



MONTHLY HOUSE VIEW

Luglio 2023

L'IA come strumento contro il riscaldamento globale?

• **Sommario**

01• Editoriale "I FANTASTICI 7"	P3
02• Focus L'IA COME STRUMENTO CONTRO IL RISCALDAMENTO GLOBALE?	P4
03• Macroeconomia 2023: I PESSIMISTI HANNO TORTO	P6
04• Reddito fisso IN APPARENZA LA CALMA È DI NUOVO LA NORMA NEL MERCATO OBBLIGAZIONARIO	P8
05• Azioni L'IA: UN NUOVO PARADIGMA PER I MERCATI AZIONARI?	P10
06• Cambi LA POLITICA MONETARIA RIPRENDE IL POSTO CHE LE SPETTA	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



Alexandre
DRABOWICZ
Chief Investment Officer

Cari Lettori,

I primi sei mesi dell'anno sono stati caratterizzati da una notevole performance degli indici di borsa, nonostante un contesto macroeconomico incerto. Alla base di questa performance c'è in realtà una concentrazione senza precedenti. I cosiddetti "Fantastici 7" (Apple, Microsoft, Google, Amazon, Tesla, Meta e Nvidia) hanno registrato una performance equamente ponderata superiore al 50% dall'inizio dell'anno. L'indice S&P 493, ovvero l'indice di riferimento statunitense S&P 500 meno i "Fantastici 7", ha registrato un rendimento di appena il 2%, mostrando che, sotto la superficie, la maggior parte del mercato è in calo. In Europa si osserva lo stesso fenomeno, con tre azioni (ASML, LVMH, SAP) che da sole rappresentano la metà della performance delle azioni dell'area euro da inizio anno.

Il primo fattore che ha determinato queste dinamiche è stato il lancio di ChatGPT a novembre 2022, seguito dai risultati astronomici di Nvidia, che in una sola sessione di negoziazione ha visto la propria capitalizzazione di mercato balzare di 150 miliardi di dollari, entrando nella ristrettissima cerchia delle aziende che hanno superato il traguardo dei mille miliardi di dollari di capitalizzazione. L'intelligenza artificiale (IA) è quindi diventata il principale argomento per gli investitori. Se da un lato la rivoluzione tecnologica che porta con sé è indiscutibile, dall'altro è chiaro che gli investitori sono disposti a pagare e strapagare per qualsiasi azienda che tratti a questo tema. Questo mese, Nicolas Mougeot condivide con noi un affascinante articolo sull'argomento (Focus, pagina 4). Il dibattito è acceso: si tratta di una nuova bolla? O di un fenomeno effimero simile all'euforia suscitata dal "metaverso" lo scorso anno? In ogni caso, solo una manciata di aziende ne uscirà vincitrice, mentre molte altre saranno a rischio. A 200 volte gli utili attuali ed a 40 volte il fatturato annuale, le cifre di Nvidia non lasciano indifferenti ed è difficile immaginare come l'azienda possa fare meglio: in altre parole, il minimo passo falso sarà doloroso.

Sul fronte macroeconomico, la crescita degli Stati Uniti regge e le stime di consenso vengono riviste al rialzo, in linea con le nostre previsioni.

L'inflazione statunitense continua a scendere, raggiungendo il 4% su base annua: la Federal Reserve (Fed) potrebbe rallegrarsene, ma, con grande sorpresa generale, attualmente considera l'inflazione core (che non tiene conto dei prezzi dell'energia e dei generi alimentari) come troppo elevata per riprendere un tono restrittivo della propria politica monetaria. Powell ha dichiarato che non si tratta di una pausa, "ma di uno *skip*". I due rialzi preannunciati dalla Fed non convincono né il mercato né noi: si prevede un solo rialzo a luglio, seguito da un livello di stabilità (plateau). La diretta conseguenza è una curva dei rendimenti ancora più invertita, con i tassi di interesse a breve termine che diventano ancora più attraenti: a nostro avviso questa è ancora la parte dei tassi più interessante per gli investitori, con la *duration* lunga da evitare. In ogni caso si materializzeranno degli *entry point*, e noi manterremo l'attenzione elevata per poterci posizionare di conseguenza.

La sorpresa delle ultime settimane è arrivata dalla Cina: i dati che evidenziano un rallentamento dell'economia hanno spinto la banca centrale a tagliare i tassi di interesse ed il mercato sta iniziando ad ipotizzare nuove misure di sostegno fiscale. Rimaniamo positivi sull'Asia e sulle azioni cinesi per tre motivi fondamentali: 1- la valutazione è vicina a 10 volte gli utili futuri (rispetto a 20 volte per le azioni statunitensi) con una crescita positiva degli utili stimata oltre il 18%; 2- sono previste ulteriori misure di sostegno finanziario e monetario; 3- il mercato è sotto investito dagli investitori globali e nazionali. Agli investitori piace comprare ciò che sale: è quello che si chiama il *momentum*. Data la posizione sottopesata della Cina, qualsiasi inversione di tendenza potrebbe avere un effetto di slancio significativo ed il mercato potrebbe recuperare terreno.

Vi auguro una buona lettura di questo numero in cui torniamo a parlare in particolare dell'impatto della stretta monetaria sull'economia reale e sui mercati, anche se l'esplosione del tema dell'IA ha ribaltato la tradizionale correlazione tra tassi lunghi e titoli *Growth*.

L'IA COME STRUMENTO CONTRO IL RISCALDAMENTO GLOBALE?



Nicolas MOUGEOT
Head of Investment and Sustainability

L'IA può svolgere un ruolo importante nella lotta al riscaldamento globale, ottimizzando alcuni processi produttivi e riducendo al minimo l'uso delle risorse. Ma per ottenere un impatto complessivo positivo, chi la progetta deve controllare le risorse necessarie per il suo sviluppo.

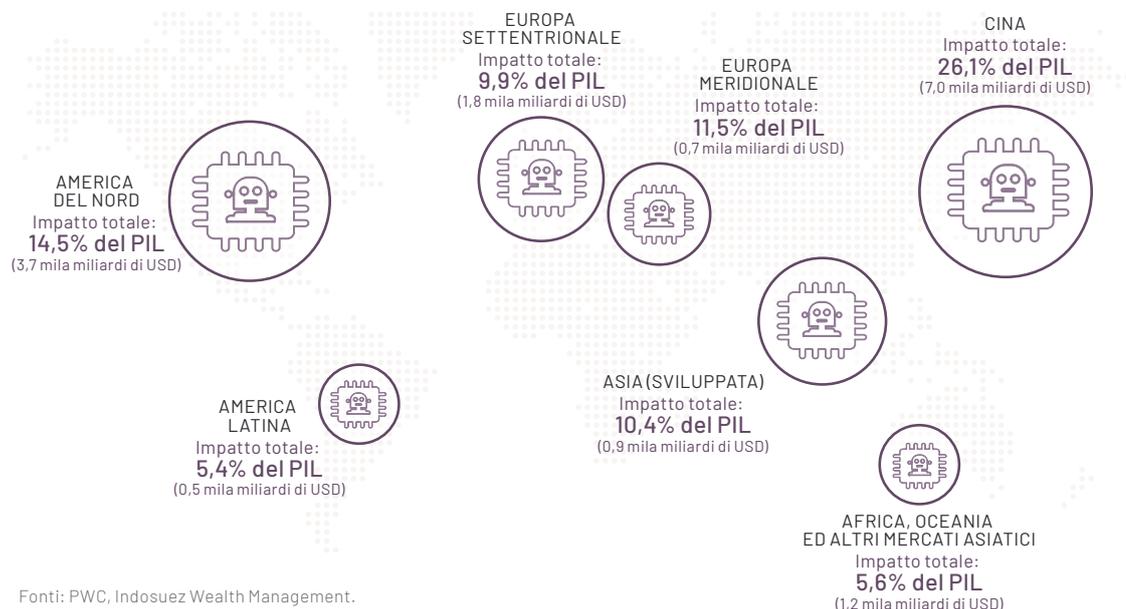
LO SVILUPPO DELL'IA, UN ACCELERATORE DI PRODUTTIVITÀ

È difficile ignorare il fenomeno di ChatGPT, l'IA creata da OpenAI che permette di dare risposte estremamente coerenti alle domande più disparate. Da un punto di vista economico, al di là del polverone mediatico di breve termine, secondo uno studio di PWC lo sviluppo dell'IA potrebbe accelerare la produttività in molti settori e contribuire al PIL mondiale per 15.700 miliardi di dollari entro il 2030. Si tratta di un aumento significativo se si considera che il PIL mondiale era di poco superiore ai 96.000 miliardi di dollari alla fine del 2021 (grafico 1).

Molti settori sono destinati a beneficiare dall'adozione di metodi di IA, che si tratti di sanità, trasporti o, naturalmente, di IT.

L'IA solleva, tuttavia, diverse questioni etiche, e si ritiene che alcuni modelli possano ripetere od addirittura amplificare i pregiudizi comportamentali, associando ad esempio alcune minoranze a lavori poco retribuiti. Ma che dire del suo impatto ambientale? Questa nuova tecnologia contribuirà a combattere il riscaldamento globale od avrà un impatto finale negativo?

GRAFICO 1: QUALI REGIONI BENEFICERANNO MAGGIORMENTE DELL'IA?



Fonti: PWC, Indosuez Wealth Management.

GLI EFFETTI POSITIVI DELL'IA

Vediamo innanzitutto gli effetti positivi. Come ogni nuova tecnologia, l'IA combinata con i *big data* potrebbe decuplicare la produttività in alcuni settori, a vantaggio dell'ambiente. Ad esempio, alcune aziende di macchinari agricoli, come John Deere ed i suoi famosi trattori verdi, stanno utilizzando l'IA per ottimizzare le coltivazioni. Vengono infatti utilizzati sistemi di droni in grado di visualizzare le zone aride di un campo per ridurre al minimo l'irrigazione, oppure vengono sviluppate telecamere ad alta risoluzione che distinguono le piante coltivate da quelle infestanti per ottimizzare l'uso dei fertilizzanti. Anche il settore dei trasporti è uno dei maggiori responsabili delle emissioni di CO₂. L'IA è già presente nell'automazione dei processi logistici (con l'utilizzo di robot per la movimentazione dei pacchi) e dovrebbe contribuire a ridurre i tempi di consegna ottimizzando i percorsi ed introducendo veicoli a guida autonoma, in modo da contenere le emissioni di gas serra. La lotta al riscaldamento globale passa anche attraverso la riduzione dell'impronta di carbonio delle abitazioni. L'uso dell'IA può contribuire a ridurre l'impronta di carbonio delle nostre case e dei nostri uffici attraverso un miglioramento della domotica e l'adozione di *smart meter* ossia di contatori intelligenti in grado di gestire in modo ottimale l'uso dell'elettricità e del riscaldamento, evitando così di sprecare energia.



L'IA
può RIDURRE
L'IMPRONTA
DI CARBONIO
delle nostre
abitazioni

IA ED AMBIENTE

Tuttavia, l'IA non è neutrale in termini di emissioni di gas serra. Lo sviluppo stesso dell'IA è costoso: non solo richiede un'enorme quantità di potenza di calcolo, ma anche database giganteschi per addestrarla. Senza volerlo stigmatizzare è comunque utile sapere che GPT-3, il modello alla base di ChatGPT, utilizza 175 miliardi di parametri. Uno studio dell'Università della California ha stimato che l'addestramento del modello basato sull'utilizzo di dati ha generato 552 tonnellate di CO₂ equivalenti, che corrispondono all'incirca all'impatto di

550 voli Parigi-New York. Questo modello è stato creato utilizzando dati disponibili fino al 2021 e dovrà quindi essere aggiornato regolarmente, aumentando ulteriormente la sua impronta di carbonio. Inoltre, i server utilizzati per far funzionare ChatGPT necessitano di acqua per essere raffreddati. Secondo un recente studio accademico condotto dai ricercatori dell'Università della California e dell'Università del Texas, ChatGPT "beve" una bottiglia d'acqua per rispondere a 20-50 domande. In un momento in cui l'accesso all'acqua è un problema, il suo consumo da parte dell'IA potrebbe diventare una difficoltà. Tuttavia, non tutto è perduto: i produttori di semiconduttori e di schede grafiche stanno compiendo sforzi significativi per ridurre il loro consumo energetico.

MOTORE DI CRESCITA

In conclusione, l'IA rappresenta un formidabile motore di crescita che dovrebbe garantire significativi aumenti di produttività. In questo senso, l'IA sarà certamente un alleato chiave nella lotta contro il riscaldamento globale. Tuttavia, dovremo essere attenti alla sua impronta di carbonio. Poiché l'IA è sviluppata principalmente da aziende americane e cinesi, forse dovremmo chiederci se dovrebbe essere tassata in Europa. Lo scorso dicembre, l'Unione Europea (UE) ha annunciato l'introduzione di un meccanismo di adeguamento del carbonio alle frontiere entro il 2027, il che significa che le importazioni di acciaio, cemento, fertilizzanti, alluminio ed elettricità saranno soggette all'acquisto di certificati di emissione di carbonio come se queste risorse fossero state prodotte nell'UE. Forse dovremmo considerare di aggiungere l'IA all'elenco per garantire che queste nuove tecnologie abbiano un impatto energetico "equo".



Bénédicte KUKLA
Senior Investment
Strategist

Mentre l'economia statunitense rimane solida, il Giappone sta cogliendo di sorpresa gli investitori e l'Europa potrebbe ancora sorprenderci con un'estate positiva. La Cina ha sicuramente deluso nel secondo trimestre, ma il potenziale di ripresa rimane significativo.

GIAPPONE: VERSO LA FINE DELLA DEFLAZIONE

Questo mese il Giappone è stato oggetto di un'attenzione mediatica molto positiva, ed è vero che le cose sembrano un po' diverse. L'inflazione, una debolezza strutturale del Giappone, che attualmente è al 3,5% su base annua, si attesta da nove mesi al di sopra dell'obiettivo del 2% della banca centrale. Questo vale anche se si escludono i prezzi delle derrate alimentari importate (3,4%). È incoraggiante constatare che i salari nominali stanno iniziando a crescere, ma, con un tasso dell'1% su base annua, i consumatori stanno ancora perdendo potere d'acquisto, il che pesa sulla spesa (vendite al dettaglio: -1,2% su base mensile). In questo contesto, è probabile che la Banca del Giappone rimanga accomodante nel 2023, dando tempo all'inflazione di dimostrare di aver imboccato un percorso sostenibile. Sul fronte dell'offerta, il settore manifatturiero giapponese sta mostrando una tenuta sorprendentemente buona rispetto agli altri Paesi sviluppati (l'indice PMI di maggio è stato pari a 50,6, contro il 43,2 della Germania), mentre i servizi stanno beneficiando della riapertura post-pandemia dell'economia nazionale e cinese. Nonostante il rallentamento globale, lo yen debole ha sostenuto le esportazioni, ma si prevede una decelerazione degli scambi verso la fine dell'anno. Abbiamo rivisto leggermente il nostro scenario di crescita del PIL del Giappone, con una crescita più elevata nel 2023 rispetto al 2024 (tabella 1, pagina 7).

STATI UNITI: RALLENTAMENTO NON EQUIVALE A RECESSIONE

Ancora una volta, l'economia statunitense ha sorpreso per la tenuta del mercato del lavoro (i posti di lavoro vacanti sono ancora del 40% al di sopra dei livelli pre-pandemici) e dei consumi (le vendite al dettaglio sono aumentate dello 0,3% a maggio, mentre il mercato prevedeva un calo dello 0,1%). Sebbene la minaccia di un'ulteriore stretta creditizia abbia creato timori negli investitori riguardo al comportamento dei consumatori, da tempo sottolineiamo la tenuta dei consumi statunitensi, sostenuti da un mercato del lavoro solido, bilanci sani e risparmi in eccesso. Constatiamo tuttavia che i consumi stanno iniziando a diminuire, con tassi delle carte di credito superiori al 20% e tassi di risparmio in aumento. I consumatori hanno evitato il peggio durante le trattative sul tetto del debito a giugno, ma la fine della moratoria sui prestiti agli studenti smorzerà ulteriormente il loro entusiasmo. A questo punto, non vediamo come l'economia statunitense possa evitare un rallentamento nella seconda metà dell'anno. Questo fenomeno è comunque accolto con favore, perché è l'unico modo per tenere sotto controllo l'inflazione. L'ultimo dato dell'IPC è stato incoraggiante (4% su base annua), anche perché i prezzi delle case - l'ultimo fattore che contribuisce in modo significativo all'inflazione - stanno iniziando a scendere (a livello di variazione mensile). Infine, l'apparente ripresa del settore immobiliare statunitense rimane sbilanciata, con i vincoli dell'offerta che continuano a favorire l'edilizia, ma una ripresa significativa del settore richiede un ripristino dell'accessibilità, sia attraverso tassi ipotecari più bassi, sia attraverso una significativa riduzione dei prezzi, che non prevediamo in entrambi i casi per il 2023.



I salari giapponesi
AUMENTANO
DELL'1%
su base annua
ad aprile

AREA EURO: FUTURA DISINFLAZIONE

La principale differenza tra il nostro scenario macroeconomico per gli Stati Uniti e quello per l'area euro sono i consumi privati. Gli europei non sono stati altrettanto vigorosi nella spesa dopo la pandemia ed i tassi di risparmio sono rimasti elevati nel vecchio continente (14% nel primo trimestre del 2023). Tuttavia, restiamo convinti che l'Europa continuerà a beneficiare della solidità del settore dei servizi durante la prossima estate. Ciò potrebbe persino mettere a repentaglio la recente decelerazione dell'inflazione (dal 7% al 6,1% su base annua a maggio), soprattutto perché il rischio che i prezzi delle derrate alimentari risentano delle difficili condizioni climatiche persiste. È incoraggiante notare che i salari hanno iniziato a diminuire dopo aver raggiunto livelli elevati (l'indice del costo del lavoro è sceso dal 5,7% del quarto trimestre al 5% su base annua nel primo trimestre) mentre l'inflazione dei beni, precedentemente trainata dai prezzi dell'energia, ha iniziato ad attenuarsi. Quest'ultima sarà il principale fattore di riduzione dei prezzi nei prossimi mesi, si spera abbastanza per rassicurare la Banca centrale europea (BCE), permettendole di non andare oltre il tasso termale del 4% che ci aspettiamo.

CINA: LA RIPRESA NON È FINITA

Concludiamo la nostra analisi della macroeconomia mondiale con la nostra principale convinzione, la Cina. La ripresa è stata deludente nel secondo trimestre, con la produzione industriale in particolare in ritardo (3,5% su base annua a maggio dopo il 5,6% di aprile). Come previsto, la ripresa è stata essenzialmente interna e si è concentrata sui servizi. In un certo senso, questa è stata la parte più facile della ripresa, con i ristoranti ed il turismo come principali beneficiari. La seconda parte della ripresa, più ampia, richiederà più tempo di quanto inizialmente previsto dagli investitori. Perché ciò avvenga, è necessario ripristinare la fiducia dei consumatori e stabilizzare il settore immobiliare. A questo proposito, le nuove discussioni sulle misure di stimolo monetario e fiscale per rilanciare l'occupazione, principale punto debole della ripresa cinese, sono incoraggianti, così come la recente stabilizzazione dei prezzi degli immobili. Rimaniamo convinti che la ripresa cinese, sebbene sia rallentata nel secondo trimestre, abbia ancora un grande potenziale, data l'elevata quantità di risparmi delle famiglie che devono ancora essere smobilizzati.

TABELLA 1: PREVISIONI MACROECONOMICHE 2023 - 2024, %

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

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.

IN APPARENZA LA CALMA È DI NUOVO LA NORMA NEL MERCATO OBBLIGAZIONARIO



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

Con la collaborazione
del team del Reddito Fisso

Prendendosi il tempo necessario per gestire i propri portafogli a medio termine, gli investitori obbligazionari stanno recuperando visibilità. È quasi certo che la Fed e la BCE riusciranno a completare i loro programmi di rialzo dei tassi. Il ritiro graduale della liquidità immessa nel 2020 dovrebbe ripristinare gli equilibri finanziari pre-COVID.

BANCHE CENTRALI

Il ritorno dell'inflazione all'obiettivo del 2% adottato dai Paesi sviluppati non è ancora scontato: Canada, Australia e Regno Unito continuano a combattere contro un'inflazione *core* al di sopra del loro obiettivo utilizzando l'arma dei tassi a breve. Si tratta di una prima indicazione dello scenario che attende gli Stati Uniti e l'area euro? Questo non è il nostro scenario centrale, soprattutto nell'area euro dove la spirale prezzi-salari non è così potente come nel Regno Unito. La Banca d'Inghilterra non ha altra scelta se non quella di continuare la sua stretta monetaria, con l'obiettivo di interrompere la dinamica del mercato del lavoro.

Le curve dei rendimenti continuano ad inviare segnali paradossali agli investitori obbligazionari: a -97 punti base (pb) al momento della stesura del presente documento, il 2-10 anni statunitense è tornato ai livelli di inversione raggiunti a marzo 2023 prima della crisi bancaria. Un tale livello di inversione non si vedeva dal 1981. Mentre alcuni membri della Fed comunicano l'intenzione di mantenere una curva invertita per ancorare le aspettative di crescita ed inflazione a medio termine, gli investitori continuano a prevedere una recessione che tarda a materializzarsi, tranne che nel settore manifatturiero, dove la contrazione è in corso dalla fine del 2022.

ATTIVI NON QUOTATI: IMPATTO DELL'INASPIMENTO DELLE CONDIZIONI FINANZIARIE

L'inasprimento delle condizioni di credito sta interessando tutte le regioni geografiche. Il mercato immobiliare è il primo a risentirne, anche se in modo molto diverso a seconda del Paese: gli immobili commerciali negli Stati Uniti, quelli residenziali in Svezia e nell'Europa continentale. In definitiva, il rischio immobiliare colpisce gli investitori su attività non quotate (banche, assicurazioni, fondi di debito immobiliare) e gli investitori azionari ed obbligazionari del settore. Questi ultimi hanno già subito cali di prezzo significativi dalla fine del 2021 (grafico 2, pagina 9), effetto speculare dell'aumento dei premi al rischio. Le agenzie di rating stanno iniziando a declassare le società più deboli, che stanno gestendo attivamente le loro passività (aumenti di capitale), riorganizzando i loro portafogli di attività (cessioni a prezzi ragionevoli) e rivedendo la loro governance (cambio di management) per riguadagnare il favore degli investitori. Questo settore, che rientra in una visione a lungo termine, merita uno sguardo attento: sono tuttavia necessarie solide capacità analitiche per evitare le insidie.

Ci sono anche altri segmenti dei mercati del *private equity* che risentono dell'aumento dei tassi di interesse e del calo della liquidità.



I TASSI
INGLESI
al livello più
elevato da
SETTEMBRE
2022

Le società ad alto indebitamento nel segmento dei *leverage loan* (che utilizzano la leva finanziaria tramite l'indebitamento) stanno affrontando un aumento esponenziale degli oneri rappresentati dagli interessi sui prestiti. Negli Stati Uniti, dall'inizio dell'anno, il mercato del debito privato ha registrato 18 insolvenze, più del 2021 e del 2022 messi insieme. È probabile che questa tendenza continui, a causa di una combinazione di tassi di finanziamento più elevati e di un rallentamento delle vendite o degli utili.

CREDITO

La coincidente diminuzione della volatilità sui mercati azionari e del reddito fisso ha permesso ai mercati del credito di sovraperformare nell'ultimo periodo. In uno scenario estivo senza grandi shock, gli investitori sono ben protetti per detenere crediti emessi da società di primo piano con rating elevato. Il rendimento del monetario è ora in concorrenza con i premi al rischio, compreso quello delle azioni. Tuttavia, il credito a breve termine presenta una serie di vantaggi:

- Remunerazione a lungo termine (tra 1 e 3 anni);
- Protezione contro un aumento sostenuto dei tassi d'interesse o dei premi al rischio (ad esempio, il punto di pareggio per un rendimento attuale del 5,10% su questo segmento è di circa il 7,75% un anno dopo);

- Asimmetria favorevole rispetto alla liquidità (i tassi a breve possono scendere in un orizzonte a 3 anni) ed alle azioni (plusvalenza necessaria per superare il rendimento).

Corretto per tenere conto della volatilità, l'unico modo significativo per confrontare la performance delle classi di attivi, il mercato del credito sovraperforma gli altri mercati.

AMERICA LATINA

In termini di diversificazione geografica, il mercato latinoamericano offre un'alternativa interessante per gli investimenti denominati in USD. La crescita e l'inflazione sono più prevedibili rispetto all'Asia ed il rischio geopolitico è minore. Le aziende nazionali beneficiano del forte consumo locale e, in un contesto di tensioni sino-americane, della volontà degli Stati Uniti di integrare la produzione industriale nel continente panamericano. Sull'esempio del Brasile, la valuta si sta apprezzando rispetto al dollaro, aiutata dalla stabilità del SELIC, il tasso di riferimento del Banco Central do Brasil, dall'estate del 2022 anche se al livello molto alto del 13,65%.

GRAFICO 2: EVOLUZIONE DEL BENI IMMOBILIARE, IBOXX, EUR



Fonti: Iboxx, Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

L'IA: UN NUOVO PARADIGMA PER I MERCATI AZIONARI?



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

Con la collaborazione
del team del Azioni

I mercati azionari statunitensi hanno continuato a salire, spinti dalle prospettive di crescita dell'IA e da una Fed che ha mantenuto invariato il tasso di riferimento per la prima volta in 15 mesi. L'esplosione del tema dell'IA generativa ha sconvolto la tradizionale correlazione tra tassi a lungo termine e titoli di crescita, riportando sotto i riflettori il Nasdaq ed i titoli tecnologici.



S&P 500
sfonda
la barriera
simbolica dei
4.200 PUNTI

STATI UNITI

Sullo sfondo dell'esito favorevole delle trattative per l'innalzamento del tetto del debito USA, l'indice S&P 500 ha sfondato a giugno la barriera simbolica dei 4.200 punti, un livello a cui il mercato si era fermato più volte dall'inizio dell'anno. Il mercato azionario statunitense sta beneficiando soprattutto del tema dell'IA. Infatti, quelli che il mercato chiama già i "Fantastici 7" rappresentano quasi l'85% del rialzo annuo del Nasdaq 100. Queste grandi aziende tecnologiche statunitensi sono tutte protagoniste e leader nel settore dell'IA. All'interno dello stesso mercato statunitense, ad esempio, si registrano nette divergenze: il Nasdaq 100 sale del 38% su base annua o, mentre il Russell 2000, il Dow Jones e lo S&P 500 equipesato registrano performance comprese tra il 3% ed il 7%. Per finire sottolineiamo che, nonostante un 2022 molto negativo per le *big cap* tecnologiche statu-

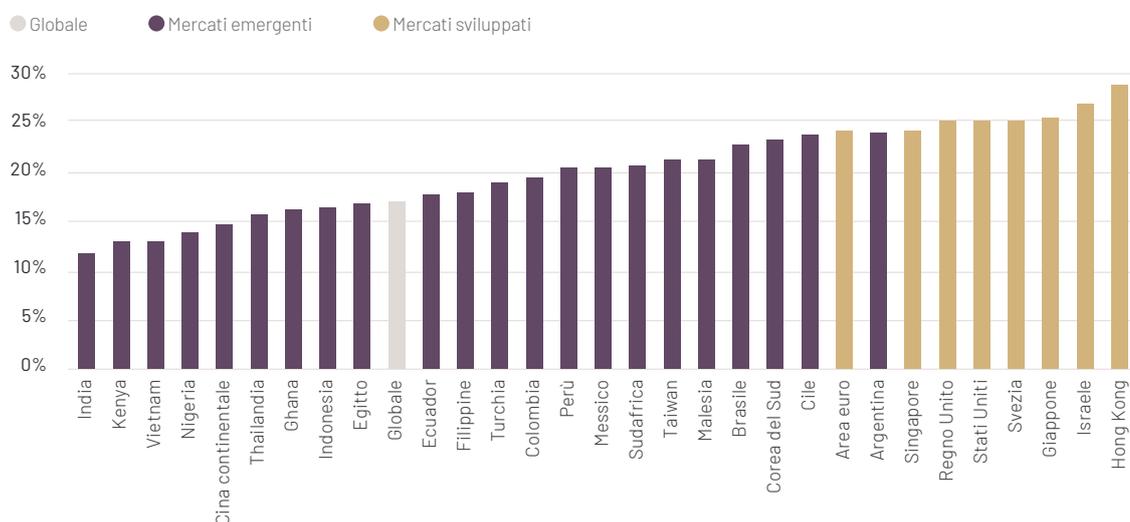
nitensi, queste ultime continuano di gran lunga ad essere i maggiori contributi della performance dell'indice MSCI World negli ultimi 10 anni.

EUROPA

Nelle ultime settimane il mercato azionario europeo è stato oggetto di alcune prese di profitto.

Manteniamo tuttavia il nostro giudizio costruttivo sulle azioni europee. I dati più recenti hanno mostrato un rallentamento dell'inflazione più rapido del previsto, dovuto in particolare al ritorno dei prezzi del gas ai livelli prebellici in Ucraina. Inoltre, la ripresa cinese continua a favorire gli esportatori europei. Di conseguenza, secondo i dati dei flussi di investimento complessivi, il posizionamento sulle azioni europee è attualmente basso.

GRAFICO 3: PARTE DELL'OCCUPAZIONE ESPOSTA ALL'AUTOMAZIONE DA PARTE DELL'IA, %



Fonti: Goldman Sachs, Indosuez Wealth Management.

Inoltre, l'Europa è la regione in cui le revisioni degli utili sono state più elevate nell'ultimo anno ed il *sentiment* nei confronti degli utili per azione (numero di revisioni al rialzo rispetto a quelle al ribasso) rimane positivo in Europa come negli Stati Uniti. Infine, dati i livelli di valutazione, le azioni europee appaiono ancora interessanti, sia storicamente che in termini relativi (soprattutto rispetto agli Stati Uniti).

CINA

In Cina, la forza della ripresa economica ha deluso e le revisioni degli utili sono state nuovamente riviste al ribasso. Tuttavia, rimaniamo positivi nel medio termine, poiché gli ultimi dati inferiori alle attese dovrebbero essere accompagnati da maggiori stimoli, in particolare da misure di rilancio mirate ai settori in difficoltà. Il nostro scenario prevede ancora che la domanda dei consumatori recuperi terreno. Più in generale, la Cina offre ancora una valutazione interessante, in un contesto di riapertura dell'economia e di graduale sostegno della politica monetaria. Anche i rischi geopolitici stanno continuando a pesare sulla percezione del mercato cinese.

GIAPPONE

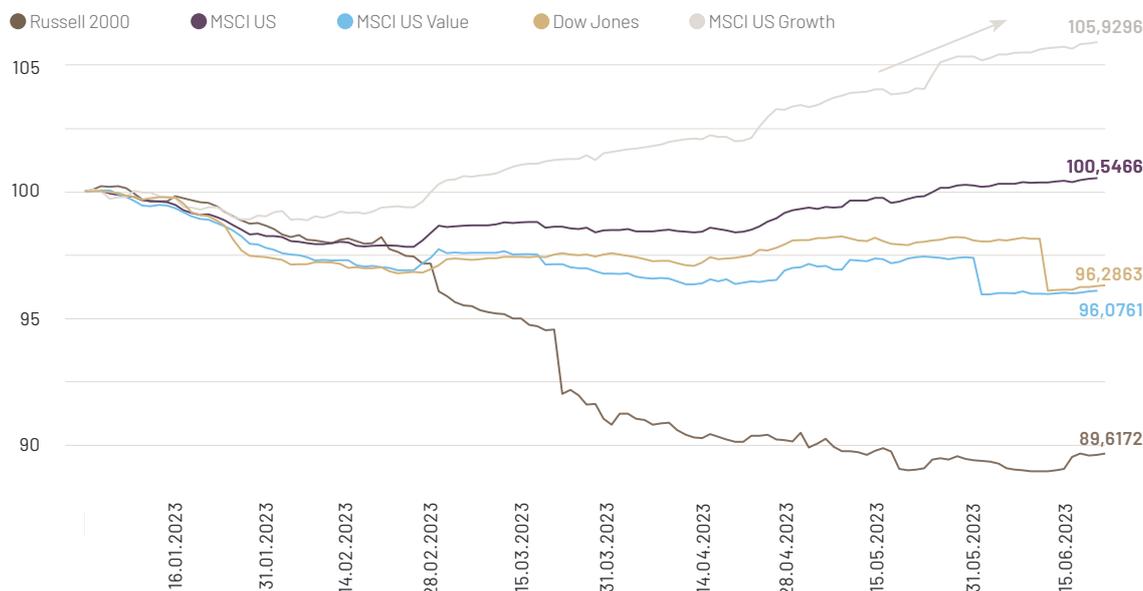
Il Giappone potrebbe essere un'altra alternativa per sfruttare i benefici della riapertura della Cina. Il ritorno dell'inflazione dopo anni di deflazione, la crescita economica che riprende slancio, le

riforme strutturali della Borsa di Tokyo in un mercato ancora ampiamente non sfruttato appieno: i pianeti sembrano allinearsi a favore del mercato giapponese. Riguardo alla possibilità di migliorare la produttività offerta dall'IA, il Giappone potrebbe essere uno dei principali potenziali beneficiari (grafico 3, pagina 10). L'indice Nikkei è appena tornato a livelli che non si vedevano da tre decenni. Sebbene il rimbalzo sia stato impressionante e rapido, viene bilanciato dal forte calo dello yen, che rende il mercato ancora conveniente per gli investitori stranieri.

STILE D'INVESTIMENTO

In termini di stile, continuiamo ad incrementare gradualmente la nostra esposizione alla crescita. Il recente aumento dei tassi di interesse a lungo termine, che tradizionalmente penalizza i titoli *Growth*, non ha avuto l'effetto desiderato. Anzi, l'esplosione del tema dell'IA generativa ha sconvolto questa tradizionale correlazione, riportando in primo piano il Nasdaq ed i titoli tecnologici. Sebbene il rialzo dell'indice sia stato impressionante, è stato relativamente concentrato, per cui rimane una parte più strutturale del mercato che può ancora apprezzarsi, grazie soprattutto al miglioramento della dinamica degli utili (grafico 4). Temi di crescita più ampi dovrebbero essere in grado di prendere il sopravvento (*cloud*, sicurezza informatica, robotica, ecc.).

GRAFICO 4: INVERSIONE DELLE REVISIONI DEGLI UTILI PER LA MAGGIOR PARTE DEGLI INDICI STATUNITENSIS



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Nota: L'entusiasmo per l'intelligenza artificiale non è l'unica spiegazione del rally registrato dal mercato azionario statunitense negli ultimi mesi. Anche le revisioni degli utili dell'indice MSCI US Growth sono le più orientate al rialzo.

LA POLITICA MONETARIA RIPRENDE IL POSTO CHE LE SPETTA



Maxime GARCIA
Investment Strategist

Esiste una forte correlazione tra il differenziale dei tassi d'interesse e la performance dei mercati valutari. Con la Fed che fatica a convincere il mercato, è probabile che il dollaro perda terreno, mentre l'euro beneficia di una BCE percepita come più restrittiva. Lo yen attende un cambiamento di politica monetaria prima di sovraperformare, mentre il CNY potrebbe risentire di un atteggiamento accomodante da parte della Banca Popolare Cinese.

USD

Perdita di momentum

L'indice del dollaro americano (indice DXY) ha perso terreno dall'inizio di giugno. In primo luogo, la tenuta dei dati macroeconomici e la riduzione del rischio di crisi bancaria hanno alimentato la propensione al rischio degli investitori, riducendo di conseguenza la domanda del biglietto verde come bene rifugio. Allo stesso tempo, il riemergere di una forte correlazione tra la divergenza di politica monetaria e l'apprezzamento delle diverse valute ha pesato sul dollaro (grafico 5). Il dollaro ha perso l'1,2% dopo l'ultima riunione di politica monetaria della Fed, durante la quale la banca centrale statunitense ha deciso di non aumentare i tassi di interesse.

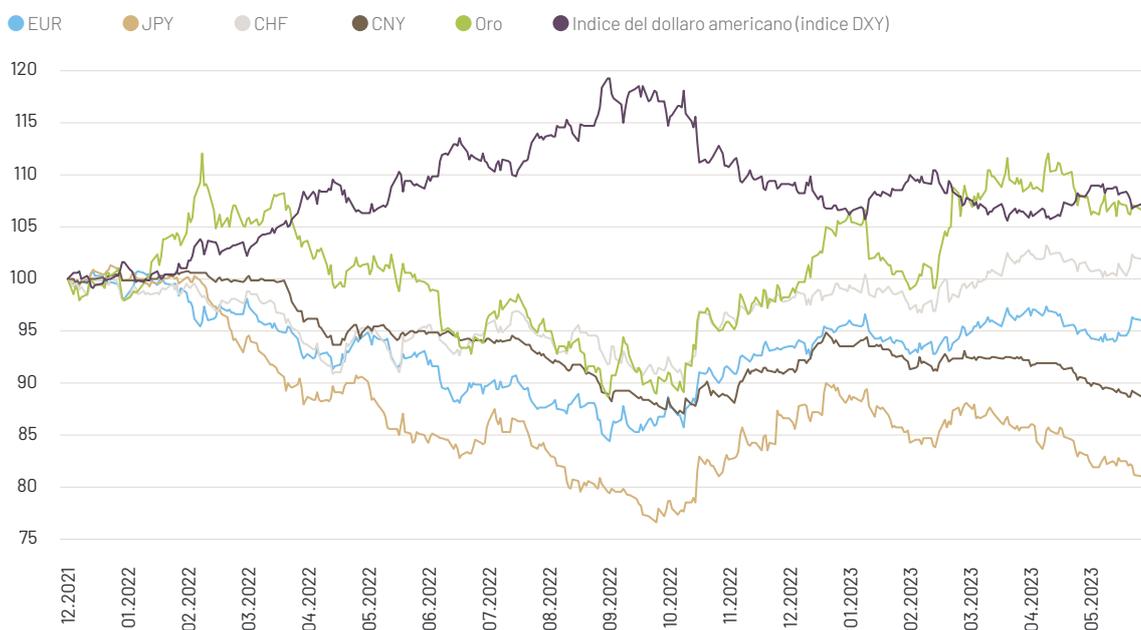
L'esito di questa riunione ha inoltre alimentato lo scetticismo degli investitori sui due ulteriori rialzi dei tassi previsti entro la fine dell'anno, secondo i *dot plot* (grafico che rappresenta le proiezioni relative all'evoluzione dei tassi di interesse).

EUR

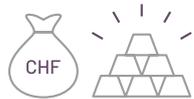
Recupero del ritardo accumulato nel ciclo di stretta monetaria

L'euro ha recuperato rispetto al dollaro, salendo dell'1,6% dalla riunione della BCE di giugno. La moneta unica è sostenuta da una banca centrale che prosegue il suo ciclo di inasprimento e mantiene un tono restrittivo, a fronte di una Fed percepita come meno convincente.

GRAFICO 5: PERFORMANCE DELLE VALUTE, 100 = 31.12.2022



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



CHF E L'ORO
beneficiano
del loro status
di **BENI**
RIFUGIO

Anche la riapertura della Cina e l'assenza di una recessione nel 2023 dovrebbero continuare ad avere un impatto positivo sull'euro. D'altra parte, molti elementi positivi sono già stati scontati dalle quotazioni e gli investitori sono già in ipercomprato sull'euro. Rimaniamo quindi positivi ma cauti su EUR/USD ed abbiamo abbassato il nostro obiettivo di lungo periodo a 1,07-1,11.

JPY

In attesa

L'atteggiamento costantemente accomodante della Banca del Giappone ha spinto la coppia USD/JPY sopra quota 140, provocando ulteriori interventi verbali da parte dei politici giapponesi, pertanto non escludiamo la possibilità di un intervento sul mercato valutario nei prossimi mesi. Inoltre, sebbene le pressioni inflazionistiche non stiano ancora spingendo a modificare la politica monetaria, la tendenza potrebbe invertirsi con il continuo deprezzamento dello yen. Infine, gli investitori hanno ampiamente ridotto le loro posizioni lunghe sulla valuta e lo status di bene rifugio della moneta giapponese dovrebbe fornire un sostegno. In caso di cambiamento della politica monetaria, il Ninja potrebbe raggiungere quota 130.

CNY

L'allentamento monetario guida la debolezza

La coppia di valute USD/CNY sta salendo a fronte di una Fed relativamente più restrittiva della Banca Popolare Cinese e di dati relativi alla Cina più deboli del previsto. Non si può escludere un rialzo a breve termine del cambio USD/CNY, soprattutto se i dati economici cinesi non saranno all'altezza delle aspettative. Inoltre, il taglio dei tassi da parte della banca centrale cinese lascia presagire un ulteriore ampliamento degli *spread* di rendimento tra Stati Uniti e Cina, che si ripercuoterebbe sulla valuta. Prevediamo un *range* di negoziazione di 6,90-7,30 per la coppia USD/CNY.

CHF

Tra bene rifugio e banca centrale restrittiva

Il CHF dovrebbe continuare a trovare il sostegno della banca centrale, con un'inflazione ancora superiore al 2%. Potrebbero verificarsi ulteriori interventi sul mercato dei cambi, od essere già avvenuti (anche se la Banca Nazionale Svizzera non lo ha confermato ufficialmente), con le riserve valutarie della banca centrale scese da circa 900 miliardi di franchi nel luglio 2022 a circa 700 miliardi di franchi oggi. Inoltre, lo status di bene rifugio del franco svizzero rimane interessante in un contesto caratterizzato da una forte incertezza. Sebbene il potenziale di ulteriore rialzo sia limitato, rimaniamo positivi e prevediamo un *range* di 0,97-1,00 per la coppia di valute EUR/CHF.

ORO

**Ancora interessante come copertura
contro l'incertezza**

L'oro si sta allontanando dai suoi massimi, con una perdita del 2% dall'inizio del mese, mentre la ricalibrazione della Fed ed un biglietto verde che resta su livelli elevati pesano sui prezzi. L'accordo sul tetto del debito ha dissipato alcuni dei timori del mercato e la domanda delle banche centrali è diventata negativa ad aprile per la prima volta in un anno. Tuttavia, si tratta più di dinamiche locali (la banca centrale turca è stata la principale venditrice) che di un cambiamento di strategia a lungo termine, e lo status di bene rifugio del metallo giallo rimane intatto, il che dovrebbe consentirgli di continuare a catturare parte della domanda degli investitori. L'oro dovrebbe proseguire il suo andamento tra 1.900 e 2.000 USD/oncia.



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** per il 2023 confermiamo uno scenario di crescita globale, trainata soprattutto dai Paesi emergenti, primo fra tutti la Cina. Per l'anno in corso prevediamo una crescita modesta in Europa (+0,5%), che integra tuttavia una divergenza economica tra i vari Paesi. Anche al di là dell'Atlantico l'economia si sta normalizzando, sebbene i consumatori statunitensi si dimostrino più resilienti, e ciò spiega perché il dato di crescita per il 2023 sia superiore a quello dell'area euro (+1,1%).
- **Inflazione:** nelle economie avanzate è in corso una disinflazione, sostenuta da significativi effetti base sui prezzi dell'energia ma anche da un miglioramento dei vincoli di fornitura nel settore manifatturiero. Tuttavia, il rischio rimane al rialzo.
- **Banche centrali:** è probabile che la Fed aumenti i tassi di 25 punti base nella prossima riunione, prima di mantenere i tassi a breve termine su livelli elevati finché l'inflazione sottostante continuerà a salire. Nell'area euro, la BCE continuerà ad alzare i tassi (si prevedono ancora due rialzi), e nei prossimi mesi potrebbe anche accelerare la stretta quantitativa.
- **Risultati aziendali:** le revisioni degli utili si sono dimostrate resilienti, soprattutto in Europa, dove le aziende sono riuscite a mantenere margini elevati trasferendo i maggiori costi sui prezzi di vendita. Al di là dell'Atlantico, la dinamica di tali revisioni sta migliorando, trainata dalle società tecnologiche che stanno beneficiando delle prospettive altamente redditizie offerte dall'IA.
- **Ambiente di rischio:** I fattori di rischio sono diminuiti nelle ultime settimane (risoluzione del tetto del debito USA e ritorno delle condizioni finanziarie ai livelli precedenti la crisi della Silicon Valley Bank). In questo contesto, la volatilità azionaria ha continuato a scendere, agendo da fattore di sostegno per gli asset rischiosi. Al contrario è probabile che la volatilità dei tassi d'interesse rimanga su livelli elevati.



I fattori di
RISCHIO
SONO
DIMINUITI

ASSET ALLOCATION

Azioni

- Pur riconoscendo che l'attuale contesto è più favorevole agli asset rischiosi, con un miglioramento del *sentiment* di mercato ed un graduale ritorno dei flussi verso i mercati azionari nelle ultime settimane, alcuni indicatori tecnici invitano ad una certa cautela nel brevissimo termine. Rimaniamo comunque attenti alle opportunità di riallocazione della liquidità.
- A livello geografico, manteniamo la nostra visione costruttiva sulle azioni europee, che continuano ad evidenziare valutazioni interessanti sia in termini assoluti che relativi. Tuttavia, la tenuta dell'attività economica negli Stati Uniti e lo sviluppo dell'intelligenza artificiale ci inducono ad adottare una visione più ottimistica dei mercati azionari statunitensi.
- In Asia, il cambiamento del contesto macroeconomico e finanziario in Giappone sta determinando un ritorno dei flussi esteri verso gli asset rischiosi. La cautela resta tuttavia di rigore nel breve termine, vista la velocità del rally dei titoli azionari. Allo stesso tempo, nonostante la mancanza di interesse per le azioni cinesi da parte degli investitori esteri, manteniamo invariata la nostra raccomandazione. La regione potrebbe beneficiare di ulteriori sostegni governativi, anche se le valutazioni di mercato ci sembrano eccessivamente basse.

Obbligazioni

- Continuiamo ad avere una visione prudente sui titoli di Stato e privilegiamo un sottopeso di *duration* nei nostri portafogli.
- In termini di posizionamento, manteniamo la nostra preferenza per la parte breve della curva dei rendimenti nell'area euro e negli Stati Uniti, poiché offrono un *carry* interessante. Al contrario, i titoli di Stato a scadenza più lunga continuano ad essere penalizzati da un'elevata volatilità e da un'attesa di ricostituzione del premio a termine nei prossimi trimestri.

- Sul fronte del credito, il debito societario di qualità con scadenze brevi continua ad offrire il miglior compromesso in termini di rischio/rendimento. Il mercato dei titoli *high yield* sembra avere valutazioni troppo elevate, soprattutto in considerazione del livello dei tassi di rifinanziamento degli emittenti.
- Rimaniamo positivi sul debito dei mercati emergenti in valuta locale, i cui fondamentali rimangono solidi grazie alla buona gestione del ciclo dell'inflazione da parte delle banche centrali dei mercati emergenti.

Mercato dei cambi

- La tenuta dell'economia statunitense e l'eccessivo ottimismo del mercato sui potenziali tagli dei tassi da parte della Fed ci hanno indotto a modificare tatticamente la nostra visione sul cambio EUR/USD. Con l'allentamento di una serie di rischi macroeconomici e finanziari ed un ciclo di inasprimento più vicino alla fine negli Stati Uniti rispetto all'area euro, l'EUR/USD potrebbe ritrovare il suo movimento rialzista nei prossimi mesi.
- In questa fase gli investitori continuano ad evitare lo yen, e la Banca del Giappone mantiene una politica accomodante nonostante l'aumento dell'inflazione. Nel breve termine, tuttavia, i livelli raggiunti dalla valuta nipponica potrebbero innescare una reazione da parte della banca centrale del Paese volta ad arrestare la spinta ribassista. Anche il ritorno dei flussi di acquisto sui mercati azionari giapponesi è un fattore di sostegno.
- Il metallo giallo è entrato in una fase di stabilizzazione dei prezzi, ma rimane vulnerabile ad un aumento dei tassi d'interesse reali nel breve termine. Tuttavia, rimaniamo compratori di oro in caso di correzione, perché ne apprezziamo il ruolo di asset di protezione nei portafogli diversificati.

CONVINZIONI CHIAVE

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.



DATI AGGIORNATI AL 22 GIUGNO 2023

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	3,79%	-2,28	-8,02
Francia 10A	3,02%	-7,60	-8,40
Germania 10A	2,49%	-3,00	-7,40
Spagna 10A	3,44%	-14,40	-20,50
Svizzera 10A	1,03%	-5,50	-58,90
Giappone 10A	0,37%	-5,00	-4,20

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	37,19	2,06%	7,14%
Titoli di Stato in EUR	195,29	0,02%	1,36%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	202,54	0,80%	4,66%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	309,11	1,36%	4,18%
Titoli di Stato USA	299,16	-0,09%	1,28%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	43,43	1,57%	1,57%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9803	0,92%	-0,93%
GBP/USD	1,2748	3,47%	5,50%
USD/CHF	0,8948	-1,20%	-3,21%
EUR/USD	1,0956	2,15%	2,34%
USD/JPY	143,11	2,18%	9,14%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	12,91	-6,23	-8,76

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	4.381,89	5,56%	14,13%
FTSE 100 (Regno Unito)	7.502,03	-0,91%	0,67%
STOXX Europe 600	454,70	-0,32%	7,02%
Topix	2.296,50	7,01%	21,40%
MSCI World	2.930,37	4,77%	12,59%
Shanghai SE Composite	3.924,24	0,35%	1,36%
MSCI Emerging Markets	1.001,14	3,85%	4,68%
MSCI Latam (America Latina)	2.469,07	8,70%	16,01%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	192,19	4,13%	0,11%
MSCI Asia Ex Japan	638,97	3,14%	3,19%
CAC 40 (Francia)	7.203,28	-0,36%	11,27%
DAX (Germania)	15.988,16	1,23%	14,83%
MIB (Italia)	27.410,08	3,79%	15,62%
IBEX (Spagna)	9.364,70	2,73%	13,80%
SMI (Svizzera)	11.183,42	-1,25%	4,23%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.784,00	9,02%	-7,59%
Oro (USD/Oncia)	1.914,01	-1,41%	4,93%
Greggio WTI (USD/Barile)	69,51	-3,23%	-13,39%
Argento (USD/Oncia)	22,47	-1,40%	-6,54%
Rame (USD/Tm)	8.574,00	7,68%	2,41%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	2,61	13,05%	-41,72%

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

	MARZO 2023	APRILE 2023	MAGGIO 2023	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (22 GIUGNO 2023)
MIGLIORI	3,51%	1,46%	3,56%	8,70%	21,40%
+	3,29%	3,13%	0,25%	7,01%	16,01%
	2,83%	1,92%	-1,25%	5,56%	14,13%
	2,73%	2,69%	-1,41%	4,77%	12,59%
	0,51%	1,59%	-1,90%	4,13%	7,02%
	0,36%	-0,54%	-2,09%	3,85%	4,68%
	0,04%	-1,34%	-3,19%	3,14%	3,19%
	-0,46%	1,63%	-5,39%	0,35%	1,36%
	-0,71%	3,48%	-5,72%	-0,32%	0,67%
PEGGIORI	-3,10%	-2,19%	-6,19%	-0,91%	0,11%

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



AIE: Agenzia internazionale dell'energia.

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

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

BLS: Bureau of Labor Statistics.

BNEF: Bloomberg New Energy Finance.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FMI: Fondo monetario internazionale.

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

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

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

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

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

IPCC: Gruppo intergovernativo sul cambiamento climatico.

IRENA: Agenzia internazionale per le energie rinnovabili.

ISM: Institute for Supply Management.

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

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

OCSE: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico.

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

OMC: Organizzazione Mondiale del Commercio.

OPEC: Organizzazione dei paesi produttori di petrolio.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SRI: Investimenti sostenibili e responsabili.

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

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

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

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

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

Value: Stile *Value* si riferisce ad aziende apparentemente scambiate a un prezzo più basso rispetto ai loro fondamentali. Fra le caratteristiche comuni ai titoli *Value* ci sono il rendimento elevato in termini di dividendi, un rapporto prezzo/valore contabile basso e un rapporto prezzo/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" ("Opuscolo") è rilasciato unicamente a fini di comunicazione commerciale.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Crediti fotografici: Getty Images.

Finito di redigere il 22.06.2023.

