



# MONTHLY HOUSE VIEW

Marzo 2023

Energie rinnovabili: una nuova era

• **Sommario**

01• Editoriale OCCHI SUL PALLONE	P3
02• Focus ENERGIE RINNOVABILI: UNA NUOVA ERA	P4
03• Macroeconomia PREPARARSI ALL'ATTERRAGGIO NEL 2024	P6
04• Reddito fisso LA MACROECONOMIA GUIDA LE BANCHE CENTRALI: SORPRENDENTE, VERO?	P8
05• Azioni EUFORIA SUI MERCATI AZIONARI?	P10
06• Cambi IL RIMBALZO DEL BIGLIETTO VERDE	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,

A febbraio, l'attenzione dei media si è concentrata sull'avvistamento di un pallone aerostatico cinese, che ha sorvolato il territorio degli Stati Uniti ed il cui abbattimento ha fatto tramontare le speranze di una distensione nelle relazioni sino-americane. In realtà, non si tratta del primo evento di questo tipo. Tra marzo 2021 e agosto 2022 sono stati individuati ben 163 palloni nello spazio aereo statunitense. I due Paesi si accusano reciprocamente di spionaggio. A differenza del pallone di febbraio, la deglobalizzazione, o meglio la regionalizzazione, continua la sua ascesa.

Un importante passo avanti in questa direzione è stata la firma del Partenariato economico globale regionale (RCEP - Regional Comprehensive Economic Partnership), a cui aderiscono quindici paesi della regione Asia-Pacifico e che rappresenta un terzo della popolazione, del PIL e del commercio globale. Oltre il 50% degli scambi commerciali dei Paesi aderenti all'accordo avviene oggi nella regione e la percentuale continua a salire.

Un'altra tendenza in accelerazione è quella della diversificazione dell'offerta, in particolare dopo la crisi del COVID-19. Un esempio illuminante in questo senso sono le forniture di gas all'Europa. Sostanzialmente dipendente dalla Russia fino al 2022, il Vecchio Continente ha ora diversificato le fonti di approvvigionamento, importando gas naturale liquefatto (GNL) dagli Stati Uniti e dall'Africa.

La questione fondamentale è se la diversificazione dell'approvvigionamento di gas in Europa e la crisi energetica siano in contrasto con la transizione energetica e la diversificazione verso le rinnovabili. La maggior parte del gas statunitense viene estratto ricorrendo al *fracking*, una tecnologia vietata in molti paesi dell'Unione Europea per motivi ambientali. Il GNL statunitense consuma inoltre più energia rispetto al gas russo, avviato verso l'Europa tramite gasdotto, poiché deve essere raffreddato e pressurizzato prima di essere trasportato attraverso l'Atlantico.

Sebbene la riapertura dell'economia globale dopo il COVID-19 abbia inciso negativamente sul clima e sulle emissioni di CO<sub>2</sub>, la transizione energetica è comunque in atto.

Anche se si stima che le emissioni di CO<sub>2</sub> da combustibili fossili siano aumentate dell'1% tra il 2021 e il 2022, toccando il livello più alto mai registrato, si ritiene che nel 2022 il livello di tali emissioni sia diminuito sia in Cina che nell'UE. Nel 2021, la Cina ha costruito tanti parchi eolici *offshore* quanti ne sono stati realizzati nel resto del mondo negli ultimi cinque anni e il Paese ospita ora metà di questi impianti a livello globale. Ma la sfida principale per il nostro futuro è probabilmente il raggiungimento dell'indipendenza nei metalli e nelle terre rare, fondamentali per la transizione energetica. Da questo punto di vista, l'episodio del pallone spia è solo un pretesto, che illustra il ritmo crescente della regionalizzazione e la conseguente differenziazione dei concorrenti.

L'incidente non si è ancora del tutto sgonfiato, ma restiamo ottimisti sul fatto che quest'anno l'economia si dimostrerà più resiliente del previsto. In un contesto economico più solido di quanto ipotizzato solo pochi mesi fa, due Paesi continuano ad offrire sorprese positive:

- In primo luogo la Cina, con la riapertura della sua economia dopo tre anni di *lockdown*. La ripresa del Paese è guidata dalla domanda, piuttosto che dagli investimenti. A nostro avviso, l'eccesso di risparmio delle famiglie cinesi è un fattore di traino per i consumi e gli investimenti sui mercati finanziari, in quanto la popolazione cerca di diversificare i propri risparmi in vista della pensione.
- In secondo luogo gli Stati Uniti, che finora hanno resistito sorprendentemente bene alle pressioni derivanti dai rialzi dei tassi di interesse. Le famiglie statunitensi continuano a mostrare fiducia e a consumare, in un contesto di disoccupazione estremamente bassa.

L'impennata del mercato azionario registrata da inizio anno ha probabilmente prezzato in larga misura questi miglioramenti e, per questo, rimaniamo tatticamente cauti e aspettiamo un rallentamento prima di reinvestire.

Mi auguro che apprezzerete questa nuova pubblicazione e la sua analisi dettagliata delle nostre convinzioni e delle sfide della transizione energetica.

Bénédicte KUKLA  
Senior Investment  
Officer

Lucien COLLE  
ESG Analyst

In un contesto in cui le emissioni globali di gas serra restano a livelli record e l'autonomia energetica diventa sempre più strategica, gli sforzi per aumentare le capacità delle fonti rinnovabili si stanno moltiplicando in tutto il mondo e in tutti i settori. Per gli investitori, si prevede un aumento delle emissioni e della domanda di obbligazioni verdi.



RINNOVABILI:  
**90%**  
di crescita  
della capacità  
elettrica globale

#### LE RINNOVABILI DOPO LA CRISI ENERGETICA

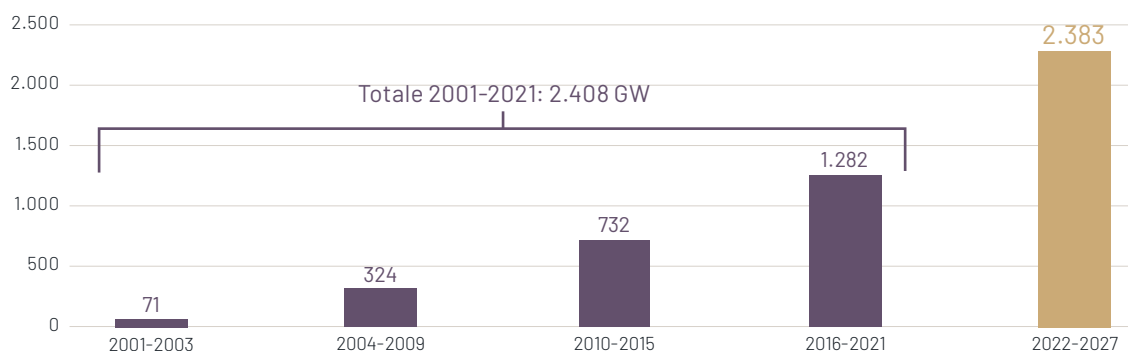
La crisi energetica sembra perdere vigore: i prezzi del gas naturale sono ora del 30% inferiori ai livelli prebellici. Le scorte europee di gas naturale sono sufficientemente elevate, grazie agli sforzi per ridurre i consumi dei consumatori e delle amministrazioni pubbliche (superiori a quelli delle grandi industrie) e ad un inverno più mite. Nel 2023 l'Europa disporrà di altri reattori nucleari, che consentiranno di alleggerire la pressione sull'approvvigionamento energetico. Le sfide tuttavia persistono, poiché le scorte devono rimanere alte e un'estate più calda in Asia potrebbe accrescere le tensioni sui prezzi, ma il rischio più elevato riguarda l'inflazione più che la sopravvivenza economica.

Indipendentemente dai combustibili fossili, la transizione verso le rinnovabili sta diventando sempre più importante, per motivi sanitari, economici e politici (autonomia strategica). Inoltre, nel 2023, i prezzi alla pompa dovrebbero rimanere al di sopra delle medie storiche (a causa delle carenze strutturali dell'OPEC, del deficit di approvvigionamento dalla Russia e degli elevati costi di raffinazione), accrescendo ulteriormente la domanda di veicoli elettrici, insieme ai sussidi governativi.

#### ENERGIE RINNOVABILI: VENTI DI CAMBIAMENTO

Secondo le previsioni dell'Agenzia Internazionale dell'Energia (AIE), nel periodo 2022-2027, le rinnovabili dovrebbero crescere di quasi 2.400 GW (Grafico 1), un volume pari all'intera capacità elettrica installata della Cina. Si tratta di un'accelerazione dell'85% rispetto ai cinque anni precedenti. Si prevede che, nel periodo preso in esame, le fonti rinnovabili rappresenteranno oltre il 90% dell'espansione della capacità elettrica globale. Questa revisione al rialzo è dovuta principalmente all'attuazione delle politiche e delle riforme esistenti, nonché all'introduzione di nuove politiche, accelerata dalla crisi energetica. In particolare, le ambizioni combinate di Cina, Europa e Stati Uniti sono i principali motori di questa nuova spinta verso le rinnovabili. In termini di singole fonti energetiche, si prevede che la capacità installata di solare fotovoltaico supererà quella del carbone entro il 2027 (raggiungendo il 22% della capacità energetica rispetto all'attuale 13%), per diventare la prima fonte mondiale (IEA). Anche la capacità eolica globale dovrebbe raddoppiare. L'energia idroelettrica rappresenta il 40% della capacità di generazione rinnovabile installata e la quota maggiore di generazione rinnovabile globale, ma la sua crescita dovrebbe essere limitata. Si prevede che nel 2023 i costi di installazione dei parchi solari ed eolici rimarranno più alti rispetto ai livelli pre-pandemia, a causa dei prezzi elevati delle materie prime, ma saranno ancora competitivi, tenendo conto dell'aumento dei prezzi dei combustibili fossili.

GRAFICO 1: IMPEGNO GLOBALE SENZA PRECEDENTI PER LE ENERGIE RINNOVABILI, GW



Fonti: Agenzia internazionale per l'Energia (AIE), Indosuez Wealth Management.

## LA CORSA ALLE RINNOVABILI

### Cina: la migliore posizione per ottenere risultati

Il 1° giugno 2022, la Cina ha reso noto il suo 14° piano quinquennale per lo sviluppo delle energie rinnovabili, che delinea la tabella di marcia del Paese per il periodo 2021-2025. Il suo obiettivo è che il 25% del consumo di energia primaria cinese sia soddisfatto entro il 2030 da combustibili non fossili. In passato, la Cina ha sempre superato tutti i suoi obiettivi di sviluppo in materia di energie rinnovabili e oggi ha bisogno di ridurre i propri livelli di inquinamento atmosferico attraverso misure di elettrificazione. Nel complesso, la sua posizione dominante nelle materie prime (Grafico 2) e nella produzione consente alla Cina di detenere una quota di mercato globale dell'80% nella produzione di celle solari. Per quanto riguarda i parchi eolici, il 45% della capacità eolica *offshore* mondiale è ora installata in Cina.



IL 45%  
DELLA CAPACITÀ  
EOLICA OFFSHORE  
MONDIALE  
è ora installato  
in Cina

### Stati Uniti: autonomia strategica e ritorno della politica industriale

L'*Inflation Reduction Act* (IRA) è destinato ad essere uno dei più importanti atti legislativi sul clima emanati dal Congresso degli Stati Uniti. La parte dell'IRA dedicata al clima (369 miliardi di dollari) comprende l'estensione dei crediti d'imposta per le energie rinnovabili fino al 2032, offrendo una visibilità a lungo termine senza precedenti per i progetti eolici e solari fotovoltaici, nonché un forte incentivo a riportare la produzione negli Stati Uniti. Nel breve termine, tuttavia, Stati Uniti ed Europa continueranno a dipendere dalle importazioni cinesi per le loro ambizioni solari, accrescendo le tensioni sui prezzi dei materiali e sul piano politico.

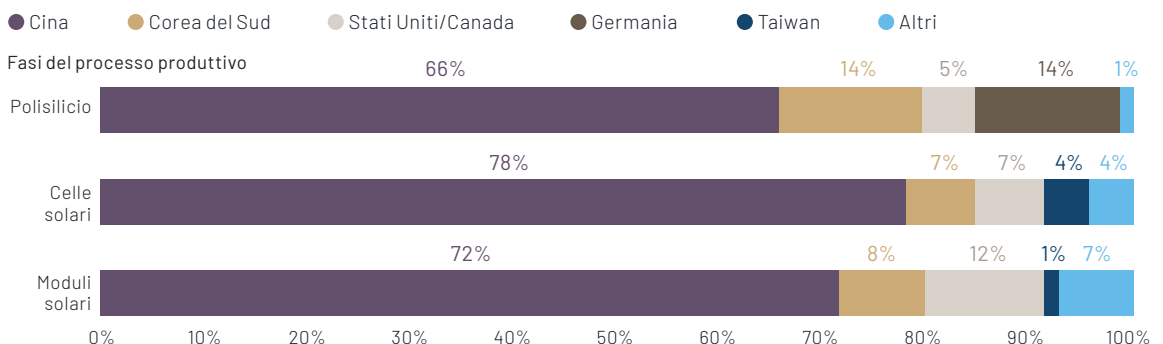
### Europa: ambizioni solide, ma vulnerabilità ai fornitori

Il programma *RePowerEU 2022* mira a diversificare le fonti energetiche, a ridurre il consumo di energia e ad accelerare la transizione verso l'energia pulita. Il programma punta ad accrescere la quota delle rinnovabili nel consumo finale di energia, portandola al 45% nel 2030, con un pacchetto di investimenti di 210 miliardi di euro da qui al 2027. Alcuni ostacoli potrebbero tuttavia limitare l'espansione delle rinnovabili in Europa: in particolare, in particolare la necessità che il meccanismo di tariffazione dell'elettricità rimanga attraente per i nuovi produttori e che vengano eliminate alcune barriere amministrative.

### PRINCIPALI CONCLUSIONI PER GLI INVESTITORI

Nel 2023, le materie prime dovrebbero rimanere sotto pressione, in particolare i metalli. Tuttavia, con la crescita esponenziale degli investimenti nelle energie rinnovabili, si prevede un aumento dell'emissione e della domanda di *green bond*. Con il ritorno del rendimento, l'interesse per le obbligazioni è cresciuto (Reddito fisso, pagina 8), mentre i *green bond* beneficiano di una maggiore trasparenza, di un posizionamento *investment grade* ancora prevalente e di una base di emittenti diversificata. Riteniamo che il posizionamento dei nuovi acquisti della Banca Centrale Europea (BCE) dedicati agli emittenti *corporate* con una migliore performance climatica e ai *green bond corporate*, dovrebbero essere di supporto ai *green bond*, sia in termini di volumi che di performance. Infine, la nuova spinta in Europa, in particolare verso la definizione delle attività verdi (tassonomia UE), aumenterà la visibilità degli investitori in questo campo, ridurrà il bacino degli emittenti e farà indirettamente pressione sui prezzi degli investimenti verdi, sia sui mercati obbligazionari che azionari.

GRAFICO 2: IL PREDOMINIO DELLA CINA NELLA CATENA DI PRODUZIONE DEI PANNELLI SOLARI, 2019, %



Fonti: Bloomberg NEF, Indosuez Wealth Management.



Lucas MERIC  
Investment Strategy  
Analyst

Sulla scia di una dinamica di sorprese economiche positive, abbiamo rivisto al rialzo il nostro scenario economico globale, portando la crescita al 2,4% per il 2023. L'economia statunitense può contare su un mercato del lavoro ancora vivace, mentre la riapertura della Cina andrà a vantaggio soprattutto dei servizi interni e dei paesi limitrofi, nonché in misura minore dell'Europa. La maggior parte dell'impatto negativo della politica monetaria sulla crescita del PIL diventerà più visibile con l'avvicinarsi del 2024.

#### STATI UNITI: PREPARARSI ALL'ATTERRAGGIO

Nonostante la Federal Reserve (Fed) abbia aumentato i tassi di 425 punti base (pb) nel 2022, le vendite al dettaglio di gennaio 2023 hanno riservato un'ulteriore sorpresa (+3% su base mensile (m/m), ben al di sopra delle attese del mercato dell'1,8%), mentre l'indice di fiducia dei consumatori dell'Università del Michigan di febbraio ha continuato a recuperare (a 66,4 contro 64,9 di gennaio). Questo miglioramento del *sentiment* è dovuto in parte al calo dei prezzi (in particolare di auto e biglietti aerei), mentre il prezzo medio della benzina è sceso del 27% da giugno 2022. Di conseguenza, le aspettative inflazionistiche dei consumatori statunitensi a 12 mesi (misurate dalla Fed di New York) sono scese sotto il 5% per la prima volta da agosto 2021. Tuttavia, il punto focale per l'andamento dei consumi statunitensi rimane la forza del mercato del lavoro.

La domanda è se gli Stati Uniti possano entrare in recessione con un tasso di disoccupazione (3,4%) ai minimi da 50 anni e con posti di lavoro non agricoli pari a 517.000 unità a gennaio (contro le 185.000 previste).

In un mercato del lavoro statunitense sempre forte (con ancora due posti di lavoro disponibili per ogni disoccupato), i salari hanno continuato a crescere a gennaio, anche se ad un ritmo più lento (4,4% su base annua). Il vigore del mercato del lavoro e il continuo ricorso al finanziamento con carta di credito (a gennaio, la spesa con carta di credito e di debito BofA per famiglia è aumentata del 5,1% annuo) fanno prevedere un livello di consumi ancora sostenuto nel primo semestre del 2023. Verso la metà del 2023, quando l'impatto dei rialzi dei tassi si diffonderà ulteriormente nell'economia reale, i consumi dovrebbero iniziare ad essere più contenuti.

Il processo disinflazionistico è in corso negli Stati Uniti, poiché l'impatto della carenza di offerta post-pandemia sui prezzi dei beni e delle abitazioni dovrebbe ridursi. Tuttavia, l'inflazione rimarrà persistente grazie al continuo dinamismo del settore dei servizi (ISM non manifatturiero a 55,2 in gennaio) e all'occupazione, due elementi che depongono a favore di una Fed più aggressiva di quanto previsto dai mercati.



#### STATI UNITI:

con un tasso  
di disoccupazione  
al **3,4%**, i consumi  
potrebbero  
reggere

## EUROPA: UNA STORIA DI RESILIENZA

In Europa, le sorprese economiche sono aumentate notevolmente negli ultimi mesi, sostenute dal calo dei prezzi del gas naturale (al di sotto dei livelli precedenti al conflitto in Ucraina) e dalla riapertura della Cina. A metà febbraio, il PMI (Indice dei direttori degli acquisti) dei servizi ha continuato a recuperare (a 50,8) mentre quello del settore manifatturiero ha continuato a contrarsi (48,8). L'indice ZEW del *sentiment* economico - un indicatore più orientato al mercato - è tornato in territorio positivo per la prima volta dall'aprile 2022. I tassi d'interesse reali nell'area rimangono negativi, ma i prestiti alle famiglie sono scesi al 3,8% su base annua.

Sebbene lo scenario di crisi energetica sembri allontanarsi per l'area, i consumatori devono ancora fare i conti con un'inflazione dell'8,5% a gennaio. È quindi improbabile che la BCE rallenti il ritmo dei rialzi dei tassi, soprattutto perché sono attesi forti aumenti salariali dato il livello storicamente basso del tasso di disoccupazione (6,6%). Per ora, il portafoglio ordini e la riapertura della Cina saranno fattori favorevoli per il 1° trimestre. Ciò comporta un rischio di rialzo per il nostro scenario di crescita europea nel 2023 (Tabella 1).

## CINA: UNA RIAPERTURA TRAINATA DAI SERVIZI

In Cina, le festività per il Capodanno lunare sono state caratterizzate da una ripresa della domanda interna. I dati macroeconomici sono scarsi a gennaio, ma alcuni micro indicatori come la vendita di biglietti cinematografici, che hanno registrato il secondo miglior risultato di sempre per un mese di gennaio, la spesa turistica in aumento del 30% su base annua e i voli passeggeri in aumento dell'80% su base annua (CAAC), ci danno un'idea della domanda latente. Questo rimbalzo si riflette anche in un aumento del PMI dei servizi, attestatosi a 52,9 a gennaio (da 48 a dicembre), mentre il PMI manifatturiero rimane in area di contrazione a 49,2: una discrepanza che esemplifica l'attuale ripresa della Cina, trainata dai servizi, il cui impatto dovrebbe essere positivo soprattutto per i paesi del sud-est asiatico e anche per l'Europa. Da parte sua, la debolezza del PMI manifatturiero cinese trova radici nel rallentamento dell'economia globale, come evidenziato dal calo delle esportazioni sudcoreane e cinesi (rispettivamente -16,6% e -9,9%). A nostro avviso, i consumi interni cinesi nel primo semestre saranno sostenuti e abbiamo rivisto i nostri dati di crescita al 5,1% nel 2023, pari a un contributo di oltre un terzo alla crescita globale di quest'anno.

TABELLA 1: PREVISIONI DI CRESCITA E INFLAZIONE, %

● Rivisto al ribasso rispetto a gennaio 2023

● Rivisto al rialzo rispetto a gennaio 2023

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.

Thomas GIQUEL  
Head of Fixed Income

Con la collaborazione  
del team del Reddito Fisso

Per anni, le decisioni di politica monetaria sono apparse legate dai fondamentali economici. Lo *shock* inflazionistico del 2021 ha costretto i responsabili di tali decisioni ad adottare un comportamento «dipendente dai dati». Dopo anni di visibilità monetaria, gli investitori devono ora indovinare le reazioni delle banche centrali a ogni pubblicazione di dati chiave e ciò si traduce in un regime di tassi di mercato più volatile.

### BANCHE CENTRALI

La Fed dovrebbe rallentare il ritmo di aumento dei tassi, arrivando al 5% entro il secondo trimestre del 2023, mantenendoli più alti più a lungo. Il mercato obbligazionario sta sfidando questa visione e la curva dei rendimenti continua ad invertirsi. La durata più alta è ora quella del *T-bill* a 6 mesi e ciò significa che il mercato si aspetta dei tagli dei tassi già alla fine del 2023. Tuttavia, in seguito agli ottimi dati del rapporto sull'occupazione, c'è ora una discreta incertezza tra il titolo a 6 e quello a 12 mesi.

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

Sul fronte della BCE, il Consiglio direttivo segue l'esempio delle altre banche centrali. Potrebbe essere un approccio pericoloso, poiché le dinamiche dell'inflazione *core* non sono le stesse e le recenti modifiche ai pesi e alla metodologia stanno incidendo fortemente sui dati.

### INFLAZIONE

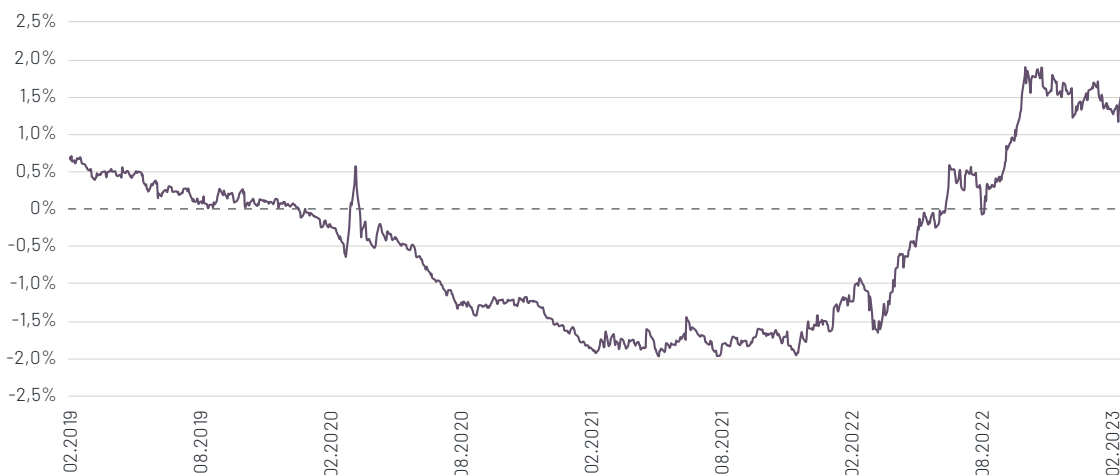
Gli *swap* sull'inflazione e le curve di *breakeven* sull'inflazione sono a livelli compatibili con un rapido ritorno dell'inflazione all'obiettivo e con il suo mantenimento nel lungo periodo.

Di conseguenza, i tassi di interesse reali hanno smesso di crescere dopo il meeting di Jackson Hole e si trovano ora in una fascia compresa tra l'1,2% e il 2% sulla durata a 5 anni (Grafico 3). Un livello che potrebbe penalizzare la crescita degli Stati Uniti, in un momento in cui l'economia sta già rallentando. Ciò potrebbe spiegare l'assenza di pressioni al rialzo sui rendimenti nominali.



Gennaio 2023:  
**NUOVE  
EMISSIONI**  
alle stelle

GRAFICO 3: RENDIMENTO REALE 5 ANNI USA, %



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.





L'anno scorso, le *Treasury note* biennali erano il titolo trainante. A distanza di un anno, il rendimento del *T-bill* a 12 mesi sarà sicuramente il più dinamico e, in base agli ultimi dati, punta ancora più in alto. Infine, il tetto del debito statunitense potrebbe attirare l'attenzione del mercato nei prossimi mesi; la liquidità nel mercato dei *T-bill* si sta assottigliando, con un aumento degli *spread* denaro/lettera.

È interessante notare che la Reserve Bank of Australia è stata il primo istituto centrale a rallentare il ritmo della stretta monetaria. Tuttavia, più rallentava, meno impatto aveva sulle condizioni finanziarie e più il mercato reagiva in modo simmetrico all'evoluzione dei dati reali. La Fed e la BCE potrebbero trovarsi ad affrontare una situazione simile. Un'accelerazione della crescita o una disinflazione meno rapida peseranno quindi sulla determinazione dei tassi terminali e le condizioni finanziarie potrebbero invertire in modo drastico la tendenza all'allentamento. La liquidità rende ora più dei dividendi dello S&P 500 e dell'EuroStoxx. In questo contesto, quanto dovremo aspettare prima che gli investitori rivalutino la volatilità a termine e i rischi globali, per parcheggiare la liquidità nei mercati monetari?

I mercati degli *spread* stanno capitalizzando i tassi più alti (per attirare gli investitori che hanno bisogno di reddito) e un contesto macroeconomico favorevole (fino ad ora). Una crescita timida, e nessuna recessione, un'inflazione elevata ma in rallentamento... questi due elementi aprono la strada ad un *trading range* limitato per gli indici di credito.

Il rischio specifico rimane molto contenuto, mentre la volatilità compressa del mercato azionario guida ora l'appetito degli allocatori. I risultati del settore bancario sono stati positivi in tutti i settori, grazie ai ricavi derivanti dal *trading*, alla forte performance dei prestiti al consumo e al basso tasso di insolvenza. Se osserviamo il recente passato, le condizioni di finanziamento sono in effetti ancora molto favorevoli.

In Europa, il mercato del debito subordinato ha subito un'inversione di tendenza in meno di sei mesi. Il rischio principale di questa sottoclasse di attività è ovviamente il rischio di scadenza-estensione. Tale rischio ha raggiunto l'apice nell'ottobre 2022, con gli operatori di mercato che dubitavano dell'esercizio di *call* sul debito perpetuo emesso da società e sul debito subordinato emesso da società finanziarie. All'inizio del 2023, le principali società hanno richiamato le loro obbligazioni alla prima data utile o hanno offerto riacquisti a condizioni interessanti. Allo stesso tempo, le autorità di regolamentazione bancaria hanno concesso il richiamo del debito subordinato, anche quando non vi era alcuna ragione economica per farlo, al fine di tutelare la reputazione dell'emittente.

Questa sottoclasse di attività ha registrato una performance superiore a quella dell'anno precedente (YTD), ma ha ancora margine per generare rendimenti nei portafogli.



Laura CORRIERAS  
Equity Portfolio  
Manager

Con la collaborazione  
del team del Azioni

I mercati azionari hanno messo a segno una notevole performance dall'inizio dell'anno, sostenuti dalle aspettative di un passaggio della Fed a una politica accomodante nel 2023, da una stagione degli utili leggermente migliore di quanto previsto e dalla riapertura della Cina. Tuttavia, questo *rally* ha colorato il *sentiment* di toni ottimistici, quasi euforici, e il rialzo a breve termine è ora più a rischio.



STAGIONE  
DEGLI UTILI:  
risultati  
contrastanti,  
ma non catastrofici

#### STAGIONE DEGLI UTILI

A metà febbraio, negli Stati Uniti, siamo ormai oltre la metà della stagione dei bilanci del quarto trimestre, mentre in Europa il 36% delle società ha pubblicato i risultati del quarto trimestre. I primi risultati sono contrastanti, ma non catastrofici, e le performance dei mercati azionari si sono dimostrate resilienti alle pubblicazioni (anche quando non hanno rispettato gli obiettivi). Inoltre, le revisioni degli utili continuano ad essere orientate al ribasso, ma ad un ritmo ancora lento.

#### STATI UNITI

L'inizio dell'anno è stato caratterizzato da un forte rimbalzo dei mercati azionari statunitensi, caratterizzato tuttavia da notevoli disparità. Infatti, mentre l'S&P 500 è in rialzo del 7%, il Nasdaq 100 è in rialzo del 14% e il FANG<sup>1</sup> è in rialzo del 28%!

A cosa è dovuto questo *rally*? Ricordiamo che nel 2022 gran parte del calo del mercato azionario statunitense è stato legato all'aumento dei tassi di interesse a lungo termine.

Dall'inizio di quest'anno, questi tassi non sono diminuiti in modo significativo e la Fed continua ad adottare una posizione aggressiva, dichiarando chiaramente che il proprio obiettivo principale è la riduzione dell'inflazione. Ciononostante, gli investitori manifestano una certa euforia di fronte alla diminuzione dei rischi di recessione e ad un picco dell'inflazione che sembra ormai alle spalle.

#### EUROPA

I titoli azionari europei continuano a registrare performance di buon livello, grazie alla stagione degli utili del quarto trimestre del 2022, migliore di quanto si pensasse, e al miglioramento delle prospettive di crescita globale, con la riapertura della Cina che, insieme alla debolezza della valuta, dovrebbe avere un impatto positivo sulle esportazioni e sulla competitività.

In tale contesto, i titoli che hanno particolarmente sovraperformato da inizio anno sono stati soprattutto quelli che hanno sottoperformato nel 2022.

1 - L'indice NYSE FANG+ è un indice equiponderato in dollari concepito per rappresentare il segmento del settore tecnologico e dei beni di consumo discrezionali costituito dai titoli Growth con elevati scambi di società tecnologiche e dipendenti dalla tecnologia come Facebook, Apple, Amazon, Netflix e Google di Alphabet.

Per quanto riguarda le valutazioni, le azioni europee sono ancora interessanti, nonostante il forte rimbalzo del mercato, soprattutto rispetto agli Stati Uniti (Grafico 4). Inoltre, il ritorno finalmente concretizzatosi degli afflussi nella regione potrebbe aiutare le azioni europee a continuare a sovraperformare. In termini di stile, adottiamo un approccio più equilibrato, mantenendo i titoli *Value*, in particolare quelli bancari, e riducendo leggermente i nomi difensivi. In caso di debolezza del mercato, potremmo aumentare la nostra esposizione all'area euro.

### MERCATI EMERGENTI

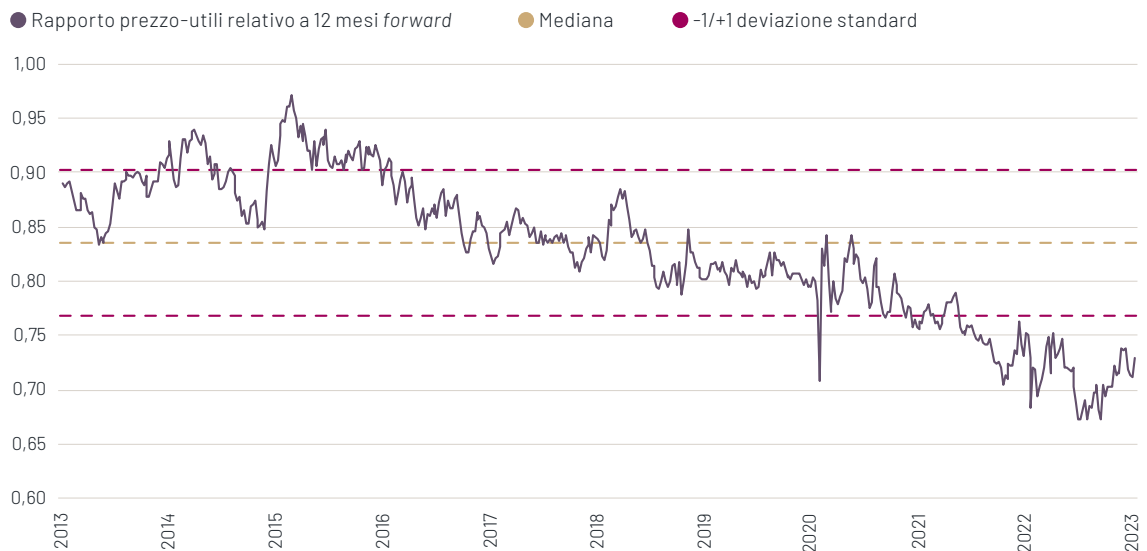
In Asia, il nostro mercato azionario preferito per il 2023 è la Cina. La ripresa economica del Paese asiatico è in corso, come dimostra il forte rimbalzo della spesa dei consumatori durante le festività del Capodanno cinese. La spesa dei consumatori cinesi per viaggi, turismo e tempo libero ha registrato una vigorosa ripresa. Riteniamo che la crescita economica della Cina sarà trainata quest'anno soprattutto da una sostanziale ripresa della domanda interna. I fondamentali azionari sono sostenuti da: sconti sostanziali nelle valutazioni delle azioni cinesi, revisioni degli utili per

azione (EPS) in Asia, che probabilmente hanno raggiunto il livello minimo alla fine del 2022, e forti afflussi sulle azioni asiatiche (escluso il Giappone) nel 2023. Il fatto che gli investitori globali continuino a detenere scarse posizioni in azioni cinesi e asiatiche rimane un ulteriore fattore favorevole.

### STILE D'INVESTIMENTO

Gli investitori sembrano essere più ottimisti sui rischi potenziali per l'anno in corso e il rimbalzo ha favorito soprattutto i titoli che avevano registrato una performance negativa nel 2022, in particolare quelli dello stile *Growth*. Per seguire l'attuale tendenza del mercato, continuiamo a ridurre marginalmente il nostro portafoglio di titoli di qualità. All'interno del segmento *Quality*, preferiamo ridurre la strategia di rendimento per gli azionisti piuttosto che il QARP (Quality At Reasonable Price). Inoltre, manteniamo l'esposizione ai titoli *Value*, ma all'interno dello stile riduciamo il petrolio e le materie prime in favore dei *Value* ciclici e dei titoli finanziari, in particolare in Europa. Infine, in questa fase restiamo sempre cauti e selettivi sui titoli *Growth*, poiché ci aspettiamo che la politica monetaria resti restrittiva ancora per un certo periodo.

GRAFICO 4: RAPPORTO PREZZO-UTILI RELATIVO DELL'INDICE MSCI EUROPE RISPETTO AGLI USA



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Muriel ABOUD  
SCHIRMANN  
Head of Active Advisory

Sophie ICHE  
Active Advisor

Stéphane MAGNAN  
Active Advisor



Il cambio  
EUR/USD  
si mantiene  
per ora stabile

I risultati positivi registrati dall'economia statunitense in quest'ultimo mese sono considerati una buona notizia, ma potrebbero anche spingere la Fed a continuare ad aumentare i tassi di interesse. Non è detto che questi risultati possano compensare i timori di un aumento dei tassi di interesse. Tutti gli occhi sono ora puntati sulla prossima riunione della Fed, che si terrà il 23 marzo.

## USD

### Non seppellite il dollaro troppo in fretta!

Il dollaro è stato e probabilmente rimarrà, ancora per qualche tempo, la principale valuta di riserva e unità di scambio. Il disavanzo delle partite correnti degli Stati Uniti, praticamente ininterrotto dal 1981, è uno dei principali fattori negativi per il ruolo di riserva del dollaro. La realtà è che tale disavanzo è stato regolarmente finanziato dall'afflusso volontario di capitali esteri, provenienti da investitori e risparmiatori che considerano i fondamentali del dollaro preferibili a quelli offerti da valute alternative. Dall'inizio dell'anno abbiamo assistito ad una ripresa del dollaro, che alla fine del 2022 era stato particolarmente ipervenduto.

I dati economici rassicuranti e i toni aggressivi dei membri della Fed spingono l'indice del dollaro USA di nuovo verso quota 104. In assenza di una recrudescenza della crisi energetica, non ci aspettiamo un rally spettacolare come quello dello scorso anno e riteniamo che il differenziale dei tassi di interesse tra le varie economie rimarrà il principale fattore di traino per il 2023.

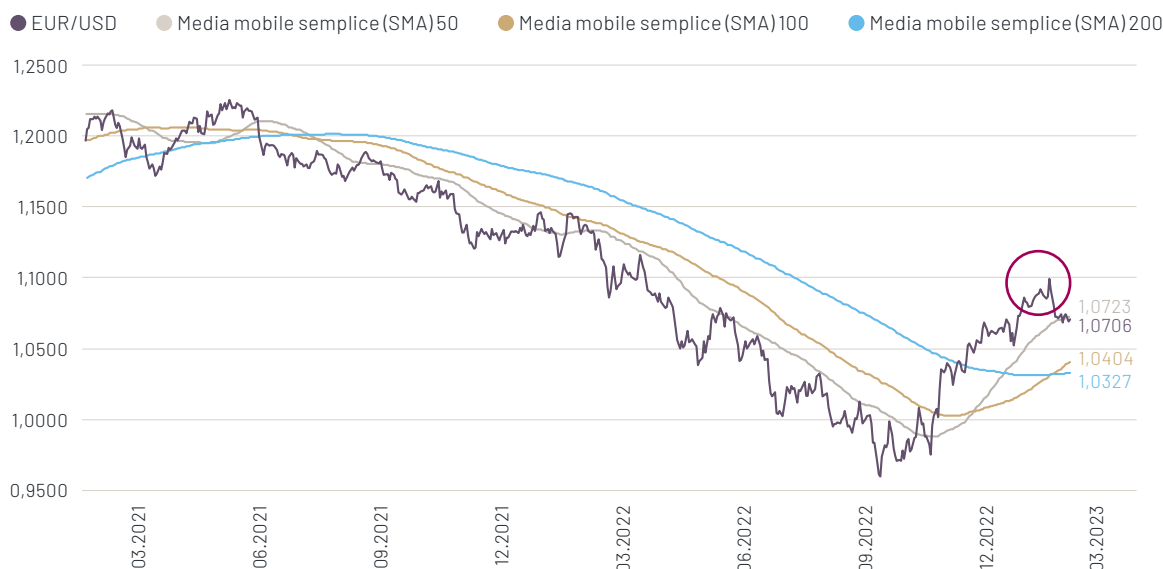
## EUR

### L'euro segna una pausa?

La moneta comune ha subito un duro colpo nel 2022, scendendo al di sotto della parità con il dollaro USA mentre la crisi energetica attanagliava l'Europa. In seguito, l'euro ha registrato un rimbalzo, offrendo un grande sollievo nella lotta all'inflazione nella regione.

Il cambio EUR/USD si mantiene ora stabile intorno a 1,07 ma, in tema di differenziali dei tassi d'interesse, va notato che la BCE - ultima grande banca dei mercati sviluppati ad aver avviato un ciclo di rialzo dei tassi - ha aumentato i propri tassi di circa 300 pb da luglio e, anche se offre tassi più bassi rispetto alla Fed, è ancora lungi dal completare la propria stretta monetaria. La BCE potrebbe ancora aumentare i tassi di altri 100 pb nella prima metà dell'anno, riducendo così il differenziale di tasso tra la BCE e la Fed e spingendo il cambio EUR/USD al rialzo.

GRAFICO 5: GRAFICO GIORNALIERO EUR/USD, 16.02.2023



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



CHF

#### La parità non regge

Per il momento, il franco svizzero sta resistendo bene al dollaro che, ad inizio febbraio, ha iniziato il suo rimbalzo rispetto alla maggior parte delle valute del G10. Per la coppia EUR/CHF, la parità non è durata a lungo. L'inflazione svizzera è ancora molto più bassa rispetto all'area euro (rispettivamente 3,3% a/a in Svizzera contro 8,5% a/a nell'area euro). Questo differenziale di inflazione dovrebbe continuare a garantire per quest'anno un vantaggio significativo al franco svizzero, anche se quest'ultimo resta una delle valute con i tassi di interesse più bassi. Le prossime riunioni delle banche centrali, a fine marzo, saranno decisive per il resto dell'anno.

JPY

#### Nuovo governatore della Banca del Giappone = nuova politica?

A febbraio il governo giapponese ha ufficializzato la nomina di Kazuo Ueda a successore di Haruhiko Kuroda come governatore della Banca del Giappone. Gli investitori vedono in questa nomina una possibile continuazione della politica monetaria di Kuroda, finora accomodante. Dall'inizio di febbraio, lo yen ha perso terreno e probabilmente continuerà a scendere contro un dollaro in ripresa nel breve periodo.

Sarà tuttavia preferibile rimanere cauti, poiché potrebbe essere prematuro anticipare la politica del nuovo governatore della Banca del Giappone, sapendo che il regime di inflazione odierno è molto diverso da quello degli ultimi dieci anni. La valuta è ancora considerata una buona copertura macro nei portafogli.

XAU

#### L'oro scende ai minimi del mese

L'oro continua ad essere sotto pressione e a muoversi verso prezzi più bassi dopo che il rapporto IPC statunitense di gennaio ha indicato che l'inflazione è scesa al 6,4% a/a. Una volta combinate con l'inatteso rapporto sull'occupazione negli Stati Uniti, queste informazioni nel loro complesso consentiranno alla Fed di mantenere la sua posizione aggressiva: ciò si tradurrà in ulteriori rialzi dei tassi d'interesse, che rimarranno elevati più a lungo.

L'oro ha appena rotto il supporto di 1.850 dollari l'oncia e pensiamo che i cali continueranno a rappresentare un'opportunità di acquisto nel breve termine. Un fattore che potrebbe sostenere il prezzo dell'oro è la forza degli acquisti delle banche centrali, comprese quelle di Cina, India e Turchia. Il 2022 è stato un anno significativo per gli acquisti di oro da parte delle banche centrali, che si sono assicurate 673 tonnellate nei primi nove mesi dell'anno, il massimo da oltre cinquant'anni.



LA CRESCITA  
EUROPEA  
è stata rivista  
al rialzo

#### SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** Negli Stati Uniti non è prevista alcuna recessione, ma piuttosto un *soft landing*, con un solo trimestre di modesta contrazione previsto entro la fine dell'anno, poiché la domanda latente sui consumi dovrebbe progressivamente svanire, mentre la tenuta del mercato del lavoro resterà favorevole. La crescita europea è stata rivista al rialzo grazie agli effetti della riapertura della Cina, ad un inverno più mite e ad un portafoglio ordini più solido del previsto. Nel complesso, la crescita globale nel 2023 sarà trainata dai mercati emergenti, sostenuti da una ripresa cinese trainata dai servizi.
- **Inflazione:** Uno scenario "a radice quadrata" con una disinflazione globale in corso nel breve periodo, favorita dall'allentamento delle tensioni sulle *supply-chain*, dal rallentamento dei prezzi dell'energia e dagli effetti base annuali. Nel medio termine, i prezzi di base dovrebbero rimanere più stabili a causa della pressione dei prezzi del settore dei servizi.
- **Banche centrali:** Non sono previsti cambiamenti di rilievo da parte della Fed nel breve termine, poiché l'istituzione dovrebbe rimanere concentrata sulla lotta all'inflazione. In particolare, le prospettive di crescita meno preoccupanti lasciano un margine di manovra più ampio alle banche centrali per continuare ad alzare i tassi, anche se con un'entità minore rispetto al passato, e a mantenerli alti per un periodo di tempo più lungo di quanto i mercati finanziari si aspettino.
- **Utili:** La stagione degli utili del quarto trimestre è stata nel complesso contrastata, con una performance dei titoli piuttosto resiliente alle pubblicazioni. Continuiamo a prevedere ulteriori revisioni negative al ribasso, anche se a un ritmo più lento, a causa delle prospettive economiche meno preoccupanti.
- **Ambiente di rischio:** Nonostante la contrazione della volatilità tra gli asset, i principali rischi macroeconomici e geopolitici restano elevati e richiedono un approccio flessibile all'allocazione. I rischi esterni da tenere d'occhio includono i rischi geopolitici (guerra Ucraina-Russia, tensioni Taiwan-Cina e USA-Cina), nonché i rischi specifici legati alla stabilità finanziaria (frammentazione finanziaria dell'area euro, tetto del debito USA) e alla crisi energetica (concorrenza sul GNL, nuove tensioni in Europa orientale).

#### ASSET ALLOCATION

##### AZIONI

- La resilienza dell'attività economica dei mercati sviluppati, migliore del previsto, ha dato impulso ai mercati azionari dall'inizio dell'anno (YTD). All'inizio di gennaio, abbiamo ridotto tatticamente il nostro sottopeso sulle azioni europee ma manteniamo un posizionamento complessivamente cauto sugli asset rischiosi, data la velocità del *rally*. In caso di pausa dei mercati siamo pronti a reinvestire le riserve di liquidità.
- Dal punto di vista della costruzione del portafoglio, abbiamo iniziato a riallocare l'esposizione dai titoli Difensivi a settori fortemente a sconto come le banche e il settore immobiliare. Cautela nel breve termine su altri settori Ciclici e sulle società a piccola e media capitalizzazione. Rimaniamo cauti e selettivi sui titoli *Growth*, poiché ci aspettiamo che la politica monetaria rimanga restrittiva ancora per diversi trimestri.
- Manteniamo il nostro posizionamento tattico sulle azioni europee, poiché le valutazioni sono ancora interessanti su base relativa rispetto agli Stati Uniti, nonostante il recente *rally*. Anche se le azioni cinesi si sono recentemente stabilizzate, manteniamo la nostra visione costruttiva sull'area poiché la riapertura è ancora in corso, con rischi al rialzo sull'attività economica, in particolare sui consumi. La cautela a lungo termine sulla Cina è dovuta al processo di riduzione della leva finanziaria in corso e ad un contesto di politiche e normative meno favorevoli.

##### REDDITO FISSO

- Rimaniamo in sottopeso sulla *duration*, in particolare sulla parte lunga della curva dei rendimenti, che potrebbe risentire di una maggiore volatilità, dato che i mercati sono sempre più focalizzati sui dati. L'economia relativamente solida e l'inflazione più stabile hanno lasciato un certo margine per un'ulteriore e più lunga stretta monetaria nel breve termine. Di conseguenza, preferiamo posizionarci sul tratto a breve della curva dei rendimenti in EUR e in USD, che offre maggiore visibilità ed un buon profilo di rischio/rendimento se si tiene conto del *carry*.
- Manteniamo la nostra visione positiva sul debito *corporate* di alta qualità, in quanto il punto di partenza con rendimenti più elevati offre una buona protezione contro un moderato rischio di *default*.

Diventiamo più cauti sulle obbligazioni con *rating* inferiore nel segmento *high yield*: la contrazione degli *spread* non riflette l'indebolimento dei fondamentali e le future condizioni di finanziamento più difficili per gli emittenti. I finanziari sembrano ancora i titoli meglio posizionati nell'attuale contesto.

- Continuiamo a privilegiare il debito emergente in valuta locale da un punto di vista strategico, pur riconoscendo valutazioni più contenute su base tattica. Contemporaneamente, abbiamo progressivamente ridotto il rischio sulle obbligazioni asiatiche dopo il recente *rally*.

#### MERCATI DEI CAMBI

- Scommesse direzionali percepite come rischiose sulla parità EUR/USD. Manteniamo la nostra visione neutrale sul biglietto verde da una prospettiva strategica. Tatticamente costruttivi sulle debolezze dell'euro.
- Il CHF rimane una valuta interessante, poiché i fondamentali svizzeri sono migliori rispetto a quelli dell'area euro e la valuta sta raggiungendo i livelli rispetto ai quali la Banca Nazionale Svizzera aveva iniziato ad attivarsi la scorsa estate. Al contrario, manteniamo una visione negativa sulla sterlina, poiché i fondamentali del Regno Unito restano deboli e non si può escludere un orientamento accomodante da parte della Banca d'Inghilterra.
- Continuiamo a considerare le valute legate alle materie prime come buoni strumenti di diversificazione. Lo yen ha riacquisito interesse, con rischi di rialzo legati alla nomina del nuovo governatore della Banca del Giappone. La valuta è ancora considerata una buona copertura macroeconomica nei portafogli.

#### INVESTIMENTI ALTERNATIVI

- I fondi alternativi Global Macro<sup>2</sup> e CTA<sup>3</sup> rimangono al centro dell'attenzione, in quanto fonte di diversificazione all'interno dei portafogli, soprattutto se la volatilità dovesse aumentare nuovamente. Le strategie azionarie *Long/Short*<sup>4</sup> dovrebbero aver successo grazie al maggiore rischio di dispersione all'interno dell'universo azionario, che apre nuove opportunità, mentre il contesto di tassi più elevati avvantaggia la parte *short* di questo tipo di strategie.

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

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

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

#### CONVINZIONI CHIAVE

	GIUDIZIO TATTICO (CT)	GIUDIZIO STRATEGICO (LT)
<b>REDDITO FISSO</b>		
<b>TITOLI DI STATO</b>		
EUR 2 anni (Germania)	=	=
EUR 10 anni (Germania)	=/-	=/-
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 Cina	=/+	=/+
Cina	=/+	=/-
<b>STILI</b>		
Growth	=/-	=/+
Value	=/+	=
Quality	=/+	=
Yield	+	=/+
Ciclici	=/-	=/+
Difensivi	=/+	=/-
<b>CAMBI</b>		
Stati Uniti (USD)	=	=/-
Area Euro (EUR)	=/+	=
Regno Unito (GBP)	=/-	=
Svizzera (CHF)	=/+	=/+
Giappone (JPY)	=/+	=/+
Brasile (BRL)	=/+	=
Cina (CNY)	=	=
Oro (XAU)	=/-	=/+
Commodity currencies (NOK, NZD, CAD)	=/+	=/+

Fonte: Indosuez Wealth Management.

DATI AGGIORNATI AL 16 FEBVEREIRO 2023



TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	3,86%	46,93	-1,40
Francia 10A	2,93%	45,20	-17,20
Germania 10A	2,48%	41,70	-9,00
Spagna 10A	3,44%	44,60	-21,40
Svizzera 10A	1,47%	37,80	-15,10
Giappone 10A	0,50%	7,80	8,60

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	35,28	-1,45%	1,64%
Titoli di Stato in EUR	194,04	-1,83%	0,71%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	200,44	0,80%	3,57%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	303,02	-1,61%	2,13%
Titoli di Stato USA	295,58	-1,80%	0,07%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	43,49	-1,43%	1,71%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9881	-0,40%	-0,15%
GBP/USD	1,1993	-3,21%	-0,74%
USD/CHF	0,9256	1,04%	0,12%
EUR/USD	1,0674	-1,47%	-0,29%
USD/JPY	133,94	4,29%	2,15%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	20,17	-0,35	-1,50

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	4.090,41	4,91%	6,53%
FTSE 100 (Regno Unito)	8.012,53	3,42%	7,53%
STOXX Europe 600	465,24	3,28%	9,50%
Topix	2.001,09	4,46%	5,78%
MSCI World	2.790,63	3,92%	7,22%
Shanghai SE Composite	4.093,49	-1,50%	5,73%
MSCI Emerging Markets	1.011,14	-1,63%	5,73%
MSCI Latam (America Latina)	2.258,53	-0,35%	6,12%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	193,08	-2,03%	0,57%
MSCI Asia Ex Japan	656,23	-1,73%	5,98%
CAC 40 (Francia)	7.366,16	5,96%	13,78%
DAX (Germania)	15.533,64	4,11%	11,56%
MIB (Italia)	27.853,74	8,82%	17,49%
IBEX (Spagna)	9.327,3	6,08%	13,35%
SMI (Svizzera)	11.194,91	-0,57%	4,34%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	4.124,00	0,56%	0,71%
Oro (USD/Oncia)	1.836,36	-4,96%	0,68%
Greggio WTI (USD/Barile)	78,49	-2,29%	-2,21%
Argento (USD/Oncia)	21,71	-9,05%	-9,69%
Rame (USD/Tm)	9.023,00	-3,04%	7,78%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	2,39	-27,05%	-46,61%

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

	NOVEMBRE 2022	DICEMBRE 2022	GENNAIO 2023	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (16 FEBVEREIRO 2023)
MIGLIORI (+)	18,69%	0,48%	9,69%	4,91%	9,50%
	14,64%	-0,39%	8,18%	4,46%	7,53%
	9,81%	-1,60%	7,85%	3,92%	7,22%
	6,80%	-1,64%	7,37%	3,42%	6,53%
	6,75%	-3,12%	7,00%	3,28%	6,12%
	6,74%	-3,44%	6,67%	-0,35%	5,98%
	5,38%	-4,34%	6,18%	-1,50%	5,78%
	4,55%	-4,70%	4,42%	-1,63%	5,73%
	2,91%	-4,73%	4,29%	-1,73%	5,73%
PEGGIORI (-)	-0,82%	-5,90%	2,27%	-2,03%	0,57%

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





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

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

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

**BLS:** Bureau of Labor Statistics.

**BNEF:** Bloomberg New Energy Finance.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**FMI:** Fondo monetario internazionale.

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

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

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

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

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

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

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

**ISM:** Institute for Supply Management.

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

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

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

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

**OMC:** Organizzazione Mondiale del Commercio.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**SRI:** Investimenti sostenibili e responsabili.

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

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

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

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

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

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

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

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

## DICHIARAZIONE DI ESCLUSIONE DI RESPONSABILITÀ

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Crediti fotografici: Getty Images.

Finito di redigere il 17.02.2023.



