021	GENNAIO 2022	FEBBRAIO 2022	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (17 MARZO 2022)
MIGLIORI	-0,83%	7,29%	4,73%	2,67%	14,63%
	-1,56%	2,43%	0,39%	0,72%	0,01%
	-2,30%	1,08%	-0,08%	-0,92%	-4,68%
	-2,46%	-1,93%	-0,47%	-1,67%	-7,44%
	-2,64%	-3,12%	-2,40%	-2,02%	-7,65%
	-3,40%	-3,88%	-2,65%	-3,03%	-7,75%
	-3,64%	-4,84%	-3,06%	-8,46%	-9,02%
	-3,92%	-5,26%	-3,14%	-8,92%	-9,09%
	-4,14%	-5,34%	-3,36%	-9,81%	-14,22%
PEGGIORI	-7,05%	-7,62%	-10,33%	-20,63%	-16,32%

Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.  
La performance passata non è una garanzia di risultati futuri.



**AIE:** Agenzia internazionale dell'energia.

**BCE:** La Banca centrale europea che governa la politica monetaria dell'euro e degli Stati membri dell'euro.

**Blockchain:** Tecnologia per l'archiviazione ed il trasferimento di informazioni. Assume la forma di una banca dati che può essere condivisa simultaneamente con tutti i suoi utenti e che, in generale, non dipende da alcun organo centrale.

**BLS:** Bureau of Labor Statistics.

**BNEF:** Bloomberg New Energy Finance.

**Brent:** Petrolio greggio estratto nella parte britannica del Mare del nord, spesso utilizzato come prezzo di riferimento per il petrolio in Europa.

**Ciclici:** Ciclici si riferisce ai titoli di aziende il cui andamento dipende dalle variazioni subite dall'economia nel suo complesso. Questi titoli rappresentano società i cui profitti sono più alti quando l'economia è prospera.

**CPI (indice dei prezzi al consumo):** Il CPI stima il livello generale medio dei prezzi sostenuto da una famiglia tipo per l'acquisto di un paniere di beni e servizi. Il CPI è lo strumento più comunemente utilizzato per misurare il livello dell'inflazione.

**Deflazione:** Opposto dell'inflazione. Diversamente da quest'ultima, si distingue per un calo duraturo ed autosostenuto del livello generale dei prezzi.

**Difensivi:** Difensivi si riferisce ai titoli delle aziende più o meno immuni al mutare delle condizioni economiche.

**Duration:** Misura la sensibilità di un'obbligazione o di un fondo obbligazionario alle variazioni dei tassi di interesse. Più la *duration* di un'obbligazione è lunga, più il prezzo di tale obbligazione è sensibile alle variazioni dei tassi di interesse.

**EBIT (Earnings Before Interests and Taxes):** Sigla anglosassone che indica l'utile risultato prima dell'applicazione delle imposte e degli oneri finanziari. Dall'utile sottrae le spese operative, pertanto corrisponde al risultato operativo.

**EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation):** All'utile netto aggiunge gli interessi, le imposte, la svalutazione e le quote di ammortamento. Viene utilizzato per misurare la redditività operativa di un'azienda prima delle spese non operative e degli oneri non monetari.

**Economia di scala:** Riduzione del costo unitario di un prodotto che ottiene un'impresa aumentando i volumi di produzione.

**EPS (Earnings Per Share):** Sigla anglosassone che indica l'utile utile per azione.

**ESG:** Sistema di *rating* extra-finanziario delle imprese incentrato sulle sfere Ambientale, Sociale e di Governance, che consente di valutare la sostenibilità e l'impatto etico di un investimento in una società.

**Fed:** Riserva federale americana, vale a dire la banca centrale degli Stati Uniti.

**FMI:** Fondo monetario internazionale.

**FOMC (Federal Open Market Committee):** È il comitato di politica monetaria della Riserva federale americana.

**Gig economy:** Sistema caratterizzato da posti di lavoro flessibili, temporanei od autonomi.

**Giapponesizzazione dell'economia:** Fase di stagnazione che ha segnato l'economia giapponese negli ultimi trent'anni. L'espressione viene in genere utilizzata con riferimento al timore degli economisti che altri paesi sviluppati seguano la medesima tendenza.

**Growth:** Stile *Growth* si riferisce ad aziende per le quali è attesa una crescita del fatturato e degli utili a tassi superiori alla media del mercato. Di conseguenza, i titoli *Growth* sono in genere caratterizzati da valutazioni più elevate rispetto a quelle del mercato nel suo complesso.

**Inflazione di pareggio (o «inflation breakeven» in inglese):** Livello di inflazione al quale i rendimenti delle obbligazioni nominali e di quelle indicizzate all'inflazione (di scadenza e qualità identiche) sono in equilibrio. In altre parole, è il livello di inflazione al quale un investitore può indifferentemente scegliere di detenere un'obbligazione nominale od un'obbligazione indicizzata all'inflazione. Rappresenta pertanto le previsioni inflazionistiche in una regione geografica per una determinata scadenza.

**IPCC:** Gruppo intergovernativo sul cambiamento climatico.

**IRENA:** Agenzia internazionale per le energie rinnovabili.

**ISM:** Institute for Supply Management

**Metaverso:** Un metaverso (dall'inglese *metaverse*, contrazione di *meta universe*, ossia meta-universo) è un mondo virtuale fittizio. Il termine viene comunemente utilizzato per descrivere una futura versione di Internet dove degli spazi virtuali, permanenti e condivisi, sono accessibili tramite interazione 3D.

**Mix di politica:** Strategia economica che uno Stato adotta a seconda del contesto e dei propri obiettivi, e che consiste essenzialmente nel combinare politica monetaria e politica fiscale.

**OCSE:** Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico.

**Oligopolio:** Una situazione che si verifica quando sono presenti pochi offerenti (venditori) che producono un bene omogeneo, e un numero elevato di richiedenti (acquirenti).

**OMC:** Organizzazione Mondiale del Commercio.

**OPEC:** Organizzazione dei paesi produttori di petrolio.

**OPEC+:** È costituito da paesi dell'OPEC e da 10 altri paesi tra cui Russia, Messico e Kazakistan.

**PIL (prodotto interno lordo):** Il PIL misura la produzione annua di beni e servizi di un paese da parte degli operatori residenti nel territorio nazionale.

**PMI:** Indice dei direttori agli acquisti (Purchasing Manager Index in inglese).

**Pricing power:** Espressione della lingua inglese che designa la capacità di un'impresa o di un marchio di aumentare i prezzi, senza che tale incremento influisca sulla domanda per i suoi prodotti.

**Punti base (pb):** 1 punto base = 0,01%.

**Quality:** Titoli *Quality* si riferisce ad aziende con profitti più elevati ed affidabili, debito basso e altre misure di utili stabili e una solida governance. Le caratteristiche comuni dei titoli *Quality* sono l'alto livello di redditività del patrimonio netto, del debito rispetto al patrimonio netto e di variabilità degli utili.

**Quantitative easing (QE):** Termine inglese che indica lo strumento di politica monetaria che consiste nell'acquisto di titoli da parte della Banca centrale europea allo scopo di iniettare liquidità nell'economia.

**SEC (Securities and Exchange Commission):** Il SEC è un organismo federale statunitense responsabile del corretto funzionamento dei mercati mobiliari statunitensi.

**Spread (per Spread di credito):** È la differenza tra due attivi, generalmente i tassi di interesse, ad esempio quelli delle obbligazioni corporate e del titolo di Stato.

**SRI:** Investimenti sostenibili e responsabili.

**Stagflazione:** Si parla di stagflazione quando un'economia sperimenta simultaneamente un aumento dell'inflazione e una stagnazione della produzione economica.

**Stagnazione secolare:** La stagnazione secolare designa un periodo prolungato di crescita economica debole o assente.

**Tasso swap d'inflazione 5 anni tra 5 anni:** Indica dove si attesteranno tra cinque anni le previsioni inflazionistiche a cinque anni. Mostra quindi come possono evolvere in futuro tali previsioni.

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

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

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

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

## DICHIARAZIONE DI ESCLUSIONE DI RESPONSABILITÀ

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

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

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

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

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

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

La data rilevante del presente documento è, salvo diversa indicazione, la data di redazione indicata nell'ultima pagina della presente dichiarazione. Le informazioni contenute nel presente documento sono basate su fonti ritenute affidabili. Facciamo del nostro meglio per garantire l'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 eroghino altri servizi in cui un'Entità o il Gruppo Crédit Agricole hanno o potrebbero avere un interesse diretto o indiretto, l'Entità darà la priorità all'interesse dell'investitore.

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

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

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

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

- **in Spagna:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, operante sotto la supervisione del Banco de Espana (www.bde.es) e della Commissione Nazionale del Mercato Azionario (Comision Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), come filiale di CA Indosuez Wealth (Europe), istituto di credito debitamente registrato in Lussemburgo e operante sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF). Indirizzo: Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Spagna), registrata presso il Banco de Espana con il numero 1545. Immatricolata presso il Registro del Commercio e delle Società di Madrid con il numero T 30.176.F 1,S 8, H M-543170, CIF (Codice di identificazione fiscale): W-0182904-C.

- **in Belgio:** l'Opuscolo è distribuito dalla filiale per il Belgio di CA Indosuez Wealth (Europe), con sede al 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgio, immatricolata presso il Registro delle Società di Bruxelles con il numero 0534 752 288, registrata nel Banque-Carrefour des Entreprises (database delle aziende belghe) con partita IVA n. 0534.752.288 (RPM Brussels), filiale di CA Indosuez Wealth (Europe), società con sede sociale in 39 allée Scheffer L-2520 Lussemburgo, immatricolata presso il Registro delle Società del Lussemburgo con il numero B91.986 e operante come istituto di credito autorizzato con sede in Lussemburgo sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF).

- **in Italia:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe), Italy Branch con sede in Piazza Cavour 2, Milano, Italia, iscritta all'Albo delle Banche n. 8097, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano, Monza Brianza e Lodi n. 97902220157;

- **nell'Unione europea:** l'Opuscolo può essere distribuito da Entità di Indosuez Wealth Management autorizzate a tale scopo nell'ambito della Libera prestazione di servizi;

- **nel Principato di Monaco:** l'Opuscolo è distribuito da CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1<sup>er</sup> - 98000 Monaco, iscritta nel Registro di commercio e dell'industria del Principato di Monaco con il numero 56S00341, certificazione : CE/2012-08;

- **in Svizzera:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Geneva e da CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano e dalle loro filiali e/o agenzie svizzere. L'Opuscolo costituisce materiale di marketing e non costituisce il prodotto di un'analisi finanziaria nell'accezione delle direttive dell'Associazione Svizzera dei Banchieri (ASB) in relazione all'indipendenza delle analisi finanziarie ai sensi del diritto svizzero. Di conseguenza, tali direttive non sono applicabili all'Opuscolo;

- **a Hong Kong Regione amministrativa speciale:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, 29<sup>th</sup> floor Pacific Place, 88 Queensway. Nessuna delle informazioni contenute nell'Opuscolo costituisce una raccomandazione d'investimento. L'Opuscolo non è stato sottoposto alla Securities and Futures Commission (SFC) né a qualsivoglia altra autorità di regolamentazione di Hong Kong. L'Opuscolo ed i prodotti menzionati al suo interno non sono stati autorizzati dalla SFC nell'accezione di cui alle sezioni 103, 104, 104A o 105 della Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) (SFO). L'Opuscolo può essere distribuito unicamente a investitori professionali (come definito dalla SFO e dalle Securities and Futures (Professional Investor) Rules (Cap. 571D));

- **a Singapore:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapore 068912. A Singapore, l'Opuscolo è destinato unicamente a soggetti considerati «High Net Worth Individual» ai sensi della Linea guida n. FAA-007 della Monetary Authority of Singapore, ovvero a investitori accreditati, investitori istituzionali o investitori esperti, secondo la definizione del Securities and Futures Act, Sezione 289 di Singapore. Per qualsiasi domanda relativa all'Opuscolo, i destinatari a Singapore possono contattare CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch;

- **a Dubai:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower - Level 13 Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423, Emirati Arabi Uniti. CA Indosuez (Switzerland) SA opera negli Emirati Arabi Uniti (EAU) tramite il suo ufficio di rappresentanza, sottoposto all'autorità di vigilanza della banca centrale degli EAU. Ai sensi delle norme e dei regolamenti applicabili negli EAU, l'ufficio di rappresentanza di CA Indosuez (Switzerland) SA non può espletare alcuna attività bancaria. L'ufficio di rappresentanza può unicamente commercializzare e promuovere le attività ed i prodotti di CA Indosuez (Switzerland) SA. L'Opuscolo non costituisce un'offerta rivolta a un particolare soggetto o al pubblico generale, né un invito a presentare un'offerta. Esso è distribuito su base privata e non è stato rivisto o approvato dalla banca centrale degli EAU né da altre autorità di regolamentazione degli Emirati Arabi Uniti;

- **ad Abu Dhabi:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Ufficio di rappresentanza, Zayed - The 1<sup>st</sup> Street - Al Muhairy Center, Office Tower, 4<sup>th</sup> Floor, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Emirati Arabi Uniti. CA Indosuez (Switzerland) SA opera negli Emirati Arabi Uniti (EAU) tramite il suo ufficio di rappresentanza, sottoposto all'autorità di vigilanza della banca centrale degli EAU. Ai sensi delle norme e dei regolamenti applicabili negli EAU, l'ufficio di rappresentanza di CA Indosuez (Switzerland) SA non può espletare alcuna attività bancaria. L'ufficio di rappresentanza può unicamente commercializzare e promuovere le attività ed i prodotti di CA Indosuez (Switzerland) SA. L'Opuscolo non costituisce un'offerta rivolta a un particolare soggetto o al pubblico generale, né un invito a presentare un'offerta. Esso è distribuito su base privata e non è stato rivisto o approvato dalla banca centrale degli EAU né da altre autorità di regolamentazione degli Emirati Arabi Uniti;

- **altri paesi:** la distribuzione della presente pubblicazione potrebbe inoltre essere limitata da leggi e regolamenti in vigore in altri paesi. I soggetti in possesso della presente pubblicazione devono informarsi sulle eventuali restrizioni legali e rispettarle.

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

© 2022, CA Indosuez (Switzerland) SA - Tutti i diritti riservati.

Crediti fotografici: iStock.

Finito di redigere il 22.03.2022.



