



MONTHLY HOUSE VIEW

Marzo 2022

Focus

I mercati emergenti, in un mondo in via di normalizzazione

• Sommario

01• Editoriale	P3
IL PREZZO DELL'INFLAZIONE	
02• Focus	P4
I MERCATI EMERGENTI, IN UN MONDO IN VIA DI NORMALIZZAZIONE	
03• Macroeconomia	P6
INFLAZIONE: UN DILEMMA CAUSALE	
04• Reddito fisso	P8
UN INIZIO D'ANNO DI PORTATA STORICA	
05• Azioni	P10
LA FED HA COLTO IL MERCATO DI SORPRESA	
06• Cambi	P12
VOLATILITÀ DELLE BANCHE CENTRALI	
07• Asset allocation	P14
SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE	
08• Monitor dei mercati	P16
PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI	
09• Glossario	P17
Dichiarazione di esclusione di responsabilità	P18



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

Cari Lettori,

L'inflazione continua a sorprendere al rialzo. Questa dinamica non è probabilmente una sorpresa, se si osserva l'impennata dei prezzi dell'energia, e ci spinge intuitivamente ad associare l'inflazione all'aumento dei prezzi del petrolio, del gas ed alle tensioni geopolitiche. Tale nesso potrebbe portare alla tesi dell'inflazione temporanea, causata dall'energia e destinata quindi a diminuire rapidamente.

Alla luce degli ultimi dati sull'inflazione negli Stati Uniti questa idea ci sembra rischiosa sotto diversi punti di vista. In primo luogo, perché i numeri evidenziano che l'incremento dei prezzi è ormai diffuso alla grande maggioranza delle componenti dell'indice. In secondo luogo, perché è lecito ipotizzare un meccanismo di reazione dei salari all'inflazione e viceversa, che trasformerebbe l'inflazione in un fenomeno stabile, o almeno più durevole del previsto. In Europa, con una crescita salariale più contenuta, tale rischio è ancora lontano, ma il basso livello di disoccupazione nel Vecchio Continente potrebbe presto condurre ad un'accelerazione dell'inflazione. È quindi importante rimanere cauti sulla natura dinamica di questo processo e osservare l'emergere di eventuali reazioni a catena.

Il fenomeno inflazionistico potrebbe avere un impatto sulla crescita. L'erosione del potere d'acquisto reale delle classi medie mette infatti in crisi la tesi rassicurante del surplus di risparmio accumulato durante la pandemia. Le famiglie a basso reddito subiscono il peso dell'aumento dei prezzi del carburante, con un conseguente aumento delle rivendicazioni salariali e una necessaria ridefinizione delle priorità nei consumi. Si tratta di una nota stonata nello scenario relativamente consensuale e ottimista di una crescita globale non influenzata dall'inflazione e dai rialzi dei tassi.

Questa preoccupazione è stata probabilmente inserita nelle equazioni delle banche centrali, che potrebbero non attuare tutti i rialzi dei tassi attualmente scontati dal mercato.

La Fed e la Banca Centrale Europea (BCE) divergono su molti punti, sia in termini di differenze di contesto economico, sia di caratteristiche della loro missione. Ma i due istituti condividono senza dubbio l'obiettivo di non voler provocare una recessione o una brusca flessione dei mercati con una normalizzazione eccessiva, soprattutto se la crescita dovesse mostrare segni di debolezza.

È chiaro che politica monetaria sia tutt'altro che neutrale per i mercati, ma un paradosso permane: se è infatti opinione comune che l'azione delle banche centrali ha consentito una forte ripresa dei prezzi degli attivi finanziari dalla primavera del 2020, è meno comunemente accettato che la normalizzazione monetaria si traduca in un aggiustamento dei mercati azionari e degli *spread* delle obbligazioni corporate, anche se questo è proprio quanto sta accadendo da gennaio.

Alcuni segni di debolezza dovuti alle pressioni inflazionistiche cominciano ad emergere anche nelle aziende. Finora, le imprese avevano battuto record di crescita e di redditività, rispondendo agli aumenti dei costi con incrementi di prezzo destinati a sostenere i margini. Dopo i massimi storici registrati con gli utili del quarto trimestre, i vertici aziendali parlano delle tendenze per il 2022 con cautela, mentre i titoli industriali vedono diminuire i propri margini.

L'inizio dell'anno richiede quindi umiltà e pragmatismo, di fronte a una realtà in mutamento, con tendenze che appaiono meno definite e un regime di rischio più elevato.

Il mese di marzo sembra riservare molte sfide e fornirà risposte sulla strategia adottata dalle banche centrali. Se l'economia regge, la Fed inizierà l'annuncio rialzo dei tassi. Viceversa, se il contesto internazionale, la volatilità dei mercati o la tendenza economica dovessero deteriorarsi, avremo occasione di verificare se la "Greenspan put"¹ sia sempre d'attualità...

1 - Letteralmente «opzione put di Greenspan»: l'idea che la Fed adotti nuovamente una politica accomodante al primo peggioramento delle condizioni finanziarie (un termine coniato dopo il crash del 1987, quando Alan Greenspan decise di intervenire in soccorso dei mercati).

I MERCATI EMERGENTI, IN UN MONDO IN VIA DI NORMALIZZAZIONE

Mentre gli Stati Uniti si avviano verso una stretta monetaria, sarà fondamentale fare una distinzione fra i vari mercati emergenti, osservando la reattività della loro politica economica e la forza dei loro fondamentali chiave. D'altra parte, non tutto può essere ridotto alla Fed: i prezzi del petrolio, gli strascichi della pandemia e la gestione dei macro-equilibri saranno fattori determinanti per i mercati emergenti nel 2022.



3 ASSI PRINCIPALI che influenzano i mercati emergenti

Le intenzioni della Fed di aumentare i tassi a marzo e di mettere inoltre fine ai suoi acquisti di obbligazioni, nello stesso mese, potrebbero complicare i piani di uscita dalla crisi in alcuni mercati emergenti.

Esistono tre assi principali² attraverso i quali un rialzo dei tassi di interesse statunitensi potrebbe avere un impatto sulle economie emergenti.

- **L'asse finanziario:** in passato, le strette della Fed hanno già provocato deflussi di capitale dai mercati emergenti, spingendo gli investitori a spostare dollari verso i Treasury statunitensi privi di rischio, dal rendimento più attraente. Già nel 2013, il "taper tantrum" aveva colpito i mercati emergenti, riducendo drasticamente gli afflussi di capitale in particolare nei cosiddetti "fragile five" (i mercati di Sudafrica, Brasile, India, Indonesia e Turchia) e di nuovo, in misura minore, quando la Fed ha iniziato a ridurre il suo bilancio nel 2018.
- **L'asse monetario e dei tassi di cambio:** questi deflussi pesano a loro volta sulle valute dei mercati emergenti con regimi di cambio flessibili, in particolare nei paesi vulnerabili con deficit strutturali delle partite correnti e/o riserve valutarie basse. Per i paesi con regimi a cambio fisso (o con valute ancorate), l'impatto è molto più improvviso e le banche centrali di questi paesi dovranno aumentare i tassi contemporaneamente alla Fed, pesando così sulla propria economia.
- **L'asse commerciale:** un effetto di *spill over* dovuto al calo della domanda interna degli Stati Uniti sulle esportazioni dei suoi maggiori partner commerciali.

QUESTA VOLTA SARÀ DIVERSO?

Anche se i tempi sono cambiati rispetto al 2013 (i "fragile five" hanno ora un deficit medio delle partite correnti dell'1,3% del PIL rispetto al 4,4% del PIL nel 2013), l'economia mondiale si sta appena riprendendo da uno shock senza precedenti, che ha fortemente deteriorato i bilanci e rende particolarmente importante distinguere tra i vari mercati emergenti. Finora, le loro valute non sono state significativamente penalizzate dalla posizione più aggressiva della Fed e alcune sono state addirittura sostenute dai prezzi più alti delle materie prime (Sudafrica). Diverse banche centrali emergenti hanno iniziato ad aumentare i tassi anche prima della Fed, e la normalizzazione degli Stati Uniti non dovrebbe quindi ridurre il differenziale di *carry*. Inoltre, anche se numerosi, i previsti rialzi dei tassi statunitensi potrebbero non generare un differenziale abbastanza interessante da allontanare i gestori di portafogli dai mercati emergenti. Infine, sul fronte commerciale, la domanda di importazioni statunitense sarà influenzata anche dal previsto spostamento della domanda dei consumatori dalle merci (soprattutto quelle importate) ai servizi (soprattutto locali, poiché la ripartenza del turismo richiederà ancora tempo).

In questo scenario mutevole, abbiamo identificato quattro gruppi di mercati emergenti, con diversi gradi di rischio legati all'attuale contesto di stretta monetaria statunitense (Tabella 1, pagina 5).

I "fortunati" che dividiamo in due sottogruppi. Il primo è quello dei paesi mediorientali con ancoraggio al dollaro. Questi paesi sperimenteranno una stretta monetaria, ma in un momento favorevole, in cui i prezzi del gas e del petrolio stanno aumentando, e quindi dovrebbero assorbire i crescenti costi di finanziamento e migliorare i bilanci fiscali.

Il secondo sottogruppo riunisce i paesi dell'ASEAN (Thailandia, Indonesia, Malesia e Filippine), per i quali l'impatto della stretta monetaria degli Stati Uniti è limitato all'apprezzamento contenuto del dollaro, in quanto i loro macro-fondamentali rimangono relativamente solidi.

Gli "early mover", costretti ad adottare una posizione meno accomodante. Questi paesi hanno avviato in anticipo il processo di normalizzazione per contrastare l'inflazione e stabilizzare le proprie valute, magari a spese della crescita a breve termine del PIL. Questi paesi includono il Sudafrica, il Brasile e la Russia, che si sono mossi presto e con aggressività, segnalando la propria determinazione a gestire le aspettative di inflazione. Il Messico, l'Ungheria, il Cile e la Polonia hanno adeguato la propria politica monetaria più tardi, ma da allora hanno accelerato i rialzi, per inseguire l'inflazione.

I paesi a rischio di una contrazione del commercio statunitense. In questo caso, si tratta di mercati emergenti con una forte dipendenza dalle importazioni degli Stati Uniti, che rappresentano oltre il 15% del commercio totale. L'impatto sarà avvertito soprattutto nei paesi dell'area Latam (in particolare il Messico). Anche la Cina potrebbe essere penalizzata quest'anno da una contrazione delle

importazioni degli Stati Uniti, ma a nostro avviso è un mondo a parte – non è più trattata come economia emergente dai mercati finanziari – e si è concentrata sull'allentamento della sua politica monetaria, per compensare l'impatto recessivo del deleveraging del settore immobiliare.

I paesi con macro-squilibri significativi. In un contesto di aumento dei prezzi del petrolio, i paesi in cui il greggio costituisce una percentuale elevata delle importazioni totali rischiano sanzioni valutarie nel 2022, a causa di uno sbilanciamento delle partite correnti. È il caso dell'India, che nonostante le forti riserve valutarie e un deficit delle partite correnti finora limitato, corre un reale rischio di deterioramento della bilancia commerciale (il greggio rappresenta il 30% delle importazioni) e di inflazione, in caso di prolungata impennata del prezzo del petrolio. Infine, a un livello significativamente più rischioso, la combinazione di deficit gemelli³ e bassi livelli di vaccinazione in Egitto e i problemi di iperinflazione in Turchia spingono gli investitori a essere cauti su questi mercati, dove le vulnerabilità esistenti potrebbero accentuarsi, soprattutto in tempi di normalizzazione della politica statunitense.

TABELLA 1: MAPPA DI VULNERABILITÀ DEI MERCATI EMERGENTI, %

MERCATI EMERGENTI	BILANCIO PUBBLICO 2022, % DEL PIL	DEBITO PUBBLICO 2022, % DEL PIL	PARTITE CORRENTI 2022, % DEL PIL	INFLAZIONE 2022, %	% DELLE IMPORTAZIONI STATUNITENSIS SUL TOTALE DELLE ESPORTAZIONI	% DELLE IMPORTAZIONI DI PETROLIO SUL TOTALE DELLE IMPORTAZIONI DI MERCI, 2020	
I "FORTUNATI"	Indonesia	-5%	43%	-1,0%	3,4%	11%	11%
	Kuwait	1%	11%	13,3%	3,0%	0%	0%
	Malesia	-4%	70%	3,7%	2,0%	11%	12%
	Filippine	-6%	62%	-1,8%	2,9%	15%	9%
	Qatar	6%	53%	11,6%	0,1%	2%	1%
	Arabia Saudita	-2%	31%	3,8%	2,2%	1%	3%
	Thailandia	-3%	60%	2,1%	0,8%	15%	14%
	EAU	0%	39%	9,4%	2,2%	2%	17%
GLI "EARLY MOVER"	Brasile	-7%	90%	-1,7%	4,0%	10%	10%
	Ungheria	-6%	76%	0,9%	3,6%	3%	6%
	Polonia	-2%	53%	1,6%	2,6%	3%	5%
	Russia	0%	18%	4,4%	4,3%	3%	1%
	Sudafrica	-7%	72%	-0,9%	4,5%	8%	14%
	Cile	-2%	37%	-2,2%	3,4%	14%	13%
CON MACRO-SQUILIBRI SIGNIFICATIVI	Egitto	-6%	89%	-3,7%	7,0%	5%	12%
	India	-10%	89%	-1,4%	4,9%	18%	28%
	Turchia	-6%	38%	-1,6%	14,5%	6%	5%
RISCHIO DI UNA CONTRAZIONE DEL COMMERCIO STATUNITENSE	Colombia	-6%	68%	-4,0%	3,1%	30%	5%
	Messico	-4%	60%	-0,3%	3,1%	79%	6%
	Perù	-4%	37%	0,1%	2,6%	16%	9%

Nota: Paesi inclusi nell'indice MSCI Emerging Markets, escluse Cina e Corea del Sud.

Fonti: IMF World Economic Outlook, ITC Trade Map, Banca Mondiale, Indosuez Wealth Management.

3 - Deficit gemelli: compresenza di disavanzo del bilancio pubblico e di deficit delle partite correnti.



Di fronte al brusco aumento dei prezzi negli Stati Uniti e nell'area euro, gli economisti sembrano mantenere le loro previsioni d'inflazione, mentre le proiezioni di crescita rimangono piuttosto stabili. L'incremento dei prezzi è in parte attribuibile alla ripresa della domanda, ma è anche dovuto a effetti esogeni (problemi temporanei delle supply chain e prezzi delle materie prime) e potrebbe quindi raffreddare i consumi in futuro, dopo una forte impennata della domanda di merci negli Stati Uniti all'inizio dell'anno.



Aumento dei salari orari medi degli Stati Uniti del

5,7%
SU BASE ANNUA

INFLAZIONE IN ENTRAMBI I CONTINENTI

I dati sull'inflazione di gennaio hanno superato le aspettative del consensus sia negli Stati Uniti (7,5% su base annua contro il 7,3%), sia nell'area euro (5,1% su base annua contro il 4,4%). L'aumento dei prezzi è stato tuttavia molto meno diffuso nell'area euro, limitandosi all'aumento dei prezzi dei prodotti alimentari e dell'energia, mentre negli Stati Uniti l'inflazione ha colpito anche i settori dei prodotti di base e dei servizi. L'inizio di una spirale prezzi/salari comincia ad emergere anche negli Stati Uniti (i salari orari medi sono cresciuti del 5,7% su base annua in gennaio), mentre l'aumento del costo unitario della manodopera nell'area euro resta contenuto (2,5% nel terzo trimestre 2021).

Per il futuro, crediamo che l'aumento dei prezzi del petrolio e la scarsità dell'offerta continueranno a pesare sul primo trimestre del 2022.

In seguito, l'inflazione dovrebbe moderarsi, ma rimanere a livelli elevati negli Stati Uniti, principalmente a causa della continua pressione esercitata dai prezzi elevati delle materie prime, dai prezzi delle case, dai salari in un mercato del lavoro rigido (tasso di disoccupazione statunitense al 4%) e dall'utilizzo della capacità, tornato ai livelli del febbraio 2020.

La capacità inutilizzata viene riassorbita anche nell'area euro, ma con pressioni limitate dal mercato del lavoro (il tasso di disoccupazione è al 7% nell'area euro e spazia dal 13% in Spagna al 3% in Germania), il che implica che l'aumento dei prezzi dovrebbe essere temporaneo e l'inflazione dovrebbe tornare al target della BCE nel 2023. I prezzi immobiliari sono peraltro in significativo aumento nell'area euro (dell'8% su base annua nel quarto trimestre 2021), ma a differenza degli Stati Uniti non sono integrati nell'indice dei prezzi al consumo.

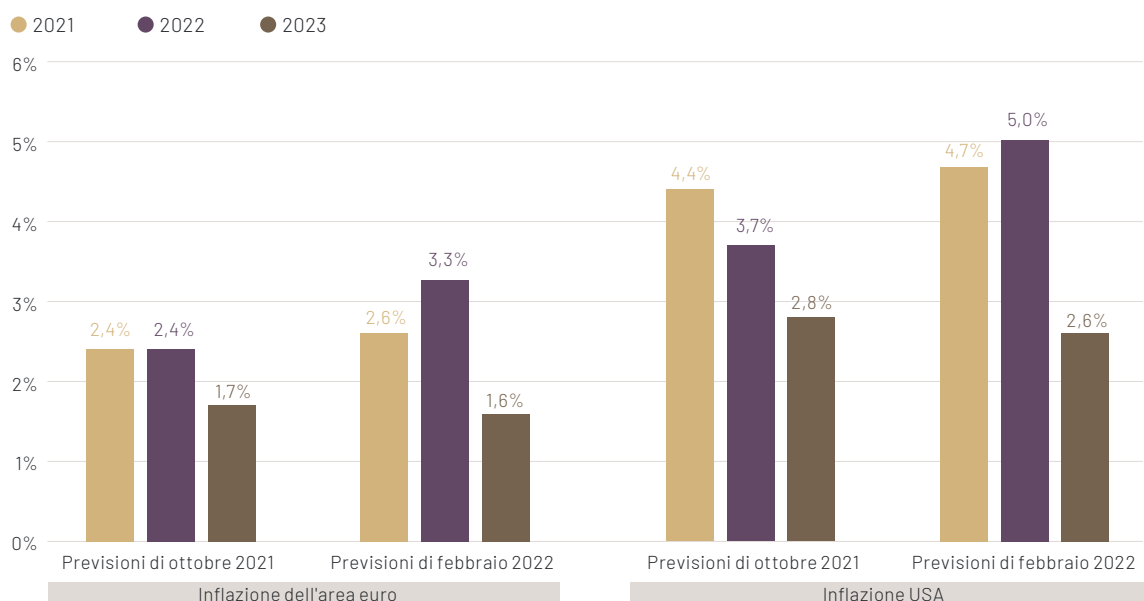
QUALI SONO LE IMPLICAZIONI PER I CONSUMI E LA CRESCITA DEL PIL?

L'inflazione ha pesato sul sentiment dei consumatori, in forte calo negli Stati Uniti a febbraio 2022 e nell'area euro a gennaio. Negli Stati Uniti, prevediamo che i lavoratori chiedano aumenti salariali per riguadagnare potere d'acquisto, specialmente in un mercato del lavoro così rigido. La variazione dei salari reali statunitensi nel 2022 (tenendo conto dell'impatto dell'inflazione) rimarrà tuttavia negativa.

I previsti aumenti dei tassi negli Stati Uniti dovrebbero pesare anche sui consumi legati al credito, sebbene i risparmi accumulati e l'effetto ricchezza dei prezzi immobiliari e dei mercati azionari potrebbero attutire l'impatto per i soggetti ad alto reddito. Nel 2022, l'impulso fiscale dovrebbe essere meno favorevole negli Stati Uniti, ma restare forte in Europa (pari all'1% del PIL secondo la Commissione europea). I consumatori dell'UE beneficeranno anche di un cuscinetto di risparmio ancora relativamente consistente (15% del reddito contro il 7,5% negli USA) e di un'inflazione più bassa nel 2022 (grafico 1).

Nel complesso, i consumi dovrebbero riequilibrarsi tra merci e servizi nel 2022, con l'inizio dell'anno ancora ampiamente concentrato sulle merci (vendite al dettaglio USA in crescita del 3,8% sul mese dopo il -2,5% di dicembre). Prevediamo che i consumi statunitensi subiranno una flessione dopo il primo trimestre 2022 e torneranno ai livelli pre crisi nell'area euro nel secondo trimestre. I rischi per il nostro scenario sono bilanciati, con un rischio di rialzo negli Stati Uniti, in caso di ulteriori stimoli fiscali, e rischi di ribasso derivanti da fattori geopolitici/energetici e pandemici che in questa fase non possono essere completamente esclusi. In tale contesto macroeconomico, con pressioni inflazionistiche divergenti negli Stati Uniti e nell'area euro, anche i programmi delle banche centrali saranno diversi, con la BCE che ha molteplici motivi per prendere tempo rispetto alla Fed, compresa la necessità di continuare a gestire rapporti debito pubblico/PIL estremamente alti (125% in Portogallo, 150% in Italia e 175% in Grecia).

GRAFICO 1: PREVISIONI AGGIORNATE DELL'INFLAZIONE, %



Fonti: Amundi, Indosuez Wealth Management.

I mercati obbligazionari globali subiscono il cambiamento dei toni delle principali banche centrali. In reazione ai dati sull'inflazione persistentemente alti, gli istituti accelerano l'uscita dalle politiche monetarie ultra-accomodanti adottate nel 2020. Una decisione che non risparmia gli investitori obbligazionari, i cui portafogli registrano le peggiori performance dai primi anni 2000.



L'attuale
incertezza crea
**OPPORTUNITÀ DI
INVESTIMENTO**

BANCHE CENTRALI

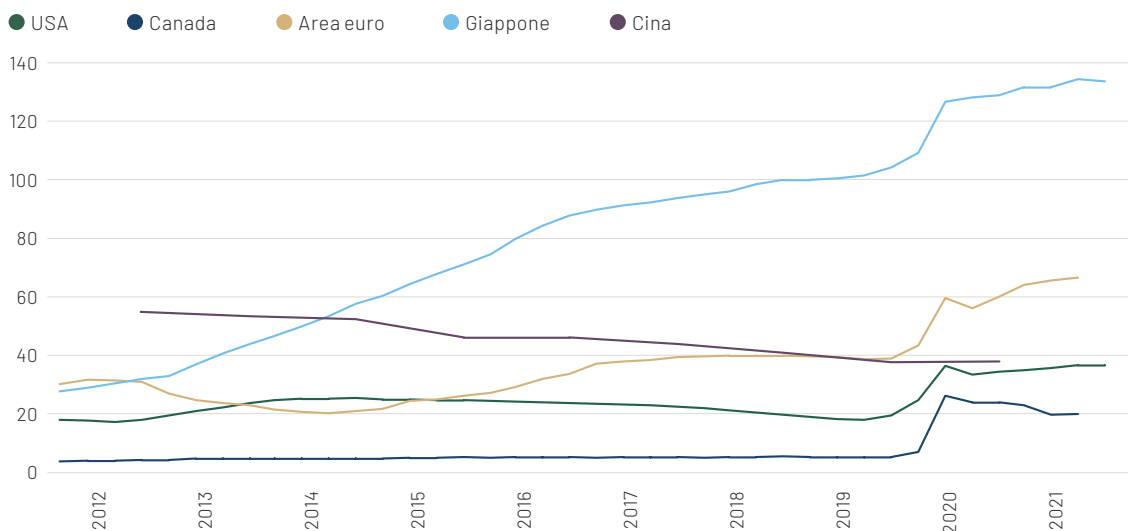
Siamo alla fine di un periodo di quasi 14 anni di sostegno artificiale del mercato obbligazionario? In una successione di eventi iniziata a settembre, la Banca d'Inghilterra (BoE), la Fed e, più recentemente, la BCE hanno annunciato la fine delle politiche monetarie ultra-accomodanti adottate al culmine della fase di turbolenze finanziarie ed economiche del 2020 (Grafico 2). Le cifre dell'inflazione, costantemente superiori agli obiettivi di medio termine degli istituti centrali, motivano una risposta monetaria.

I tassi sono in rialzo in tutte le aree geografiche, trascinati da tassi brevi che non riescono ad anticipare il ritmo dei rialzi dei tassi di riferimento e si adeguano bruscamente. I tassi a lungo termine crescono in misura minore, portando ad un marcato appiattimento delle curve.

Bisogna tornare al 2009 per trovare una performance così negativa dei titoli di Stato statunitensi. Nell'area euro, il ritiro graduale della BCE potrebbe provocare un divario dei premi di rischio fra paesi periferici e Germania, rendendo più costoso il finanziamento dei loro deficit pubblici.

Questo appiattimento riflette sia una lettura molto aggressiva delle dichiarazioni delle banche centrali (i mercati stanno attualmente scontando da sei a sette rialzi dei tassi negli Stati Uniti, molto più dei *dot plot* della Fed), sia l'idea che la stretta monetaria dovrebbe essere di breve durata, prima della fine ciclo. Sullo sfondo, i mercati stanno di fatto integrando nei tassi lunghi i rischi per la crescita posti da una eventuale stretta monetaria generalizzata ed eccessiva. E forse riflettono anche il rischio di un effetto negativo dell'inflazione sui consumi a medio termine.

GRAFICO 2: RAPPORTO ATTIVITÀ/PIL DELLA BANCA CENTRALE, %
LA FINE DI UN'EPOCA?



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



CREDITO

Nei mercati del credito, i deflussi di capitale stanno accelerando, in particolare nell'area euro. Le performance negative registrate dall'inizio dell'anno, spesso in linea con quelle del 2021, non rassicurano gli investitori. Noi riteniamo invece che esse costituiscano un'opportunità per iniziare a costituire posizioni sui mercati del credito. L'aumento dei tassi d'interesse sta infatti rendendo di nuovo interessante la classe degli attivi obbligazionari. La divaricazione degli *spread* non è giustificata da fattori fondamentali: gli utili pubblicati sono di buona qualità, le aziende hanno ricostituito le proprie riserve di liquidità, i coefficienti di indebitamento sono in linea con le medie a lungo termine (circa 2,7 volte il ratio debito/EBITA⁴ nell'universo delle aziende con rating BBB). Infine, soprattutto nel segmento high yield, molte aziende hanno gestito attivamente il proprio profilo di debito nel 2021, tramite l'esercizio di *call* o il riacquisto di titoli a breve e media scadenza finanziati da emissioni a lunga scadenza, con cedole basse. Tali operazioni hanno consentito di ridurre i costi finanziari e di evitare un "muro del debito" nel 2022 o 2023. Sul debito subordinato, finanziario o corporate, preferiamo rimanere cauti sulle *call* a medio e lungo termine; viceversa, l'attuale volatilità del mercato crea molte opportunità a breve termine. Una normalizzazione della volatilità, in particolare nei mercati azionari, permetterà ai segmenti obbligazionari più rischiosi di ottenere una buona performance nel resto dell'anno, soprattutto perché una possibile inversione del rialzo dei tassi USA a 2 anni sarà favorevole alle obbligazioni corporate a breve scadenza.

MERCATI EMERGENTI

I mercati del credito emergenti hanno resistito meglio delle loro controparti dei paesi sviluppati all'inizio dell'anno. Spesso legate alle materie prime, le economie di questi paesi hanno iniziato a subire gli effetti della stretta monetaria delle banche centrali già dal 2021.

Il crollo degli operatori immobiliari cinesi non ha contagiato altri mercati emergenti, né altri settori in Cina. Anche se l'incertezza permane, i tassi di investimento sul segmento high yield emergente stanno proteggendo gli investitori.

In Cina, in particolare, le autorità continuano a sostenere il risanamento del mercato degli sviluppatori immobiliari. Le società di asset management sono ora autorizzate ad acquistare direttamente gli attivi. Gli emittenti stanno negoziando con gli investitori per ristrutturare il debito ed evitare così id *default*.

In conclusione, in questa fase di transizione monetaria, è probabile che il comparto delle obbligazioni corporate resti volatile, ma ricco di opportunità per gli investitori finché i fondamentali reggeranno.

4 - Utile prima di interessi, imposte, ammortamenti.

Il tono aggressivo della Fed, abbinato all'aumento dei rischi geopolitici e all'indebolimento della dinamica macroeconomica hanno dato impulso alla correzione del mercato di gennaio, senza portare ad una revisione diffusa degli utili. Questi sviluppi non mettono in discussione la nostra posizione costruttiva sulle azioni per il 2022.



Il **77%**
delle società
statunitensi
registra EPS
al di sopra
delle stime

Storicamente, un ciclo di aumento dei tassi dei Fed Fund non ha effetti necessariamente negativi sui mercati azionari, se adeguatamente dimensionato e accompagnato da una tendenza positiva degli utili. Al di là della direzione dei tassi a lungo termine, che alimenta la rotazione settoriale, gli investitori continueranno a concentrarsi sui margini e sul potere di determinazione dei prezzi, dato che il 75% delle aziende S&P ha fatto riferimento alla variabile "inflazione" durante le comunicazioni sugli utili del Q4, contro il 30% nel 2018-2019.

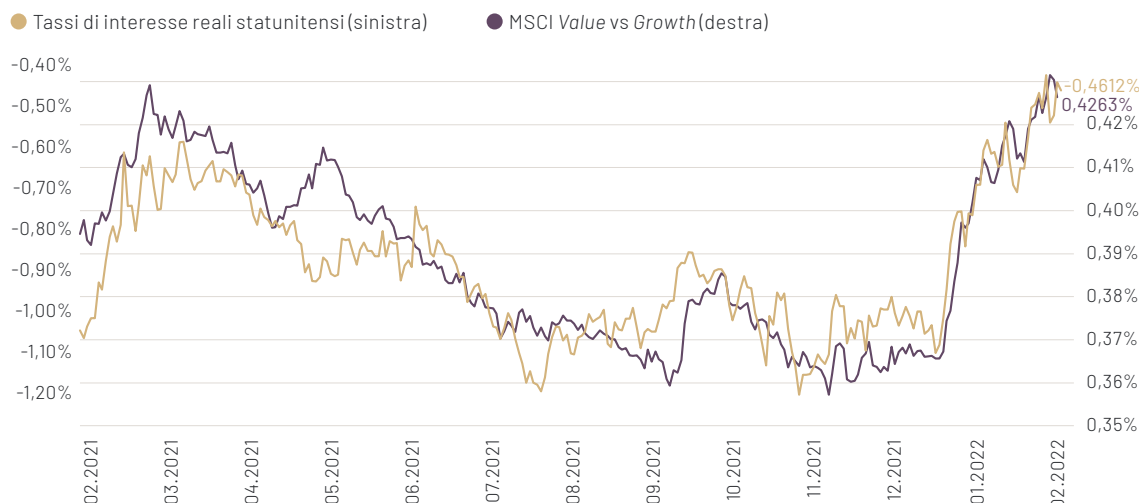
STATI UNITI

I mercati statunitensi sono stati dominati da due fattori: le prospettive della politica monetaria del paese e la stagione degli utili. In questo contesto caratterizzato da un'inflazione più permanente e da aspettative di aumento dei tassi, i titoli *Value* stanno sovraperformando, (Grafico 3) in quanto beneficiano maggiormente della ripresa dell'inflazione e della crescita della curva dei rendimenti, come nel caso del settore energetico e bancario. Questo va a scapito dei settori *Growth* e, in particolare, delle aziende tecnologiche. In effetti, i tassi d'interesse più elevati influenzano la valutazione delle società più costose, ma anche di quelle che offrono la migliore visibilità sugli utili futuri.

La stagione degli utili del quarto trimestre 2021 è stata ottima, anche se non ha raggiunto i livelli record osservati nei due trimestri precedenti. Le aziende che hanno riportato utili per azione (EPS) effettivi superiori alle stime sono appena sopra la media a 5 anni del 76%. Il mercato è tuttavia più concentrato sulle prospettive di guadagno e ha punito le società con previsioni inferiori alle aspettative del consensus.

Guardando al 2022, osserviamo una proporzione crescente di previsioni negative e una dinamica di revisioni al ribasso degli utili del primo trimestre 2022, in particolare per i settori industriali. Il trend di revisione per settore supporta la nostra preferenza per i titoli *Value* e tecnologici e il nostro sottopeso nei settori difensivi (immobiliare, beni di consumo di prima necessità, utility e sanità). Il principale fattore di rischio da monitorare rimane l'effetto dell'inflazione sui margini di profitto, che hanno probabilmente raggiunto il picco a metà del 2021, in particolare nei settori industriali e dei consumi.

GRAFICO 3: TASSO DI INTERESSE REALE E TITOLI VALUE RISPETTO AI GROWTH, %



Nota: Il fattore *Value vs Growth* è ora fortemente correlato ai tassi d'interesse reali, beneficiando in gennaio del rafforzamento del rendimento decennale e del rendimento reale.

Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

EUROPA

Continuiamo a preferire il mercato azionario europeo, che combina una valutazione attraente, una buona crescita degli EPS e revisioni tendenzialmente resilienti. Dall'inizio della pandemia, il divario con il mercato statunitense in termini di valutazione è aumentato e la maggiore esposizione dei mercati europei al settore *Value* è molto interessante. Tende infatti a beneficiare dell'aumento dei tassi d'interesse nominali e reali. Inoltre, nonostante la sua recente ottima performance relativa, lo sconto dello stile *Value* rispetto alla media del mercato è superiore rispetto alle medie di lungo periodo.

La stagione degli utili del quarto trimestre è stata finora rassicurante su questo fronte, nonostante i ben noti venti contrari (costi di produzione e inflazione salariale, interruzioni della catena di approvvigionamento,...). In questo contesto, il potere di determinazione dei prezzi rimarrà probabilmente un tema di investimento chiave per i mesi a venire.

MERCATI EMERGENTI

La nostra visione delle azioni cinesi diventa sempre più positiva. Crediamo che siano infatti ben posizionate per un rimbalzo sostanziale nei prossimi mesi dell'anno, grazie al supporto dei dati macroeconomici e di valutazioni attraenti, e a condizione che la dinamica degli utili diventi positiva.

Le autorità cinesi hanno effettivamente iniziato ad allentare la propria politica monetaria, tagliando i requisiti di riserve obbligatorie delle banche. L'uso di vaccini occidentali potrebbe potenzialmente alleggerire la politica zero-COVID nel corso dell'anno.

Crediamo anche che le azioni cinesi saranno attraenti nel 2022 (le azioni di classe A in particolare), grazie alle loro valutazioni/crescita degli EPS (la più alta crescita di EPS prevista per l'Asia settentrionale nei prossimi 12 mesi) mentre presentano sconti rispetto ai loro rapporti P/E medi storici.

Infine, la crescita degli utili è prevista per quest'anno al 14%. Con le continue revisioni negative degli ultimi trimestri che potrebbero iniziare a stabilizzarsi, è un catalizzatore da osservare per aumentare l'esposizione alla Cina.

GIAPPONE

La nostra posizione sulle azioni giapponesi è attualmente più cauta. Prevediamo infatti meno catalizzatori positivi a breve termine. Il mercato giapponese è più Ciclico che *Value*, rispetto ad altri paesi sviluppati, e la dinamica positiva sulle sorprese in termini di EPS sta rallentando.

Permangono inoltre alcuni rischi politici, con l'approccinarsi delle elezioni della Camera Alta, in luglio. Infine, la diffusione della variante Omicron e la scarsa adesione alle campagne di richiamo vaccinale rallenteranno la dinamica di riapertura del paese.

STILE: I TITOLI GROWTH E QUALITY SARANNO DECORRELATI?

In un contesto di aumento dei rendimenti obbligazionari, le valutazioni delle azioni *Growth*, considerate come titoli di lunga durata, sono sotto pressione. Il mercato tenderà sempre più a differenziare i titoli *Growth* difensivi, con bilanci solidi e generatori di liquidità, dai *Growth* non redditizi e di lunga durata.

In questo senso, la correlazione tra titoli *Growth* (valutazione elevata e non redditizi) e *Quality* potrebbe iniziare a diminuire e il settore *Quality* potrebbe finalmente beneficiare maggiormente dei suoi vantaggi intrinseci (visibilità, resilienza, stabilità, potere di determinazione dei prezzi e bassa volatilità).

In tale contesto, l'aspetto difensivo dell'alta qualità e la relazione positiva con un VIX in aumento potrebbero favorirli rispetto ai titoli ad alta crescita.

Riteniamo che i margini altamente stabili, il forte potere di determinazione dei prezzi, la solidità dei bilanci e la crescita stabile siano temi rappresentativi delle aziende del comparto *Quality*.

A febbraio, strette fra la svolta aggressiva della Fed e le crescenti tensioni sul fronte ucraino, le valute del G10 hanno subito violente oscillazioni, mettendo a dura prova le convinzioni. Per quanto riguarda la stretta delle banche centrali, il mercato dei cambi sembra aver affinato le sue aspettative e qualsiasi drastico cambiamento sembra molto improbabile prima delle prossime riunioni di marzo.

EUR

Anche se l'orizzonte si sta schiarendo, ci sono ancora troppi ostacoli per una visione rialzista dell'euro.

La riunione di gennaio della BCE ha rimescolato le carte per la valuta e in particolare per il cambio EUR/USD. Anche se la BCE non ha avviato un processo di stretta ben determinato come quello della Fed, il divario tra le due banche non sta più crescendo. Meglio tuttavia non entusiasinarsi poiché, pur ammettendo che il persistere dell'inflazione la rende possibile, la BCE non ha confermato una stretta della propria politica monetaria. La reazione del mercato ha spinto il cambio EUR/USD vicino a 1,1450, con alcuni osservatori che ipotizzavano una stretta fino a 50 pb. La possibilità che i tassi di interesse abbandonino il territorio negativo potrebbe ridurre significativamente l'uso dell'euro come valuta di finanziamento, sostenendone così la valutazione. Anche se la svolta della BCE potrebbe tradursi in un apprezzamento a lungo termine dell'euro, alcune minacce frenano la valuta sul breve termine: le tensioni Russia/Ucraina hanno spinto al ribasso il cambio EUR/USD, a quota 1,1290, in quanto la dipendenza energetica e l'esposizione commerciale dell'Europa potrebbero indebolire l'area euro in caso di sanzioni. Altri fattori di incertezza sono le elezioni francesi e l'entità del primo rialzo dei tassi della Fed.

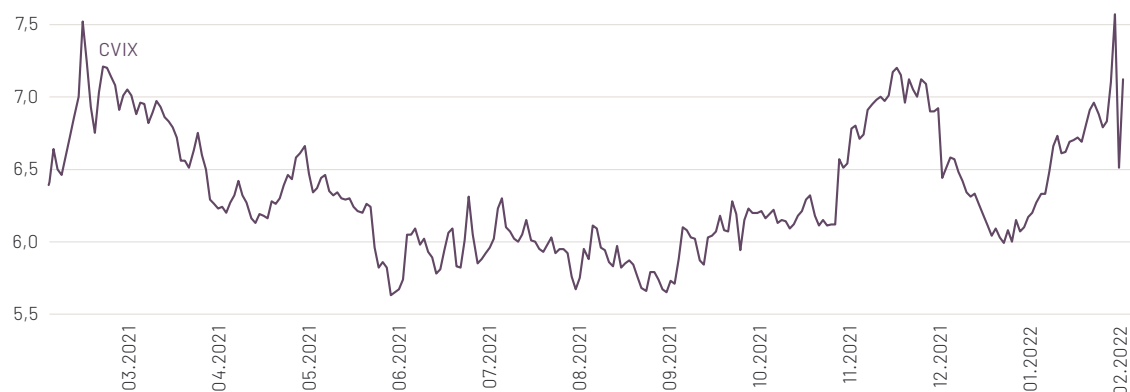
Per questi motivi, rimaniamo neutrali sull'EUR/USD almeno fino alla riunione della BCE di marzo.

USD

La prossima riunione della Fed, a marzo, potrebbe essere decisiva per il destino del dollaro.

L'inflazione statunitense ha raggiunto nuovi livelli record che, insieme ai super dati sull'occupazione, hanno spinto il mercato a prezzare da sei a sette rialzi dei tassi nel 2022 da parte della Fed. Nel breve termine, il dollaro è supportato da vari fattori: la sovraperformance dell'economia statunitense, le aspettative di rialzo dei tassi della Fed e le tensioni geopolitiche che fanno della valuta un rifugio sicuro. A medio termine, le cose potrebbero diventare più complicate: molti aspetti positivi sono prezzati nel dollaro e dopo il primo rialzo dei tassi non è esclusa qualche classica presa di profitto legata al vecchio adagio "compra sulle voci, vendi sui fatti". C'è inoltre la possibilità che la Fed intraprenda una normalizzazione più graduale di quella attualmente prevista. Insieme alla probabilità che la BCE e altre banche centrali entrino in una dinamica di stretta della politica monetaria, questo potrebbe influenzare negativamente il dollaro, specialmente se gli Stati Uniti avranno più difficoltà a finanziare i loro deficit gemelli, tuttora enormi (grafico 4).

GRAFICO 4: LA VOLATILITÀ DEI CAMBI STA CRESCENDO MENTRE LE BANCHE CENTRALI DIVENTANO PIÙ IMPREVEDIBILI, PUNTI



Nota: CVIX (indice composto di volatilità dei cambi prodotto da Deutsche Bank).

Fonti: Deutsche Bank, Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

LA RIUNIONE
DELLA BCE
ha rimescolato
le carte per l'euro



GBP

La sterlina è ostaggio dello sforzo della BoE di conciliare crescita economica e controllo dell'inflazione.

Il quadro è pronto per un terzo aumento dei tassi alla prossima riunione della BoE a marzo: i dati sull'occupazione di gennaio sono eccellenti e l'inflazione britannica ha raggiunto di nuovo livelli record, facendo incombere la minaccia di una stagflazione. Anche se la prospettiva di un altro rialzo dei tassi sta sostenendo la sterlina, i dati economici di gennaio, seppure leggermente migliori del previsto, non hanno influito molto sulla valuta, grazie alla generosità dei mercati nel prezzare i futuri aumenti dei tassi. La BoE accoglierebbe con favore un ulteriore apprezzamento della sterlina, che potrebbe aiutare a contenere l'inflazione importata, ma la valuta è esposta a una serie di rischi di ribasso. In primo luogo, quello proveniente dalla stessa BoE. La ripresa economica del Regno Unito potrebbe rapidamente vacillare di fronte a una serie di fattori preoccupanti: l'impennata dei prezzi dell'energia, la carenza di manodopera e la continua incertezza sulla Brexit. Un rallentamento della ripresa potrebbe ostacolare la normalizzazione della politica della BoE, che a sua volta potrebbe mantenere negativi i tassi di interesse reali e i rendimenti, pesando così sulla sterlina. In secondo luogo, la valuta è altamente vulnerabile ai picchi di rischio: finché la pandemia COVID-19 e le tensioni Ucraina/Russia saranno d'attualità, la sterlina sarà a rischio.

ORO

Le tensioni geopolitiche accrescono il fascino dell'oro.

Il metallo giallo è stato sostenuto dall'azione contemporanea di due fattori di tensione in vigore simultaneamente. L'accresciuta incertezza geopolitica sul fronte ucraino ha sostenuto la tradizionale domanda di oro come bene rifugio da parte degli investitori a livello globale. L'effetto a catena dell'impennata dei prezzi dell'energia ha ulteriormente esacerbato i livelli dell'IPC nella maggior parte delle economie, particolarmente visibili di recente nell'UE e negli USA. Nonostante i rialzi dei tassi ormai ben programmati dal FOMC, i tassi "reali" statunitensi rimangono comunque persistentemente negativi su tutta la curva, contribuendo al successo dell'oro. L'oro, attualmente in bilico ben al di sopra della sua media mobile a 200 giorni, sta ancora una volta testando, inizialmente, i livelli di resistenza chiave di 1.877 dollari e poi potenzialmente la soglia di 1.920 dollari l'oncia. Poiché un conflitto militare non può purtroppo essere escluso, l'oro potrebbe rapidamente toccare questi livelli più alti e spingersi anche oltre, come al tempo dell'annessione della Crimea, nella primavera del 2014. Allo stesso modo, se può essere raggiunta una distensione, disinnescando le tensioni in Ucraina in modo durevole, l'oro potrebbe cedere il suo recente rally di 100 dollari per oncia abbastanza rapidamente.

07 • Asset Allocation

SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE



Il 2022 è un anno di transizione, da una forte ripresa alimentata da un'eccezionale politica economica di sostegno ad una crescita economica che converge progressivamente verso il potenziale, con una normalizzazione delle politiche monetarie e fiscali. Le convinzioni degli anni passati - ancora in voga negli ultimi mesi - vengono messe in discussione (inflazione transitoria, tassi di interesse bassi per molto tempo, *leadership* della tecnologia). Questo implica che gli investitori dovranno adattarsi a un nuovo regime di volatilità e ripensare il loro approccio all'asset allocation, all'assunzione di rischio e ai temi di investimento.



Normalizzazione
della
CRESCITA
e della politica
economica,
con un regime
di maggiore
volatilità

- **La crescita del PIL** sarà superiore al potenziale, ma in progressiva decelerazione, con un rischio crescente sui consumi.
- La dinamica dell'**inflazione statunitense** durerà più a lungo e avrà una base più ampia, portando a pressioni al rialzo sui salari negli Stati Uniti, mentre l'inflazione dell'area euro, finora guidata principalmente dai prezzi dell'energia, dovrebbe tornare ad attestarsi intorno al 2% nel 2023.
- **La volatilità** dei dati macroeconomici rimarrà elevata.
- **Le banche centrali** sono determinate a normalizzare la loro politica, ma non nella misura prevista dai mercati. Quest'anno, la Fed procederà probabilmente a quattro rialzi dei tassi, invece dei sei-sette attualmente previsti dai mercati. Nell'area euro, non prevediamo invece che la BCE aumenti i tassi prima del quarto trimestre 2022 o del primo trimestre 2023. Un ridimensionamento delle aspettative di rialzo dei tassi potrebbe condurre a un'inversione del movimento di appiattimento delle curve dei rendimenti registrato finora; una tendenza che potrebbe essere potenzialmente rafforzata in una seconda fase dall'aumento dei rendimenti a lungo termine, se

i mercati temono che le banche centrali rimangano dietro la curva, o se i mercati sottovalutano l'effetto della riduzione del bilancio della Fed, che rimane in gran parte incerto finora in termini di aspetti tecnici e di tempistica.

- **I fondamentali aziendali** sono forti, con risultati solidi pubblicati nel quarto trimestre 2021. I margini di profitto stanno tuttavia raggiungendo i massimi e la dinamica degli utili e le previsioni aziendali sembrano indicare un rallentamento negli Stati Uniti. Questo è il riflesso delle crescenti pressioni sui margini in diversi settori, come i titoli industriali e dei beni di consumo, mentre i titoli reflattivi (banche, energia) ed i tecnologici beneficiano di revisioni positive.
- **I default delle aziende** dovrebbero rimanere contenuti, ma l'accumulo di leva finanziaria delle imprese ha creato vulnerabilità sugli *spread* di credito, in un contesto di normalizzazione delle politiche monetarie.
- **Azioni:** leggero sovrappeso sulle azioni, con una preferenza per l'Europa rispetto agli Stati Uniti e per i titoli *Value* rispetto a quelli *Growth*, poiché il *repricing* potrebbe protrarsi, se i rendimenti a lungo termine continueranno ad aumentare.

La rotazione all'interno del settore *Value* dai Ciclici verso i settori di reflazione dovrebbe continuare. Approccio cauto ai settori cosiddetti "difensivi", che sono vulnerabili all'aumento dei rendimenti obbligazionari, e ai settori indeboliti dalle pressioni sui margini come gli industriali. In un contesto di normalizzazione delle valutazioni, preferenza per le aziende che generano elevanti rendimenti per gli azionisti. Mantenimento di una visione costruttiva a lungo termine sui *leader* tecnologici statunitensi redditizi e sulle azioni cinesi, che potrebbero essere entrambi rafforzati quando la loro dinamica degli utili si stabilizzerà.

- **Titoli di Stato:** mantenimento di una duration moderata sui titoli di Stato, mentre il sottopeso può essere progressivamente ridotto, con la normalizzazione dei rendimenti obbligazionari, in particolare come copertura contro una tendenza macroeconomica più debole o un aumento delle tensioni geopolitiche.
- **Obbligazioni corporate:** maggior valore rispetto a fine anno 2021 dopo il recente allargamento degli *spread*, in particolare sulle obbligazioni a breve scadenza, ma una tendenza al *repricing* che riflette una maggiore volatilità e sensibilità dei titoli con leva all'aumento dei tassi; questa tendenza potrebbe continuare nelle prossime settimane o mesi, verso i livelli medi registrati nei cicli precedenti.
- **Attivi emergenti:** un comparto che offrirà probabilmente un buon contributo alla performance ed alla diversificazione nel 2022, in particolare nei paesi che offrono un mix di crescita, inflazione controllata, solidi fondamentali esterni e politiche economiche sostenibili. I paesi asiatici ottengono un buon punteggio in questa prospettiva e potrebbero beneficiare di una maggiore riapertura. Gli investitori potrebbero aspettare il primo rialzo dei tassi della Fed prima di aumentare la loro allocazione.
- **Tassi di cambio:** Il dollaro USA beneficia ancora delle aspettative di normalizzazione della Fed, ma il ridimensionamento delle aspettative di rialzo dei tassi potrebbe segnalare un'inversione del biglietto verde contro l'euro e le valute emergenti. In questo contesto reflazionistico, le valute legate alle materie prime sono ancora favorite dai mercati.
- **Aumento delle riserve di liquidità** nei portafogli, per cogliere le opportunità offerte dall'aumento della volatilità.

CONVINZIONI CHIAVE

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.

08 • Monitor dei mercati (valuta locale)

PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI



DATI AGGIORNATI AL 17 FEBBRAIO 2022

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	1,96%	15,75	45,14
Francia 10A	0,70%	33,90	50,70
Germania 10A	0,23%	25,60	41,10
Spagna 10A	1,21%	55,30	65,10
Svizzera 10A	0,27%	22,70	40,40
Giappone 10A	0,22%	7,70	15,50

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	40,09	1,67%	2,22%
Titoli di Stato in EUR	213,84	-1,68%	-2,16%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	207,55	-2,64%	-2,85%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	317,99	-3,04%	-4,34%
Titoli di Stato USA	313,36	-0,90%	-2,16%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	49,09	-1,90%	-3,75%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	1,0456	0,78%	0,78%
GBP/USD	1,3616	0,12%	0,62%
USD/CHF	0,9204	0,38%	0,82%
EUR/USD	1,1361	0,43%	-0,08%
USD/JPY	114,94	0,73%	-0,12%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	28,11	2,52	10,89

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	4.380,26	-2,29%	-8,10%
FTSE 100 (Regno Unito)	7.537,37	-0,63%	2,07%
Stoxx Europe 600	464,55	-3,89%	-4,77%
Topix	1.931,24	-0,38%	-3,07%
MSCI World	3.009,09	-2,37%	-6,89%
Shanghai SE Composite	4.629,17	-4,03%	-6,30%
MSCI Emerging Markets	1.242,92	-1,02%	0,89%
MSCI Latam (America Latina)	2.378,06	5,73%	11,65%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	290,66	1,83%	5,43%
MSCI Asia Ex Japan	787,79	-1,80%	-0,19%
CAC 40 (Francia)	6.946,82	-3,44%	-2,88%
DAX (Germania)	15.267,63	-4,05%	-3,89%
MIB (Italia)	26.669,27	-3,27%	-2,48%
IBEX (Spagna)	8.671,10	-1,63%	-0,49%
SMI (Svizzera)	12.075,27	-3,86%	-6,22%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	4.784,00	1,18%	5,19%
Oro (USD/Oncia)	1.898,43	3,22%	3,78%
Greggio WTI (USD/Barile)	91,76	5,59%	22,01%
Argento (USD/Oncia)	23,88	-3,40%	2,24%
Rame (USD/Tm)	9.929,00	-0,61%	2,14%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	4,49	17,99%	20,27%

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 2021	DICEMBRE 2021	GENNAIO 2022	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (17 FEBBRAIO 2022)
MIGLIORI	-0,83%	-0,83%	7,29%	5,73%	11,65%
	-1,56%	-1,56%	2,43%	1,83%	5,43%
	-2,30%	-2,30%	1,08%	-0,38%	2,07%
	-2,46%	-2,46%	-1,93%	-0,63%	0,89%
	-2,64%	-2,64%	-3,12%	-1,02%	-0,19%
	-3,40%	-3,40%	-3,88%	-1,80%	-3,07%
	-3,64%	-3,64%	-4,84%	-2,29%	-4,77%
	-3,92%	-3,92%	-5,26%	-2,37%	-6,30%
	-4,14%	-4,14%	-5,34%	-3,89%	-6,89%
PEGGIORI	-7,05%	-7,05%	-7,62%	-4,03%	-8,10%

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.

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.

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.

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%.

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.

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

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

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

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

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

DICHIARAZIONE DI ESCLUSIONE DI RESPONSABILITÀ

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- **nel Principato di Monaco:** l'Opuscolo è distribuito da CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1^{er} - 98000 Monaco, iscritta nel Registro di commercio e dell'Industria del Principato di Monaco con il numero 56S00341;

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

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

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

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

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

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

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

Crediti fotografici: iStock.

Finito di redigere il 18.02.2022.

