

MONTHLY HOUSE VIEW

Aprile 2023

Quando la marea si ritira...

• Sommario

01• Editoriale	P3
QUANDO LA MAREA SI RITIRA...	
02• Focus	P4
BANCHE: ATTRAVERSARE LA STRETTA	
03• Macroeconomia	P6
UNA QUESTIONE DI FIDUCIA	
04• Reddito fisso	P8
FOCALIZZARSI SULL'ESSENZIALE	
05• Azioni	P10
FINALMENTE UNA CORREZIONE	
06• Cambi	P12
DUE FORZE IN AZIONE	
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



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

Cari Lettori,

“Solo quando la marea si ritira, si scopre chi stava nuotando nudo”. Confermando l’ennesima frase lapidaria di Warren Buffet, il mare di facile liquidità legato ai bassi tassi d’interesse si è finalmente ritirato, facendo emergere i *player* più deboli. In previsione dell’evento, il mondo della finanza stava monitorando da mesi il mercato, al fine di individuare i potenziali elementi deboli.

Ma mentre Credit Suisse era stata chiaramente identificata, Silicon Valley Bank (SVB) sembrava al di sopra di ogni sospetto. Fino al 10 marzo, data del *default*, SVB poteva infatti contare su *rating* elevati (*Investment Grade*) assegnati da S&P e Moody’s. La società aveva anche ottenuto *rating* soddisfacenti nella dimensione ESG (criteri ambientali, sociali e di *governance*). L’agenzia MSCI aveva assegnato alla banca un *rating* “A”, che aveva convinto alcuni fondi comuni “verdi” operanti nel mercato ad acquistare le sue azioni. Infine, fino a tre mesi fa, il consensus fra gli analisti finanziari (sul *sell side*¹) era di acquistare o mantenere posizioni nella società.

Alla fine, il *default* di SVB è stato causato proprio dalla *governance*: un effetto forbice negativo, dovuto al brusco rialzo dei tassi di interesse, fra massicci prelievi (legati alla concentrazione di clienti dell’universo delle *start-up*) e un effetto di mercato negativo sulla liquidità investita in obbligazioni di Stato statunitensi. Oltre che per questa errata gestione delle attività e passività della banca, parte della responsabilità del *default* è ascrivibile al governo statunitense, a causa della semplificazione della normativa bancaria deciso nel 2018 dall’amministrazione Trump.

In aggiunta al *default* di due banche statunitensi già identificate come anelli deboli², la crisi di fiducia innescata dal fallimento di SVB ha messo in difficoltà varie banche regionali, fra cui la californiana First Republic Bank, specializzata in investimenti, *asset management* e servizi. Ciò che colpisce in particolare in questa vicenda è la solidarietà formatasi intorno alle banche in difficoltà.

• **Solidarietà dei clienti con SVB:** più di cento società di investimento di capitali hanno immediatamente manifestato il proprio sostegno all’istituto. Ciò è probabilmente dovuto alla dimensione ESG di molte di esse, come nel caso della società di *venture capital* General Catalyst,

promotrice dell’iniziativa, che integra solidi valori sociali nei propri investimenti.

• **Solidarietà delle grandi banche con First Republic Bank:** la banca sta infatti sfuggendo al fallimento grazie al supporto dei propri concorrenti. 11 importanti banche statunitensi³ hanno messo a disposizione depositi per 30 miliardi di dollari USA in favore di First Republic. L’iniziativa è stata accolta con favore dalle autorità statunitensi.

Queste iniziative sono degne di nota e indicano che anche se il mare si sta ritirando, le sue acque sono potenzialmente più limpide. È inoltre interessante sottolineare che, nel caso di SVB, anche se la prima soluzione scelta è stata quella di una cessione ed è molto probabile che l’acquirente sia una banca tradizionale, esiste peraltro la possibilità che il potenziale candidato sia un protagonista della nuova economia, come Elon Musk, che si è dichiarato disponibile all’idea che Twitter acquisti una partecipazione.

Cosa aspettarsi per il futuro? L’onda d’urto generata dal *default* di SVB si è propagata al di fuori degli Stati Uniti, provocando la mega-fusione tra UBS e Credit Suisse in Europa. Rimaniamo tuttavia fiduciosi nella risoluzione di questa crisi bancaria, che è innanzitutto una crisi di fiducia. Le banche centrali, che hanno iniettato liquidità *ad hoc* per far fronte alla crisi, modificheranno probabilmente la loro politica restrittiva, (in particolare per quanto riguarda la riduzione della liquidità sul mercato), senza perdere di vista il loro mandato primario: la riduzione dell’inflazione.

L’aumento dei tassi è quindi un’opportunità per individuare i soggetti più deboli. Questo episodio è il primo di altri probabili eventi specifici, cui assisteremo non solo nel settore finanziario ma anche, potenzialmente, in altri settori in cui operano aziende sensibili al rialzo dei tassi.

Nell’attuale contesto di maggiore volatilità, è necessario trasformare questi movimenti in opportunità di investimento e selezionare in modo ancora più scrupoloso i titoli.

Vi auguro una buona lettura di questo numero, in cui approfondiremo le nostre convinzioni sulle banche, e sulla sfera macrofinanziaria, ora che la marea si sta ritirando.

1 - Operanti per i fornitori di analisi.

2 - In particolare, due operatori attivi nel finanziamento delle criptovalute: Signature Bank, già sotto inchiesta per riciclaggio di capitali, prima di essere chiusa, e Silvergate, in difficoltà dopo il fallimento della piattaforma di criptovalute FTX.

3 - Bank of America, Citigroup, JPMorgan Chase, Wells Fargo, Goldman Sachs e Morgan Stanley, insieme a banche di secondo piano quali Bank of New York Mellon, PNC Bank, State Street, Truist e US Bank.

Alexandre
DRABOWICZ
Chief Investment Officer

Yasser TALBI
Portfolio Manager

Lucas MERIC
Investment Strategy
Analyst



+475 PB
IN 12 MESI:
Il rapido ciclo
di inasprimento
dei Fed Fund

Le recenti turbolenze, da San Francisco a Zurigo, hanno suscitato interrogativi sulle implicazioni per l'intero comparto bancario. Il rischio di regolamentazione per le piccole banche statunitensi e la situazione già debole di Credit Suisse, ci autorizzano a pensare che questa dovrebbe rimanere contenuta, anche se il suo impatto sulla fiducia e sulle condizioni di credito non è ancora ben definito. Come investitori, manteniamo un approccio costruttivo sulle grandi banche.

TURBOLENZE BANCARIE: DA SAN FRANCISCO A ZURIGO

Silicon Valley Bank (SVB), che negli ultimi 40 anni era diventata un protagonista di primo piano nel finanziamento del settore statunitense delle tecnologie, è diventata a metà marzo la prima vittima del rapido ciclo di stretta monetaria della Federal Reserve (Fed) (+475 punti base (pb) in 12 mesi) che ha portato alla luce il significativo disequilibrio fra attività e passività nel bilancio della banca californiana. Dopo l'ammissione dell'esistenza di problemi di liquidità, i depositanti hanno iniziato una corsa agli sportelli che ha portato al fallimento di SVB il 10 marzo scorso. Mentre crescevano i dubbi sulla solidità del sistema bancario statunitense, anche Silvergate e Signature Bank hanno avviato le procedure di bancarotta. Le autorità statunitensi, memori della crisi del 2008, hanno però reagito tempestivamente, garantendo i depositi bancari (il bilancio della Fed è cresciuto di 300 miliardi di dollari USA in una settimana), fornendo liquidità alle banche e coordinando un consorzio di grandi banche statunitensi pronto ad offrire 30 miliardi di dollari USA di depositi a First Republic Bank.

La crescente incertezza ha contagiato l'Europa, in particolare Credit Suisse, dopo che la Saudi National Commercial Bank (principale azionista di Credit Suisse) ha dichiarato che non avrebbe fornito ulteriore supporto finanziario alla banca svizzera. La dichiarazione ha scatenato una tempesta sui mercati, facendo crollare le azioni di Credit Suisse (già identificata come l'anello debole del sistema bancario europeo) del 24% in un solo giorno (il più grande ribasso mai registrato) e facendo salire i Credit Default Swap (CDS) dal 2,9% al 10,8%. Anche in questo caso, la tempestiva reazione della Banca Nazionale Svizzera (BNS), che ha fornito liquidità a Credit Suisse, ha placato in un primo tempo i mercati, ma il contributo finale è giunto da UBS (con il sostegno del governo elvetico) che ha presentato un'offerta di 3 miliardi di dollari USA per l'acquisto di Credit Suisse (che un tempo valeva oltre 90 miliardi di dollari USA).

LE BANCHE SONO PIÙ FRAGILI, DOPO LE RECENTI TURBOLENZE?

L'impatto sui bilanci bancari

In Europa i rischi di *duration* per le banche sono contenuti grazie alle severe norme bancarie di Basilea III applicate dalla stragrande maggioranza degli istituti, ma solo a banche di determinate dimensioni negli Stati Uniti. Pertanto, la maggior parte delle banche hanno coperto i propri rischi di *duration*, e questo spiega la loro sottoperformance significativa in periodi di tassi d'interesse bassi. Nonostante ciò, possiamo aspettarci che le banche rimanenti, che hanno ancora rischi legati ai tassi di interesse, saranno costrette a coprirli.

L'impatto sui depositi

Per il momento, i depositi stanno affluendo dalle banche statunitensi di minori dimensioni agli istituti più grandi, nonostante la remunerazione inferiore. Gli istituti più grandi sono naturalmente percepiti come più sicuri. Dopo la pandemia, le banche hanno assistito ad un calo dei depositi, dovuto soprattutto alle restrizioni normative sui coefficienti di leva finanziaria, ma anche all'afflusso dei risparmi delle famiglie verso i titoli del Tesoro statunitense e i fondi del mercato monetario (grafico 1, pagina 5). In prospettiva, la remunerazione più alta dei flussi di depositi influirà negativamente sulla redditività delle banche, attraverso una contrazione dei margini di interesse.

L'impatto sulle condizioni di credito

L'inasprimento delle condizioni di credito è già in atto, sia in Europa che negli Stati Uniti. Nonostante ciò, nel 2022 abbiamo assistito a una significativa crescita del credito bancario, grazie in particolare ai bilanci più sani di aziende e famiglie. D'altra parte, dal quarto trimestre 2022 il ritmo ha iniziato a rallentare, senza incidere sulla crescita del PIL, dato che l'economia statunitense è in gran parte alimentata dai mercati finanziari ed è meno sensibile che in passato ai rialzi dei tassi.

In Europa, una netta contrazione del credito bancario potrebbe gravare maggiormente sull'economia, ma questo non è il nostro scenario centrale: le aziende rimangono relativamente ricche di liquidità.

Nel complesso, la politica fiscale, l'eccesso di risparmio e l'aumento dei salari dovrebbero sostenere la domanda nel breve termine. Poiché il credito non è stato il principale motore della domanda nel mondo post-pandemia, l'impatto più ampio sull'inflazione di questa stretta delle condizioni di credito è ancora più incerto.

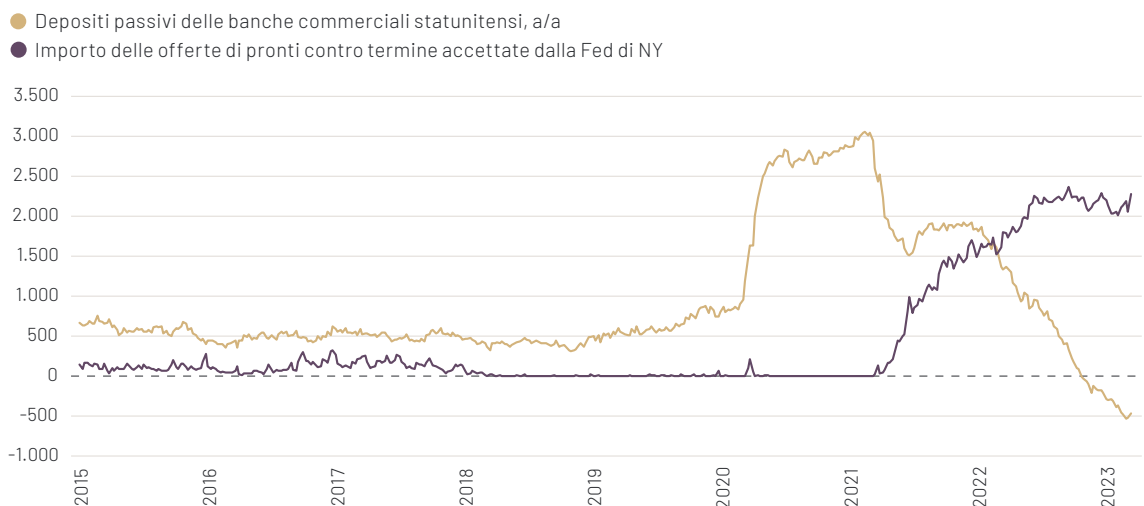
La liquidità è stata compromessa?

Le banche centrali hanno reagito alla crisi con prontezza e stanno svolgendo il loro ruolo di prestatori di ultima istanza. Come la Banca d'Inghilterra durante la crisi dei fondi pensione di settembre, la Fed e la Banca centrale europea (BCE) dispongono degli strumenti per rafforzare la liquidità delle banche (vedi Reddito Fisso, pagina 8). È chiaro che queste misure sono state utilizzate solo dagli operatori bancari più deboli (First Republic Bank, Silicon Valley Bank, Signature Bank o Credit Suisse in Svizzera) e che è stato fatto scarso ricorso alle linee di swap in valuta tra le banche centrali. Il fabbisogno di liquidità è pertanto limitato agli istituti penalizzati dalle corse agli sportelli e da una errata gestione dei bilanci. Il sistema bancario e finanziario non sembra mancare di liquidità, ma queste misure consentono di ristabilire la fiducia e di guadagnare tempo per affrontare la situazione patrimoniale dei *player* più fragili.

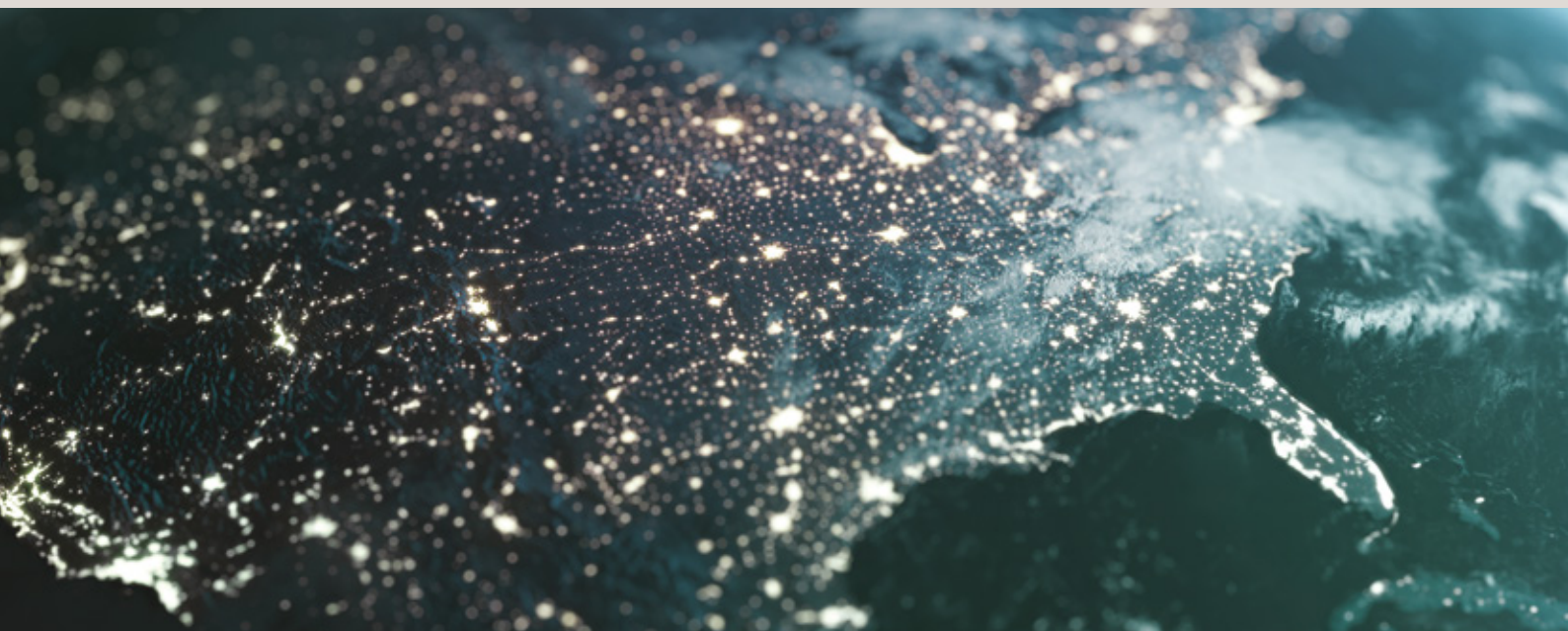
PRINCIPALI CONCLUSIONI PER GLI INVESTITORI:

- Manteniamo le nostre posizioni nel settore bancario statunitense nonostante i ribassi, confermando l'approccio costruttivo sulle grandi banche statunitensi (che operano in condizioni diverse dalle banche regionali).
- Riteniamo che l'estensione delle preoccupazioni del mercato alle banche europee sia ingiustificata e che la reazione del mercato rifletta un disimpegno degli investitori, che hanno deciso di ridurre il loro sovrappeso. La recente comunicazione della BCE, che ha rassicurato gli investitori sulla gerarchia della struttura del capitale, è stata ben percepita dal mercato e questo dà ulteriore fiducia sulla stabilità finanziaria.
- Infine, le banche europee sono ben capitalizzate e più regolamentate delle loro omologhe statunitensi. Non ci sono rischi simili per le banche regionali statunitensi, grazie a una migliore gestione dei bilanci e a requisiti normativi aggiuntivi. L'esempio di Credit Suisse rafforza la nostra visione, improntata alla selettività e alla differenziazione tra le banche.

GRAFICO 1: FLUSSI DI DEPOSITI DELLE FAMIGLIE STATUNITENSIS VERSO TITOLI DEL TESORO E FONDI DEL MERCATO MONETARIO, MILIARDI DI DOLLARI USA



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment
Strategist

Siamo solo agli inizi di questo nuovo scenario di mercato, ma sta diventando chiaro che la temporanea crisi di fiducia avrà un impatto sull'economia nel suo complesso. Tuttavia, abbiamo rivisto al rialzo le nostre previsioni economiche per gli Stati Uniti e l'area euro, soprattutto grazie a un primo trimestre 2023 significativamente migliore del previsto. Il punto di interesse fondamentale è come questa crescita sarà distribuita nell'arco dell'anno, alla luce del rallentamento previsto negli Stati Uniti nel secondo semestre. La Cina resta un fattore positivo e un motore di crescita regionale.

ECONOMIA STATUNITENSE: ANCORA QUALCHE ASSO NELLA MANICA

Se le previsioni di crescita del PIL della Fed di Atlanta (ad un tasso annuo destagionalizzato del 3,2% nel primo trimestre) si riveleranno esatte, l'economia statunitense avrà spiazzato la maggior parte degli analisti nel primo trimestre 2023. La spesa personale reale dei consumatori statunitensi è aumentata dell'1,8% nel mese di gennaio, mentre la creazione di posti di lavoro è rimasta eccezionalmente forte, grazie alla vivace domanda ancora proveniente dal settore dei servizi. Il rapporto tra posti di lavoro disponibili e disoccupati resta eccezionalmente elevato (1,9), spingendo le aziende a trattenere il personale più a lungo della norma. La situazione è diversa nell'industria, dove la produzione è diminuita per la prima volta da febbraio 2021. Sul fronte della domanda, grazie al risparmio accumulato durante la pandemia, agli ammortizzatori occupazionali e al maggior numero di mutui a tasso fisso, i consumatori non hanno ancora pienamente risentito del rialzo dei tassi

di interesse, che sta impiegando più del previsto a produrre i propri effetti, rispetto a periodi precedenti di inasprimento della politica monetaria. Tuttavia, i ritardi nel servizio del debito, aumentati nel mese di febbraio, indicano che nei prossimi mesi i consumatori potrebbero essere costretti a porre fine alla loro frenetica spesa post-COVID. Per il momento, abbiamo tuttavia rivisto al rialzo le nostre previsioni centrali per gli Stati Uniti, soprattutto grazie a un primo trimestre del 2023 migliore del previsto, e prevediamo una lieve contrazione del PIL nel quarto trimestre, che si ripercuoterà sul nostro dato di crescita annuale del 2024, ora inferiore al consensus. Le ulteriori tensioni sulle banche regionali (che rappresentano il 50% dei prestiti commerciali statunitensi, il 60% dei mutui residenziali e il 45% dei prestiti al consumo) hanno aumentato la probabilità del nostro scenario di rischio, con un impatto limitato sul nostro caso centrale, alla luce dei recenti, confortanti sviluppi. Nelle prossime settimane, l'elemento da tenere d'occhio sarà la fiducia dei consumatori.



LA SPESA
dei consumatori
statunitensi
è cresciuta
dell'**1,8%**
a gennaio

AREA EURO: EFFETTI DI SECONDO IMPATTO SULL'INFLAZIONE

L'area euro ha iniziato l'anno con un respiro di sollievo, mostrando una capacità superiore alle aspettative di compensare l'assenza di gas naturale russo. Dopo aver a malapena intaccato le proprie scorte di energia nell'inverno 2023 - grazie soprattutto a condizioni meteorologiche favorevoli - lo stress per l'inverno 2024 si è notevolmente attenuato. Nonostante ciò, le cicatrici della crisi energetica restano evidenti. Attestatasi all'8,5% su base annua (a/a), l'inflazione sta iniziando ad diminuire, ma rimarrà elevata (tabella 1). I prezzi dell'energia stanno diminuendo (il greggio è al di sotto di 80 dollari USA/barile), ma l'effetto ritardato dell'incremento dei costi energetici e la siccità invernale stanno facendo aumentare i prezzi delle derrate alimentari, mentre l'inflazione core resta robusta a causa delle limitazioni dell'offerta. In tale contesto, i consumi stanno iniziando a rallentare (calo del 2,3% a/a delle vendite al dettaglio) nonostante un mercato del lavoro ancora favorevole e una crescita dei salari preoccupante (l'indice del costo del lavoro è salito del 5,7% a/a nel quarto trimestre del 2022). Alla luce di questi effetti di secondo impatto, prevediamo che la politica monetaria nell'area euro continuerà ad inasprirsi nei prossimi mesi. Non abbiamo considerato un ulteriore stress sulle banche europee (vedi Focus, pagina 4), con una crescita del credito già lenta negli ultimi quattro mesi. Sul fronte della produzione, riteniamo tuttavia che la riapertura della Cina avrà effetti positivi sugli esportatori europei, con una possibile revisione al rialzo del nostro scenario grazie alla ripresa della Germania.

CINA: L'ANOMALIA POSITIVA

Mentre l'inflazione continua ad incombere sul resto del mondo, la Cina resta un'eccezione, con una politica monetaria e fiscale ancora positiva, abbinata a un forte impulso generato dal processo di riapertura post-COVID. L'inflazione è sempre molto contenuta (all'1% a/a in febbraio, in calo rispetto al 2,1% in gennaio), grazie al contributo di fonti alternative di combustibile fossile e ad una domanda ancora debole rispetto ai livelli pre-COVID. Tuttavia, a gennaio e febbraio, le rilevazioni economiche hanno registrato un significativo rimbalzo: i servizi restano particolarmente solidi, ma anche il settore manifatturiero è stato fonte di sorprese (indici PMI rispettivamente a 56,3 e a 51,6). La crescita del credito (rialzo dell'11,6% a/a) è aumentata soprattutto nei settori delle infrastrutture chiave, trainati dai progetti ferroviari. La ripresa del settore immobiliare si conferma lenta, ma ciò non ha spinto le autorità ad offrire ulteriori stimoli. Le nostre previsioni rimangono in linea con le stime ufficiali di una crescita del PIL di poco superiore al 5% nel 2023. I rischi rimangono orientati al rialzo per la Cina, nel breve termine, con un picco nella regione asiatica in un momento in cui la domanda di esportazioni dalle economie occidentali resta debole (le esportazioni coreane sono calate del 17,4% a/a in marzo).

TABELLA 1: PREVISIONI MACROECONOMICHE 2022 - 2024, %

● Rivisto al ribasso rispetto al mese scorso

● Rivisto al rialzo

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.

Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

Con la collaborazione
del team del Reddito Fisso

In risposta alle turbolenze del settore bancario, le banche centrali hanno dovuto ricoprire il loro ruolo di prestatori di ultima istanza. Come dimostrato dalla Banca d'Inghilterra a settembre, le banche centrali possono rivestire tale ruolo, pur continuando ad adempiere il loro mandato originale di garanti della stabilità dei prezzi.

BANCHE CENTRALI

Dall'inizio dell'anno, le sorprese economiche negli Stati Uniti e nell'area euro sono aumentate, pur subendo di recente una battuta d'arresto, mentre la disinflazione è stata meno lineare del previsto. Ciò ha provocato un brusco *repricing* delle aspettative di rialzo dei tassi della Fed e ha colto di sorpresa parte del mercato.

Mentre il panorama macro è rimasto resiliente, le curve dei rendimenti hanno continuato ad appiattirsi e ad invertirsi.

Il mercato del lavoro rimane rigido, l'inflazione *core* si attesta ancora su livelli poco confortanti e i dati reali non stanno ancora confermando la flessione dei *soft data*.

A marzo, i fallimenti delle banche regionali statunitensi e l'acquisizione di Credit Suisse hanno pesato particolarmente sul *sentiment* e hanno creato un *flight to Quality* a livello globale. I mercati del reddito fisso hanno invertito gli scenari di rialzo delle banche centrali (grafico 2), riproponendo lo schema del 2008 e la conseguente recessione globale.

I partecipanti del mercato, dagli *hedge fund* agli investitori istituzionali di lungo termine, fortemente posizionati su un rialzo dei tassi e quindi su

una *duration* breve, sono stati colti di sorpresa. Ciò ha condotto a una storica variazione dei tassi.

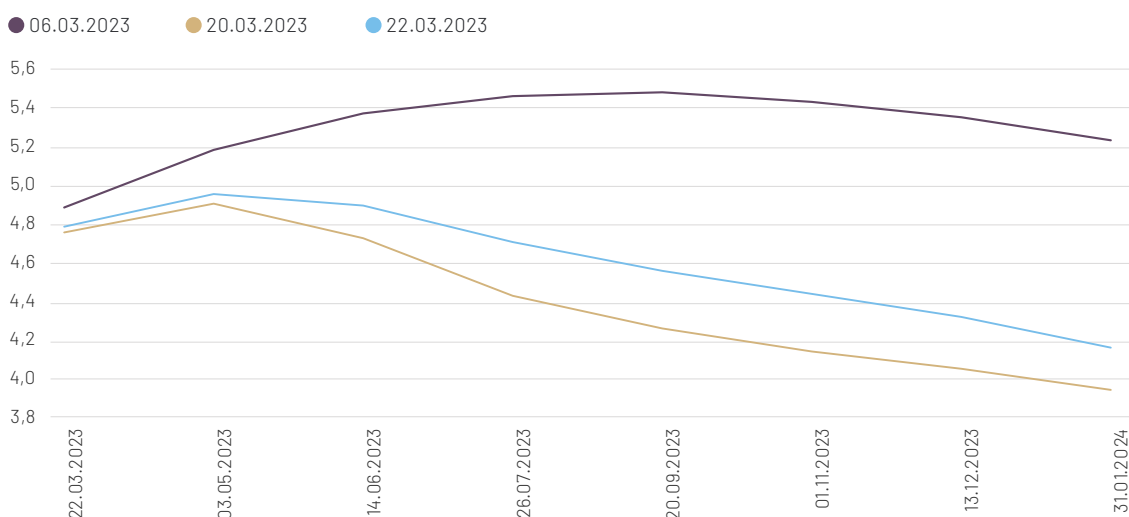
Per far fronte alle difficoltà di finanziamento negli Stati Uniti, la Fed ha presentato il nuovo Bank Term Funding (BTFP) Program, un programma di finanziamento della durata di un anno destinato alle banche e alle "savings association", accompagnato da condizioni di garanzia molto interessanti. Durante il FOMC di marzo, il presidente Powell ha annunciato il rialzo del tasso di riferimento di 25 pb, mantenendo aperte tutte le opzioni "se non ci sono altri eventi di rottura".

Sul fronte della BCE, il Consiglio direttivo sta seguendo le altre banche centrali. Un approccio che potrebbe rivelarsi pericoloso, poiché le dinamiche dell'inflazione *core* non sono le stesse. Le nuove previsioni della BCE sull'inflazione *core* sembrano ottimistiche. I numeri per il calcolo di tale indice nell'area euro comprendono solo una piccola quota di beni rifugio, a differenza degli Stati Uniti, e quindi l'inversione di tendenza dei prezzi degli alloggi non sarà visibile nei prezzi dell'area, mentre i prezzi degli altri servizi continueranno a crescere.



Mantenere
UN APPROCCIO
PRUDENTE
alla variazione
della *duration*

GRAFICO 2: ASPETTATIVE DI MERCATO SUL TASSO DEI FED FUND, %



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Possiamo archiviare la formula "TASSI PIÙ ALTI, PIÙ A LUNGO"?
NO.

Dopo la recente ondata di panico dei mercati, gli investitori possono effettivamente dubitare della volontà delle banche centrali di mantenere la rotta, ipotesi che i mercati avevano rispecchiato in un primo momento. Ma possiamo archiviare la formula "tassi più alti, più a lungo"?

Noi pensiamo di no; la Fed non ridurrà i tassi nel 2023. Le banche centrali possono svolgere il loro ruolo di prestatore di ultima istanza, come ha fatto la Fed con il programma BTFP o la Banca d'Inghilterra durante la crisi dei fondi pensione di settembre, adempiendo al tempo stesso al proprio mandato originario, la stabilità dei prezzi. Il governatore della Banca d'Inghilterra, Bailey, ha dimostrato che era possibile operare in questo senso, anche se è stato accusato di rilanciare il *quantitative easing* (QE)!

Tuttavia, il *default* delle piccole banche statunitensi e di Credit Suisse lascerà delle cicatrici. Potrebbe avere un impatto deflazionistico, poiché tutte le banche potrebbero ridurre i prestiti (che rappresentano il 2% del PIL). Possiamo anche aspettarci un'ulteriore inasprimento delle norme sui prestiti, che costituirebbe un risultato positivo per la Fed. L'approccio delle banche centrali sarà sempre più cauto.

Pertanto, continuiamo a prevedere il mantenimento della posizione "tassi più alti, più a lungo". Ma con un'applicazione certamente più lenta.

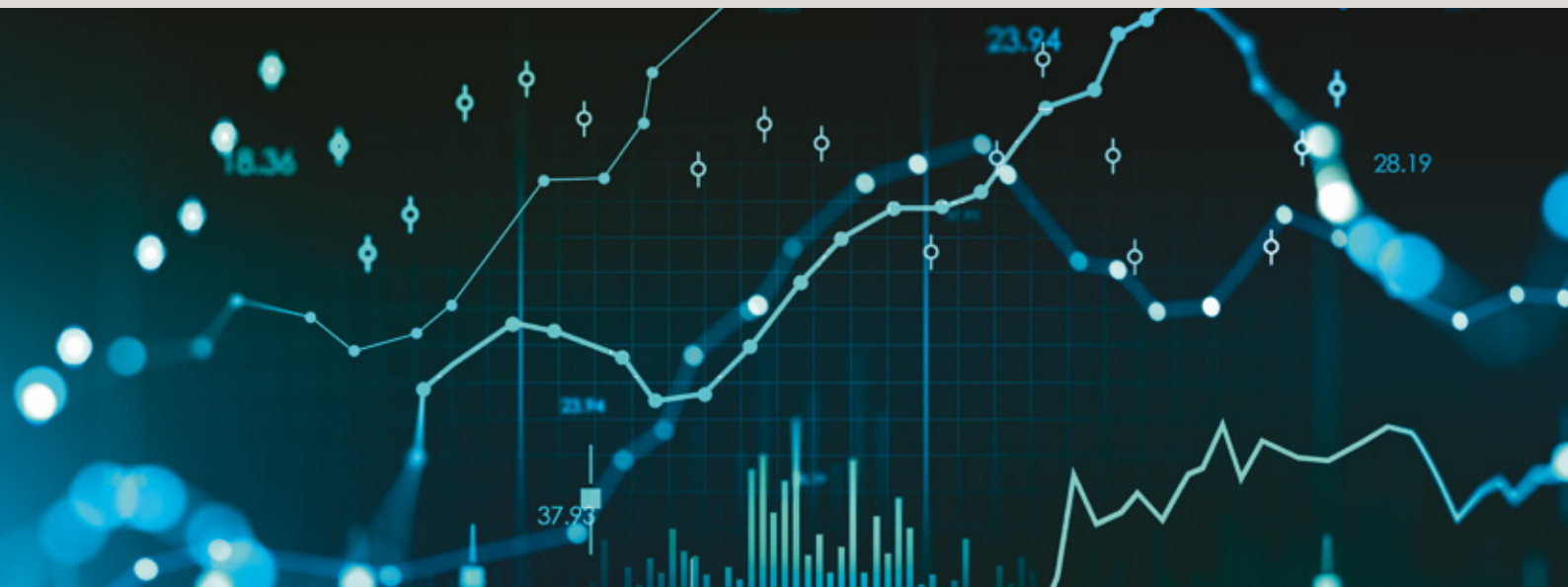
E se invece ci sbagliassimo? La Fed e le altre banche centrali potrebbero interrompere i rialzi dei tassi e persino invertire la rotta, per privilegiare la stabilità finanziaria. Quale sarebbe il costo di

tale decisione? Instabilità dei prezzi, aumento del rischio e nuove regolamentazioni finanziarie. Senza alcun segnale di rallentamento nell'inflazione dei servizi, qualsiasi pausa nei rialzi o eventuali tagli nel 2023 sarebbero accolti con un significativo *repricing* della parte lunga della curva e un disallineamento delle aspettative di inflazione. In questo scenario estremo, su una base *cross-asset*, gli investitori potrebbero liquidare le obbligazioni nominali, convertendosi agli acquisti di obbligazioni indicizzate all'inflazione e oro.

MERCATO AT1

Completiamo il focus sul settore bancario (pagina 4) con il mercato AT1, che rappresenta in Europa 275 miliardi di dollari USA (fonte: Bloomberg). La decisione della FINMA di esercitare la propria discrezionalità per liquidare i detentori di bond AT1 di Credit Suisse salvando gli azionisti distorce la gerarchia dei creditori. Al fine di evitare un *sell-off* sui mercati degli AT1, l'Autorità bancaria europea e la Banca d'Inghilterra hanno riaffermato le proprie regole di protezione dei creditori senior in linea con la gerarchia dei crediti per preservare la stabilità finanziaria, in caso di ristrutturazione o liquidazione di istituti bancari.

La recente esacerbazione della volatilità conforta l'approccio cauto adottato dai nostri gestori sulla *duration* e sul rischio di credito. I rendimenti più elevati sulle scadenze da 1 a 3 anni, combinati con emittenti *Investment Grade* e ad alta visibilità, offrono agli investitori rendimenti prevedibili e una volatilità gestita in un contesto turbolento come quello del reddito fisso.



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio
Manager

Con la collaborazione
del team del Azioni

Dopo un' inizio d'anno euforico, la correzione del mercato è stata innescata dal fallimento di Silicon Valley Bank e dalle ripercussioni collaterali sul sistema bancario. Per il momento, grazie alla garanzia di emergenza della Fed, non vediamo alcun rischio sistemico. Ora, la domanda è: la recente correzione ha creato punti di ingresso interessanti?

STAGIONE DEGLI UTILI

La stagione dei risultati non ha rivelato disastri e le revisioni degli utili si sono ora stabilizzate sia negli Stati Uniti che in Europa. Questo è un fattore favorevole per la valutazione assoluta.

Inoltre, la combinazione del netto calo dei rendimenti dei decennali statunitensi rispetto ai tassi reali a 10 anni e il recente calo degli indici azionari hanno significativamente migliorato la valutazione relativa dei mercati azionari.

STATI UNITI

La notizia su cui si è focalizzata l'attenzione dei mercati statunitensi è stata il fallimento della Silicon Valley Bank. L'evento, verificatosi a metà marzo, ha creato un movimento di panico sui mercati finanziari che ha avuto un particolare impatto sul settore bancario. All'interno di questo settore esistono significative disparità in termini di performance fra banche regionali e banche di grandi dimensioni, che sono soggette a normative diverse. Le banche regionali hanno quindi registrato una performance del -27% da inizio anno, mentre le grandi banche sono calate solo del -9%.

Il fallimento ha avuto inoltre significative conseguenze sul modo in cui gli investitori percepiscono l'economia statunitense nel suo insieme e, più in particolare, la politica monetaria attesa dalla Fed. In effetti, i mercati si aspettano ora che i tassi di interesse diminuiscano ad un ritmo molto più veloce rispetto ad un mese fa e abbiamo già assistito ad un forte calo dei tassi a lungo termine. Questa tendenza è stata particolarmente favorevole per le società *Growth* e soprattutto per le aziende quotate al NASDAQ, che sono per la maggior parte ricche di liquidità e possono contare su ricavi prevalentemente basati su modelli di sottoscrizioni.

EUROPA

Le prospettive delle azioni europee restano finora favorevoli: nel complesso, le banche sono meglio capitalizzate e regolamentate, rispetto agli Stati Uniti. I prezzi dell'energia più bassi (gas e petrolio) rispetto al 2022 e la riapertura cinese che, unita a una valuta debole, dovrebbe avere un impatto positivo sulle esportazioni e sulla competitività, rendono più attrattive le azioni europee.



LE VALUTAZIONI
dei titoli azionati
dell'area euro
restano
INTERESSANTI

In Europa, la stagione degli utili del quarto trimestre è stata migliore di quanto temuto dagli investitori e gli utili per azione (EPS) sono stati leggermente rivisti al rialzo dall'inizio dell'anno. Tuttavia, di fronte a un'inflazione che resta elevata, il potere di determinazione dei prezzi e la capacità delle società di proteggere i propri margini nei prossimi trimestri rimarranno probabilmente un tema d'investimento fondamentale. Per quanto riguarda le valutazioni, le azioni dell'area dell'euro rimangono interessanti, soprattutto rispetto a quelle statunitensi.

Riteniamo che la recente correzione possa offrire un punto di ingresso piuttosto interessante per incrementare le posizioni in azioni dell'area euro.

MERCATI EMERGENTI

La ripresa economica della Cina è ben avviata e i dati economici continuano a migliorare (indici PMI manifatturieri e dei servizi, miglioramento delle vendite immobiliari e delle vendite al dettaglio). Le autorità stanno inoltre mantenendo condizioni monetarie accomodanti (riduzione di 25 pb del coefficiente di riserva obbligatoria sui depositi per le principali banche a marzo).

Il Congresso Nazionale del Popolo (NPC) si è concluso in marzo, con la conferma di Xi Jinping alla carica di Presidente del Paese. Il nuovo premier Li Qiang ha posto inoltre l'accento sul sostegno alle imprese private, con effetti presumibilmente positivi per il *sentiment* degli investitori.

La Cina resta uno dei nostri mercati azionari preferiti per il 2023, poiché le valutazioni scontate e il miglioramento degli utili dovrebbero offrire opportunità interessanti. Tuttavia, le persistenti tensioni politiche con gli Stati Uniti, abbinate alla direzione dei tassi d'interesse statunitensi e alla tempistica di una potenziale "svolta della Fed" rimangono per ora rischi incombenti.

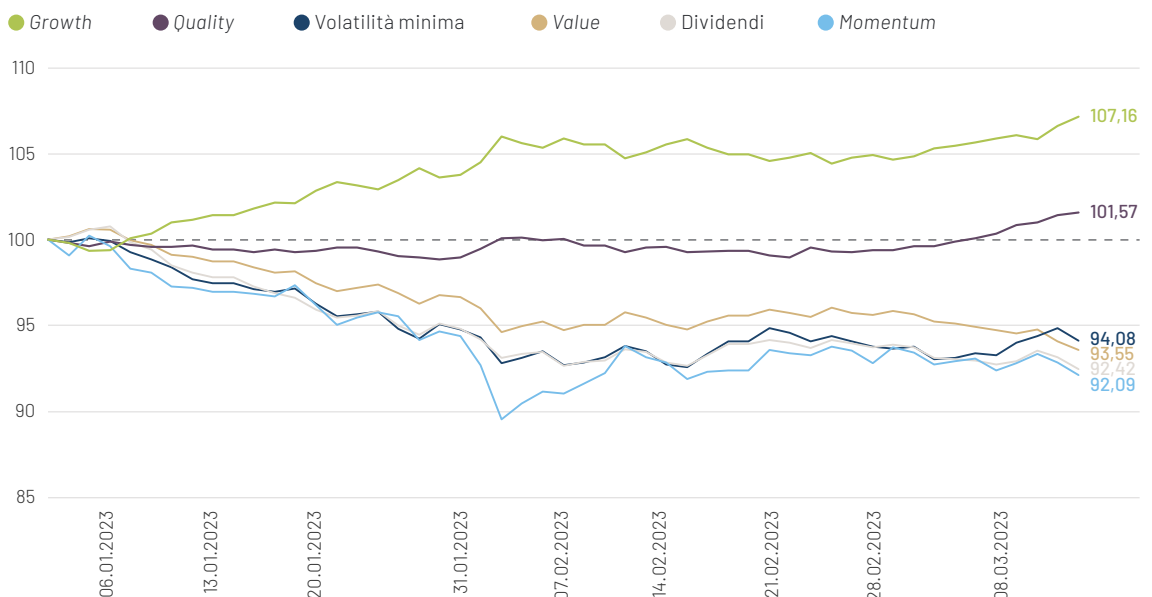
STILE D'INVESTIMENTO

I problemi di Silicon Valley Bank (SVB) e di Credit Suisse hanno profondamente perturbato l'ottimismo dei mercati, riaccendendone la volatilità. Di conseguenza, due specifici segmenti *Value* sono stati particolarmente sotto pressione: il comparto bancario e il settore petrolifero e delle materie prime.

Il contesto non è quindi favorevole ai titoli *Value* nel medio termine. Tuttavia, poiché l'oscillazione dei rendimenti a lungo termine è stato probabilmente eccessiva, preferiamo attendere una normalizzazione a breve termine e un rimbalzo tattico dello stile *Value* a favore di quello *Growth* (grafico 3).

Siamo ancora positivi sullo stile *Quality*, che rappresenta la politica migliore in uno scenario di rallentamento della crescita, ampliamento degli *spread* di credito e calo dei rendimenti obbligazionari. D'altra parte, restiamo costruttivi sui titoli *Growth*, alla luce del ritorno dei flussi sul settore Tech grazie ai temi dirompenti dell'Intelligenza Artificiale (AI) e ai rendimenti obbligazionari che stanno probabilmente raggiungendo livelli massimi.

GRAFICO 3: ANDAMENTO DEI MERCATI AZIONARI PER STILE DI INVESTIMENTO, 100 = GEN. 2023



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Alexandre
DRABOWICZ
Chief Investment Officer

Mentre il dollaro sta perdendo la sua battaglia in salita contro le forze in gioco, anche l'euro, che avrebbe dovuto uscire chiaramente vincente dalle turbolenze del settore bancario, manca di direzionalità. Manteniamo la nostra visione costruttiva sull'oro, anche se molti fattori favorevoli sono già stati prezzati.

DOLLARO USA

**Uno status di valuta rifugio,
con uno specifico problema**

Il dollaro è tradizionalmente considerato una valuta rifugio, in primo luogo a causa della sua natura di principale valuta di riserva, ma anche per la sua liquidità e, cilliegina sulla torta, per il fatto che i depositi in dollari USA godono di un livello di tasso d'interesse favorevole. Ad esempio, dopo le recenti turbolenze del settore bancario, la corsa degli investitori all'acquisto di fondi del mercato monetario in dollari USA è anche un segno che la liquidità si è spostata verso il biglietto verde, alla ricerca dell'asset con il minor livello di rischio disponibile. Pertanto, l'attuale crisi bancaria avrebbe dovuto sostenere la divisa statunitense, ma due forze contrapposte sono in azione. Il fallimento di Silicon Valley Bank (SVB) e le conseguenti turbolenze nel settore delle banche regionali statunitensi, hanno totalmente modificato le previsioni del mercato sui futuri rialzi dei tassi della Fed. Mentre gli investitori si aspettavano che la Fed raggiungesse un tasso terminale vicino al 5,75%, il mercato ora prefigura tagli di 75 pb dei tassi entro la fine dell'anno, uno scenario che riteniamo un po' troppo aggressivo. Sebbene questo quadro potrebbe ridimensionarsi, il dollaro sta perdendo il suo vantaggio in termini di rendimento, che ora agisce come forza opposta allo status di bene rifugio, limitando l'attrattiva della valuta.



DOLLARO USA:

diminuisce
il vantaggio
del rendimento

EURO

Nessuna direzione chiara

La valuta comune dell'area euro avrebbe dovuto trovarsi in posizione vincente, se i problemi di SVB fossero rimasti un evento circoscritto agli Stati Uniti, senza ricadute sull'Europa. Tuttavia, l'improvvisa crisi di fiducia di Credit Suisse e la massiccia corsa degli investitori per ridurre la propria esposizione alle banche europee, hanno pesato negativamente sull'euro. Mentre la BCE manteneva la sua posizione di fermezza, con un rialzo di 50 pb dei tassi di interesse, Christine Lagarde ha chiarito che l'istituto si era allontanato dall'attuale corso di rialzi dei tassi, diventando molto più dipendente dai dati, e che anche il tasso finale del ciclo di rialzi dei tassi della BCE era stato rivisto al ribasso.

Tenendo conto delle due forze in azione, il nostro scenario principale prevede un mercato confinato in un intervallo definito tra 1,05 e 1,10, per la coppia EUR/USD. Se la crisi dovesse registrare un peggioramento significativo, il rischio sarebbe al ribasso, ossia con un dollaro forte. Sul lungo termine, il ritmo più lento della stretta della Fed, la riapertura della Cina e le prospettive meno tese per l'Europa, nonché il continuo inasprimento da parte di altre banche centrali del G10, giustificano un'ulteriore debolezza del dollaro nel 2023.

FRANCO SVIZZERO

Il barometro del rischio

Prima della crisi e del salvataggio di Credit Suisse, il franco svizzero era relativamente forte. La sua tenuta dall'inizio dell'anno è stata favorita dal rafforzamento dell'inflazione, che ha spinto i tassi locali a sovraperformare. Tuttavia, a febbraio, l'inflazione è rimasta molto più bassa in Svizzera che nell'area euro, ancora una volta a vantaggio della valuta elvetica, poiché i tassi reali restano relativamente forti. Nel momento in cui scriviamo, la riunione della Banca Nazionale Svizzera (BNS) del 23 marzo è stata un appuntamento cruciale per la futura traiettoria della performance del franco svizzero. Sia la decisione della BNS sulla politica dei tassi d'interesse che la crisi di Credit Suisse sono di importanza cruciale per la valuta.

JPY

La valuta di copertura macro

L'inflazione giapponese è al di sopra dell'obiettivo della Banca del Giappone, ma la debole crescita dei salari, le tensioni sulle banche occidentali e la decelerazione della crescita globale impediranno alla banca centrale di apportare ulteriori modifiche alla sua politica di controllo della curva dei rendimenti (YCC) nel prossimo anno. Con una Fed meno aggressiva, è probabile che i differenziali di rendimento tra dollaro USA e Yen si comprimano ulteriormente, limitando il rialzo del cambio USD/JPY.

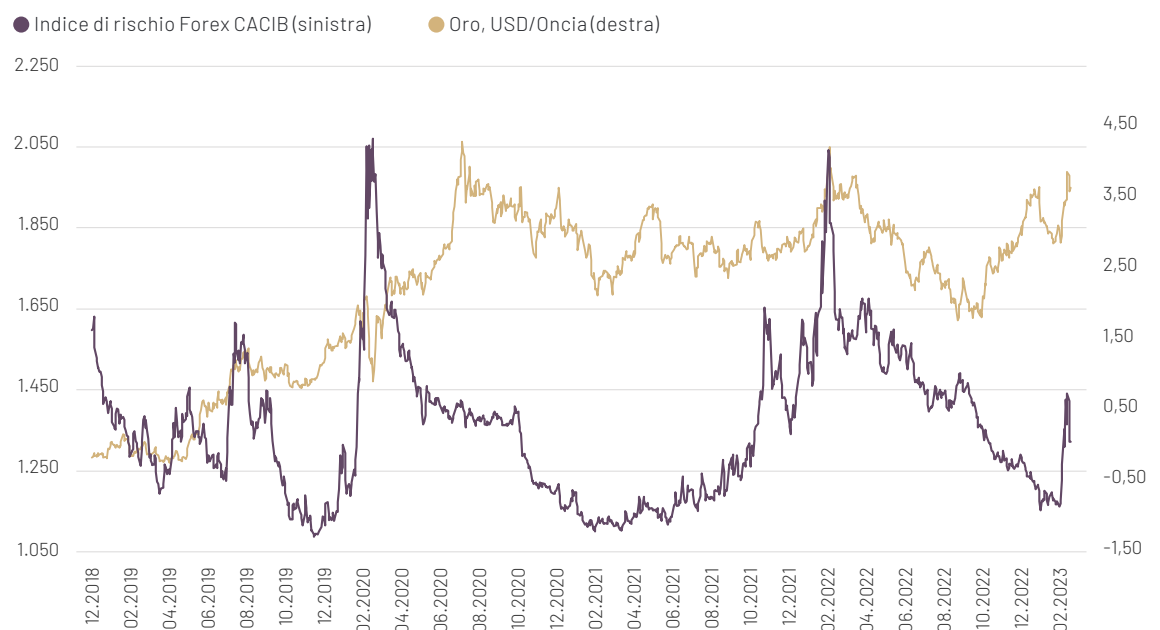
Come evidenziato il mese scorso, la valuta giapponese è sempre stata utilizzata come una buona copertura macro nei portafogli in tempi di crisi. Questo mese, abbiamo assistito a un certo apprezzamento dello Yen, seppure in misura modesta, considerando le spinte al ribasso derivanti dalle aspettative di riduzione dei tassi negli Stati Uniti. La graduale riapertura della Cina nel corso del prossimo anno fornirà uno stimolo all'economia giapponese, alla bilancia delle partite correnti e allo Yen. Il ciclo potenzialmente intenso di negoziati salariali previsto in primavera costituirà un fattore chiave per la politica monetaria della Banca del Giappone e per lo yen.

ORO

Una prospettiva costruttiva

L'oro beneficia di due forze positive: in primo luogo, è considerato un'interessante copertura contro l'inflazione; in secondo luogo, agisce anche come copertura contro l'avversione al rischio nei periodi di potenziale crisi bancaria (grafico 4). Si tratta quindi di uno dei principali beneficiari delle attuali condizioni di mercato, con gli investitori che cercano di aumentare ulteriormente la loro esposizione. A più lungo termine, un ulteriore indebolimento del dollaro USA nel 2023 dovrebbe aiutare l'oro a ritrovare ancora brillantezza, soprattutto se il sostegno strutturale degli acquisti delle banche centrali resterà di attualità.

GRAFICO 4: L'ORO BENEFICIA DEL CONTESTO DI AUMENTO DEL RISCHIO



Fonti: Bloomberg, Crédit Agricole CIB, Indosuez Wealth Management.

Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset

Adrien ROURE
Portfolio Manager

SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** scenario di crescita inferiore alla tendenza nelle economie avanzate, ma con una revisione al rialzo dell'attività economica degli Stati Uniti nel 2023, grazie alla previsione di un primo trimestre più vivace che ritarda la contrazione del PIL alla fine del 2023. L'aumento della probabilità dello scenario di rischio si spiega con l'impatto degli eventi del settore bancario sulle condizioni di prestito. Crescita contenuta dell'area euro quest'anno, con rischi orientati al rialzo, in parte dipendente dalla forza della riapertura cinese.
- **Inflazione:** lo scenario a radice quadrata, si mantiene con prezzi *core* più stabili finché i salari trainano l'inflazione nei servizi, mentre l'allentamento delle strozzature nelle *supply chain* dovrebbe contribuire alla disinflazione nel settore delle merci. I prezzi dell'energia sono in calo, ma l'effetto ritardato dell'aumento dei costi energetici e la siccità invernale continuano a far lievitare i prezzi delle derrate alimentari.
- **Banche centrali:** i recenti avvenimenti che hanno interessato il settore bancario non modificano le nostre aspettative sui tassi terminali, poiché l'attenzione rimane incentrata sull'inflazione, e ciò dovrebbe indurre le banche centrali ad adottare un approccio più cauto alla traiettoria di rialzo dei tassi. Inoltre, dopo l'iniezione di liquidità destinata a far fronte alla crisi, è probabile che esse moderino le proprie politiche restrittive miranti a ridurre la liquidità dei mercati.
- **Utili:** l'ultima stagione dei risultati non ha rivelato sorprese negative e le revisioni degli utili si sono ora stabilizzate sia negli Stati Uniti che in Europa; ciò costituisce un fattore favorevole per le valutazioni, anche se continuiamo a prevedere che i livelli di margini diminuiranno, parallelamente al rallentamento macroeconomico mondiale.
- **Contesto di rischio:** la volatilità è di ritorno, alla luce dei recenti eventi del settore bancario che hanno rinfocolato le incertezze sulle decisioni di politica monetaria. I rischi per lo scenario macroeconomico sono elevati (inasprimento delle condizioni finanziarie globali e della stabilità finanziaria, persistenza dell'inflazione) mentre i rischi esterni, soprattutto sul fronte geopolitico, devono essere sempre monitorati con cautela.

ASSET ALLOCATION

AZIONI

- Nelle scorse settimane, abbiamo mantenuto un approccio globalmente cauto e siamo rimasti pronti a riallocare le riserve di liquidità in base all'andamento del mercato. Le recenti correzioni di mercato e l'aumento della volatilità offrono opportunità per ridistribuire la nostra liquidità al fine di puntare su un rimbalzo tattico delle azioni dei mercati sviluppati, riportando i nostri portafogli alla neutralità azionaria.
- Abbiamo continuato a rifocalizzare il nostro portafoglio sulle azioni globali, riducendo il peso dei titoli difensivi all'interno del portafoglio. Siamo ancora cauti sui settori ciclici (con alcune eccezioni su settori altamente scontati). Se è vero che il recente calo dei tassi a lungo termine è stato un po' troppo rapido e molto a favore dei titoli *Growth*, cercheremo comunque opportunità sul mercato anche in futuro.
- Da un punto di vista geografico, ciò si traduce in una riduzione del nostro sottopeso sulle azioni europee e in un aumento dell'esposizione alle azioni statunitensi nelle nostre strategie più rischiose. Manteniamo una visione costruttiva sui titoli azionari cinesi, in particolare quelli altamente sensibili all'attività economica interna, poiché l'attuale riapertura dovrebbe favorire in primo luogo questa tematica. La cautela sul lungo termine è dovuta al processo di riduzione della leva finanziaria in corso.

REDDITO FISSO

- L'incremento della volatilità dei mercati obbligazionari offre opportunità per puntare sulle strategie di *duration*. Dopo la recente caccia alla qualità che ha spinto al rialzo i titoli di Stato, riteniamo che il recente rialzo sia troppo ottimistico e che le banche centrali debbano continuare a concentrarsi sulla lotta all'inflazione. Di conseguenza, abbiamo ridimensionato la nostra convinzione sui titoli di Stato a lungo termine e continuiamo a sottopesare la *duration* nei nostri portafogli. Privilegiamo la parte corta della curva dei rendimenti per sfruttare gli interessanti livelli di *carry*.
- Siamo diventati positivi sui punti di pareggio dell'inflazione ai livelli attuali, poiché a nostro avviso non riflettono i problemi d'inflazione strutturali che le economie sviluppate devono affrontare.



Privilegiamo
LA PARTE
BREVE
della curva
dei rendimenti

- Sui mercati del credito, preferenza per i debiti corporate *Investment Grade* di aziende con solidi fondamentali rispetto agli *high yield*, in un contesto di deterioramento delle condizioni di finanziamento per gli emittenti e di maggiore selettività attesa dagli investitori in futuro. Dopo il *sell-off*, il comparto *Value* cresce nel segmento del debito finanziario, ma la selettività resta fondamentale.
- Da un punto di vista strategico, manteniamo le posizioni sul debito dei mercati emergenti in valuta locale, soprattutto per motivi di *carry* e per la debolezza del dollaro prevista quest'anno, mentre riconosciamo valutazioni più restrittive su base tattica.

MERCATI DEI CAMBI

- Anche se il dollaro USA potrebbe beneficiare del suo status di bene rifugio in caso di turbolenze di mercato a breve termine, il biglietto verde sta progressivamente perdendo il suo vantaggio in termini di rendimento - che ha agito come forza di sostegno lo scorso anno - limitando la sua attrattività in una prospettiva di medio termine.
- La riduzione dello *spread* transatlantico sui tassi di interesse a breve termine è a favore della moneta comune dell'area euro, con la BCE che ha mantenuto la sua posizione, aumentando i tassi di 50 pb a marzo. Nel frattempo, la perdita di fiducia in Credit Suisse (che ha portato a una riduzione dell'esposizione alle banche europee da parte degli investitori) e il persistere di un elevato rischio geopolitico nella regione supportano l'idea di un euro confinato in un intervallo definito nei prossimi mesi.
- Il franco svizzero rimane una copertura interessante, nonostante il recente evento che ha interessato Credit Suisse, in quanto i fondamentali svizzeri, più convincenti, e il differenziale dei tassi reali sono a favore della valuta.
- Continuiamo a prediligere la valuta giapponese come copertura macro nei portafogli, e come opportunità tattica per beneficiare di una potenziale revisione della politica monetaria della Banca del Giappone, che dovrebbe affrontare una crescente pressione inflazionistica se i salari dovessero confermare la loro tendenza al rialzo.
- Il rally dell'oro è stato probabilmente eccessivo e potrebbe essere sensibile a un ritorno dei tassi reali. Manteniamo tuttavia una visione costruttiva sul metallo prezioso nel lungo periodo, poiché dovrebbe beneficiare sia dell'attività di acquisto delle banche centrali, sia di un atteggiamento potenzialmente meno aggressivo da parte delle banche centrali, in futuro.

CONVINZIONI CHIAVE

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.

DATI AGGIORNATI AL 23 MARZO 2023



TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	3,43%	-45,02	-44,82
Francia 10A	2,72%	-23,40	-38,80
Germania 10A	2,19%	-28,30	-37,30
Spagna 10A	3,24%	-19,80	-40,80
Svizzera 10A	1,17%	-27,30	-44,50
Giappone 10A	0,30%	-20,10	-11,40

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	35,67	1,55%	2,75%
Titoli di Stato in EUR	197,02	1,59%	2,26%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	197,92	-0,69%	2,27%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	302,75	-0,20%	2,04%
Titoli di Stato USA	303,76	2,85%	2,83%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	43,41	0,21%	1,52%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9928	0,33%	0,33%
GBP/USD	1,2287	2,28%	1,69%
USD/CHF	0,9165	-1,87%	-0,87%
EUR/USD	1,0831	2,22%	1,18%
USD/JPY	130,85	-2,86%	-0,21%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	22,61	1,47	0,94

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	3.948,72	-1,59%	2,84%
FTSE 100 (Regno Unito)	7.499,60	-5,16%	0,64%
STOXX Europe 600	446,22	-3,52%	5,02%
Topix	1.957,32	-0,91%	3,47%
MSCI World	2.696,85	-1,48%	3,62%
Shanghai SE Composite	4.039,09	-1,57%	4,33%
MSCI Emerging Markets	977,78	-1,01%	2,24%
MSCI Latam (America Latina)	2.067,22	-7,91%	-2,87%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	186,46	-0,93%	-2,88%
MSCI Asia Ex Japan	638,74	-0,13%	3,15%
CAC 40 (Francia)	7.139,25	-2,44%	10,28%
DAX (Germania)	15.210,39	-1,71%	9,24%
MIB (Italia)	26.482,21	-2,92%	11,71%
IBEX (Spagna)	8.970,00	-2,83%	9,00%
SMI (Svizzera)	10.718,54	-4,71%	-0,10%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	4.116,00	-3,45%	0,51%
Oro (USD/Oncia)	1.993,40	9,39%	9,29%
Greggio WTI (USD/Barile)	69,96	-7,20%	-12,83%
Argento (USD/Oncia)	23,14	8,63%	-3,73%
Rame (USD/Tm)	9.031,00	1,43%	7,87%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	2,15	-6,91%	-51,87%

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

RENDIMENTI MENSILI DEGLI INVESTIMENTI, ESCLUSI I DIVIDENDI

● FTSE 100 ● Topix ● MSCI World ● MSCI EMEA ● MSCI Emerging Markets
● STOXX Europe 600 ● S&P 500 ● Shanghai SE Composite ● MSCI Latam ● MSCI Asia Ex Japan

	DICEMBRE 2022	GENNAIO 2023	FEBBRAIO 2023	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (23 MARZO 2023)
MIGLIORI	0,48%	9,69%	1,74%	-0,13%	5,02%
	-0,39%	8,18%	1,35%	-0,91%	4,33%
	-1,60%	7,85%	0,91%	-0,93%	3,62%
	-1,64%	7,37%	-2,10%	-1,01%	3,47%
	-3,12%	7,00%	-2,53%	-1,48%	3,15%
	-3,44%	6,67%	-2,61%	-1,57%	2,84%
	-4,34%	6,18%	-4,41%	-1,59%	2,24%
	-4,70%	4,42%	-6,36%	-3,52%	0,64%
	-4,73%	4,29%	-6,54%	-5,16%	-2,87%
PEGGIORI	-5,90%	2,27%	-6,86%	-7,91%	-2,88%

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



AIE: Agenzia internazionale dell'energia.

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

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

BLS: Bureau of Labor Statistics.

BNEF: Bloomberg New Energy Finance.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FMI: Fondo monetario internazionale.

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

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

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

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

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

IPCC: Gruppo intergovernativo sul cambiamento climatico.

IRENA: Agenzia internazionale per le energie rinnovabili.

ISM: Institute for Supply Management.

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

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

OCSE: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico.

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

OMC: Organizzazione Mondiale del Commercio.

OPEC: Organizzazione dei paesi produttori di petrolio.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SRI: Investimenti sostenibili e responsabili.

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

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

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

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

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

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

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

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

DICHIARAZIONE DI ESCLUSIONE DI RESPONSABILITÀ

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CA Indosuez, società di diritto francese, capogruppo per l'attività di gestione patrimoniale del gruppo Crédit Agricole, nonché le rispettive controllate ed entità collegate, ovvero CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, le rispettive controllate, filiali e uffici di rappresentanza, ovunque si trovino, operano sotto il Marzolo unico Indosuez Wealth Management. Ciascuna delle controllate nonché le rispettive controllate, le filiali e gli uffici di rappresentanza, così come ognuna delle altre entità di Indosuez Wealth Management sono definite singolarmente 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 (EAU):** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, filiale per il DIFC (Dubai International Financial Centre), Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai, società degli EAU regolamentata dall'Autorità di vigilanza sui servizi finanziari di Dubai («DFSA»). Il presente Opuscolo è rivolto unicamente a clienti professionali e/o controparti di mercato e nessun altro soggetto dovrebbe agire in base ai medesimi. I prodotti o servizi finanziari cui la presente pubblicazione fa riferimento saranno resi disponibili esclusivamente a clienti che soddisfano i requisiti di cliente professionale e/o controparte di mercato previsti dalla DFSA. L'Opuscolo è fornito unicamente con finalità informative. Non deve essere interpretata come un'offerta di acquisto o vendita né come sollecitazione di un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari o di partecipazione ad alcuna particolare strategia di trading in qualunque giurisdizione;
- **ad Abu Dhabi:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Ufficio di rappresentanza, Zayed - The 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 23.03.2023.

