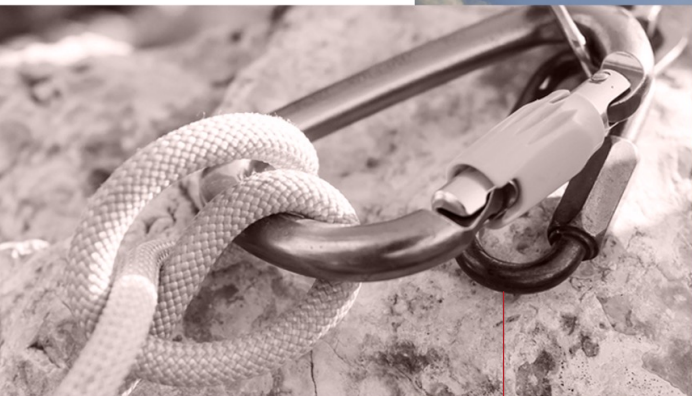


# THE ESSENCE

# OF FREEDOM



1. Macro e Tassi
2. Reddito Fisso
3. Equity
4. FX e materie prime

## Punti chiave

- Maggio è stato un altro mese estremamente volatile, con i titoli azionari che hanno toccato i minimi dell'anno a metà mese, ma sono riusciti a recuperare la maggior parte delle perdite entro la fine del mese. Dopo sette ribassi settimanali consecutivi, l'S&P ha registrato il maggior guadagno settimanale dal novembre 2020, salendo del 6,6%.
- Sul fronte dell'inflazione, la crescita dell'IPC statunitense è rallentata dall'8,5% su base annua di marzo all'8,3% di aprile, attenuando i timori che la Fed adotti un approccio ancora più aggressivo di quanto il mercato si aspetti.
- Nonostante la decelerazione dell'inflazione, questa rimane elevata. Pertanto, dopo il rialzo di 50 pb del tasso d'interesse da parte della Fed a maggio, si prevede un altro rialzo di 50 pb nella prossima riunione di giugno e che esso si collochi a fine anno tra il 2,75% e il 3%.
- Con la decelerazione dell'inflazione, anche il mercato obbligazionario ha assistito a una certa stabilizzazione, con il rendimento del Treasury USA a 10 anni che si è attestato intorno al 3% e gli spread di credito che si sono ridotti, portando a un mese positivo per le obbligazioni statunitensi.
- Riteniamo che l'aumento dell'inflazione persisterà per un po' di tempo, ma che gli innalzamenti della Fed siano in gran parte scontati dai mercati, motivo per cui riteniamo che sia giunto il momento di riconsiderare le duration del reddito fisso e dell'USD in generale.
- Tuttavia, raccomandiamo di mantenere una duration breve nel reddito fisso in euro, poiché la BCE sta iniziando solo ora il suo processo di rialzo dei tassi e deve riconoscere di essere in ritardo rispetto alla curva.
- Dopo aver toccato per breve tempo i massimi da 20 anni a questa parte nel mese di maggio, l'indice del dollaro ha registrato il calo settimanale più consistente degli ultimi quattro mesi, stabilizzandosi a quota 102.
- I prezzi del petrolio sono aumentati del 9,5% a maggio e hanno raggiunto il livello più alto in oltre due mesi all'inizio di giugno, sostenuti dalla prospettiva di un divieto delle importazioni di petrolio russo via mare da parte dell'UE e dalla ripresa delle attività in Cina.

## Rassegna di maggio : Jerome, il falco (o quasi)

Maggio è stato un altro mese volatile per i mercati, con molti dei maggiori indici che hanno toccato i minimi dell'anno a metà mese, per poi recuperare fortemente alla fine del mese.

Il mese è stato caratterizzato da un'altra riunione della Fed in cui Jerome Powell ha mantenuto un tono da falco, sottolineando che l'inflazione è rimasta elevata e che l'economia statunitense ha continuato a registrare buoni risultati. Come previsto, la Fed ha alzato i Fed Funds di 50bps a 100bps.

Gli indici statunitensi hanno chiuso in modo misto, con l'S&P500 e il Russell 2000 che hanno chiuso rispettivamente a +0,18% e +0,14%, mentre il Nasdaq è sceso dell'1,93%.

In Europa, gli indici hanno chiuso il mese in positivo, guidati dal PSI 20 (+8,02%), dall'IBEX (+3,24%) e dal FTSE Mib (+2,49%), nonché dall'EuroStoxx50 a +1,34%; solo lo SMI (-4,05%) e lo Stoxx600 (-0,61%) hanno chiuso in rosso, trascinati dalla caduta di Nestlé e Roche.

Nel resto del mondo, i principali indici hanno chiuso in verde, con il Nikkei a +1,61%, il CSI300 a +2,08% e l'Ibovespa a +3,22%. L'MSCI ACWI ha chiuso in linea con l'S&P, a +0,18%.

Non sorprende che il settore energetico sia stato il più performante, con un aumento del 5,98%, seguito da quello industriale (+2,68%) e quello dei materiali (+2,34%).

L'indice del dollaro ha subito una lieve flessione (-1,17%) attestandosi a 101,752. L'EUR/USD è aumentato dell'1,79%, il CHF/USD dell'1,27% e il GBP/USD dello 0,22%. Lo yen ha recuperato leggermente rispetto al dollaro, chiudendo il mese a 128,67 (+0,79%).

Il rendimento del Bond USA 10 anni ha chiuso il mese al 2,84%, con una leggera contrazione di 9 pb. Il rendimento del bund è aumentato di 18 pb, raggiungendo l'1,12%. Gli indici obbligazionari si sono leggermente stabilizzati, con il Bloomberg Global Aggregate Index e il JPMorgan EMBI in aumento rispettivamente dello 0,27% e dello 0,19%, mentre il Bloomberg Global High Yield Index è sceso dello 0,09% e il Bloomberg Core Developed Government Index dello 0,50%.

Equity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	4,132	-0.62	-3.08	0.18	-8.55	-12.76	17
Nasdaq	12,081	-0.41	-5.78	-1.93	-14.91	-22.52	22
Russell 2000	1,864	-1.25	-3.81	0.14	-9.79	-16.58	17
Euro Stoxx 50	3,789	-1.36	0.69	1.34	-0.67	-9.47	12
Stoxx 600 EUR	443	-0.72	-1.03	-0.61	-1.18	-6.98	12
FTSE 100	7,608	0.10	1.54	1.13	1.83	4.78	10
SMI	11,611	-1.06	-5.00	-4.05	-3.23	-7.37	15
NIKKEI 225	27,280	-0.33	0.64	1.61	-1.95	-4.32	15
CSI 300 China	4,092	1.56	2.19	2.08	-2.84	-16.95	12
MSCI EM Index	1,078	1.23	0.55	0.46	-5.11	-11.72	11

Equity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	4,132	-0.62	-3.08	0.18	-8.55	-12.76	17
UTILITIES	376	0.58	0.09	1.03	-0.11	4.65	20
ENERGY	658	3.14	14.35	5.98	13.99	58.43	12
TELECOM	202	0.51	-2.38	0.94	-14.10	-24.35	14
CONS STAPLES	772	0.42	-6.57	-0.53	-2.17	-3.16	20
REAL ESTATE	276	1.15	-10.38	-0.05	-8.40	-14.19	38
CONS DISCRET	1,210	-0.37	-12.35	-0.11	-17.22	-24.69	20
MATERIALS	539	0.72	0.32	2.34	-2.39	-4.72	15
HEALTH CARE	1,538	1.30	-1.10	-0.51	-3.34	-5.83	16
INFO TECH	2,453	1.22	-2.10	0.82	-12.04	-19.39	20
FINANCIALS	588	0.69	-1.92	-0.76	-7.41	-8.78	12
INDUSTRIALS	798	1.36	-3.78	2.68	-7.97	-10.15	16

Currency % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
DXY	101.752	0.08	0.53	-1.17	3.50	6.36
EUR-USD	1.0734	-0.42	-0.52	1.79	-3.01	-5.59
USD-JPY	128.67	0.85	0.13	-0.79	5.73	11.81
USD-CHF	0.9595	0.23	0.21	-1.27	4.01	5.10
EUR-CHF	1.0297	-0.23	-0.39	0.34	0.82	-0.76
GBP-USD	1.2602	-0.40	-1.85	0.22	-4.08	-6.87
EUR-GBP	0.8518	-0.02	1.27	1.55	1.12	1.24
JP EM FX Index	52.78	-0.12	0.57	1.38	-1.33	0.41

10 yr Yield Bps Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
US	2.84	11	-5	-9	133	133
Germany	1.12	7	15	18	130	130
UK	2.10	11	14	20	113	113
SWITZERLAND	0.89	7	-2	1	102	102
Japan	0.24	1	-1	1	17	17
US IG Spread	140	-4	-5	-8	40	40
US High Yield spread	423	0	39	18	153	153
EUR High Yield spread	503	-6	71	20	157	157

Commodity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
BBG Commo Index	131.3	-1.89	1.79	1.44	5.57	32.44
Gold Spot \$/OZ	1837.4	-0.96	-4.88	-3.14	-5.17	0.45
Crude Oil WTI	114.7	-0.35	11.25	9.53	14.35	48.94

Volatility	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
VIX	26.2	-0.35	-2.02	-7.21	27.38	8.97

Source: Bloomberg 05/31/2022

## Macro e Tassi : In attesa di un rallentamento

*L'economia globale sta rallentando, ma è ancora resistente e forte soprattutto negli Stati Uniti. E questo è un problema per i mercati finanziari se la situazione persiste.*

Inflazione, rialzo dei tassi, guerra in Ucraina, Covid in Cina: tutti stanno contribuendo al rallentamento dell'economia globale, innervosendo gli investitori. L'attacco della Russia all'Ucraina continua a pesare sulle materie prime, aumentando la pressione inflazionistica e costringendo i banchieri centrali di tutto il mondo a rialzare i tassi e a ridurre il proprio bilancio, togliendo liquidità al sistema finanziario globale.

E lo stesso Covid non è scomparso, almeno in Cina, dove le autorità cercano di combattere una nuova ondata di infezione con blocchi in diverse città.

*Il quadro generale rimane pieno di incertezze e rischi. L'inflazione e la sua gestione saranno fondamentali nel prossimo mese.*

La Federal Reserve statunitense ha indicato un chiaro percorso di normalizzazione della politica monetaria. Si prevede che i tassi sui Fed fund finiranno l'anno tra il 2,75% e il 3% e si cominciano a vedere i primi segnali di un possibile picco dell'inflazione nel Paese. L'indice delle spese al consumo personali (PCE), uno degli indicatori d'inflazione preferiti dalla Fed, è rallentato in aprile. Ciononostante, una rondine non fa primavera, e potrebbero essere necessari altri 2 o 3 mesi di rallentamento dell'inflazione per avere la conferma che il picco sia effettivamente stato raggiunto, ma noi rimaniamo fiduciosi. L'inflazione negli Stati Uniti rimane vicina al livello più alto degli ultimi 40 anni, ma le aspettative del mercato sull'inflazione a lungo termine hanno iniziato ad allentarsi.

Diversamente che in Europa, negli Stati Uniti la pressione inflazionistica non è stata determinata solo dalla pandemia e dalla guerra in Ucraina, ma anche dalla robusta ripresa economica post-Covid sostenuta dalla forte domanda interna. Probabilmente, la Fed pauserà il suo processo di normalizzazione quando emergeranno segnali di rallentamento dell'attività economica e quindi della domanda interna del paese. Se e quando ciò avverrà, i tassi, i mercati azionari e la volatilità si stabilizzeranno. In un certo senso, dovremmo aspettarci di passare ora alla modalità "cattive notizie, buone notizie" per i mercati finanziari.

*L'Europa è un'altra storia. La pressione inflazionistica è stata trainata di recente dall'offerta anziché dalla domanda, e anche dalle problematiche dell'energia e delle materie prime morbide causate dalla guerra in Ucraina.*

L'inflazione è chiaramente presente in Europa. L'IPC dell'area dell'euro è aumentato dell'8,1% su base annua e il prezzo del greggio Brent ha superato nuovamente i 120 dollari, nonostante l'OPEC+ abbia approvato un aumento della produzione. Questa combinazione porta con sé un chiaro messaggio per la BCE: essa può e deve inasprire le condizioni finanziarie aumentando i tassi d'interesse e frenando la pressione inflazionistica, il suo unico mandato.

Mentre scriviamo, la BCE sta per annunciare un percorso definito di rialzo dei tassi e la fine del programma di acquisto di asset. Ma la Banca Centrale Europea deve affrontare un'altra sfida. Come normalizzare la politica monetaria senza penalizzare i Paesi periferici come Italia, Grecia, Portogallo e Spagna? Questi Paesi hanno un rapporto debito/PIL più elevato e stanno già affrontando spread più ampi rispetto al debito tedesco. Ad esempio, lo spread BTP-German Bund a 10 anni dell'Italia si è allargato di oltre l'1% dal settembre dello scorso anno, attestandosi al 2%, considerato il limite di sopportazione. La campagna di rialzo dei tassi che la BCE sta per avviare potrebbe pesare notevolmente su questi Paesi, in quanto gli spread potrebbero allargarsi ulteriormente. Speriamo di poter confidare nell'ingegno dei membri della BCE per l'istituzione di un meccanismo come un programma OMT (Outright Monetary Transactions) al fine di limitare un ulteriore allargamento degli spread.

*Anche i governi europei dovranno fare la loro parte per affrontare la sfida economica dell'area euro meno dinamica. Come il Regno Unito, con il nuovo pacchetto fiscale per contribuire a mitigare la compressione del potere d'acquisto delle famiglie a basso reddito, i governi europei dovranno probabilmente lanciare pacchetti di stimolo per garantire un atterraggio morbido piuttosto che duro dell'Eurozona.*

## Reddito Fisso: dopo gli Stati Uniti, l'Europa?

"Le previsioni sono difficili, soprattutto se riguardano il futuro" (Niels Bohr). La situazione sembra essere simile per quanto riguarda l'inflazione, almeno di recente. Mentre gli analisti di Wall Street, nelle loro previsioni da settembre 2020, si aspettavano che l'inflazione statunitense salisse fino al 4% nel 2021, oggi è più del doppio. Non sorprende quindi che l'inflazione (sottostimata) sia attualmente il "tema caldo". È anche il principale fattore alla base dei rendimenti fortemente negativi del reddito fisso e delle performance piuttosto deludenti dei portafogli a fine anno: un paniere diversificato di 11 tipi di attività ha reso -8% a fine anno, l'anno peggiore per un paniere di questo tipo almeno dal 1978.

Sembra tuttavia che i tassi negli Stati Uniti si siano stabilizzati: il rendimento del Bond USA 10 anni, dopo aver toccato il 3,2%, oscilla ora intorno al 3%. I rendimenti statunitensi si sono stabilizzati su tutta la curva, e questo ha aiutato le obbligazioni nelle ultime settimane.

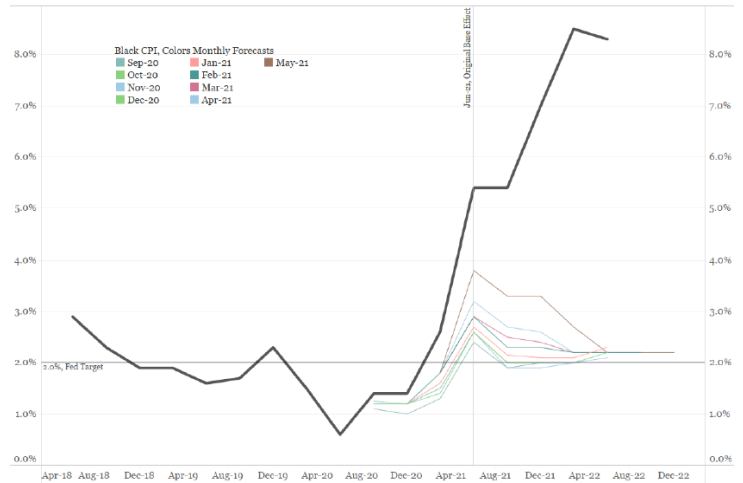
Ci sono segnali che indicano che l'inflazione negli Stati Uniti potrebbe stabilizzarsi. L'ultima lettura dell'IPC a/a, pari all'8,3%, è stata inferiore al precedente 8,5%. Mentre i dati macro complessivi continuano a essere solidi negli Stati Uniti, il Citi Economic Surprise Index indica un indebolimento delle letture. A parità di condizioni, ciò dovrebbe essere positivo per i rendimenti e le obbligazioni di alta qualità.

Pur ritenendo che l'inflazione più elevata ci accompagnerà ancora a lungo, non pensiamo che continuerà a salire. L'effetto base sarà quindi positivo nelle letture future dell'inflazione e riteniamo che non sia un momento sbagliato per riconsiderare il reddito fisso e la duration dell'USD in generale.

Ora l'azione si sposta in Europa, dove i tassi a breve termine sono ancora negativi, mentre le letture dell'inflazione sono aumentate in modo massiccio. Ora è la BCE a dover riconoscere di essere in ritardo rispetto alla curva, e il mercato dei titoli a reddito fisso in euro subirà una rivalutazione in previsione di una BCE più aggressiva. Il mercato sta valutando un rialzo di 50 punti base entro settembre.

Raccomandiamo pertanto di mantenere una duration corta nel reddito fisso in euro. Negli Stati Uniti, tuttavia, è giustificato un approccio più diversificato al reddito fisso e l'assunzione di un certo rischio di duration non sembra più irragionevole.

### Inflazione prevista da Wall Street vs effettiva (USA)



Fonte: Bianco Research LLC

### Citi Economic Surprise Index (USA)



Fonte: Bloomberg: Bloomberg

### IPC dell'Eurozona a/a vs. EURIBOR 3m



Fonte: Bloomberg: Bloomberg



## Equity: siamo in un mercato ribassista?

Il mese di maggio ha mostrato movimenti molto volatili nei mercati, con un'atmosfera cupa per la maggior parte del tempo, per poi concludersi in modo molto positivo. L'S&P ha registrato il maggior guadagno settimanale dal novembre 2020 dopo sette settimane consecutive di ribasso, con performance del 6,6% per l'S&P e del 7% per il Nasdaq. Infine, il mercato ha chiuso il mese quasi piatto e sembra aver trovato una certa stabilità nonostante la volatilità.

L'eccesso di rialzo determina un periodo di rendimenti superiori alla media, mentre l'oscillazione verso l'eccesso di ribasso determina un periodo di rendimenti inferiori alla media. Abbiamo assistito a una serie di eccessi al rialzo nel 2020 e nel 2021 e ora stiamo assistendo a correzioni.

La straordinaria performance delle FAAMG dopo la pandemia ha attirato l'attenzione degli investitori e ha sostenuto una tendenza generalizzata al rialzo. A settembre 2020 i titoli erano quasi raddoppiati rispetto ai minimi di marzo e avevano registrato un aumento del 60% rispetto all'inizio dell'anno. I 5 titoli sono fortemente ponderati nell'S&P 500 e hanno distratto l'attenzione dalla performance meno impressionante degli altri 495 titoli.

Nel settore tecnologico, l'ottimismo e il comportamento degli investitori hanno fatto schizzare il mercato verso l'alto, con un doloroso ritorno a terra. Probabilmente siamo dove dovremmo essere. Ecco alcuni dei cali dei titoli top e noti del settore tecnologico/digitale e dell'innovazione. PayPay - 55%, Coinbase -75%, Netflix -68%, Shopify - 70%, Spotify -55%, Uber -45%, Zoom -50%, Snap -30%, Twilio -60%

*Credete davvero che il valore di queste aziende sia sceso in media di oltre la metà negli ultimi mesi?*

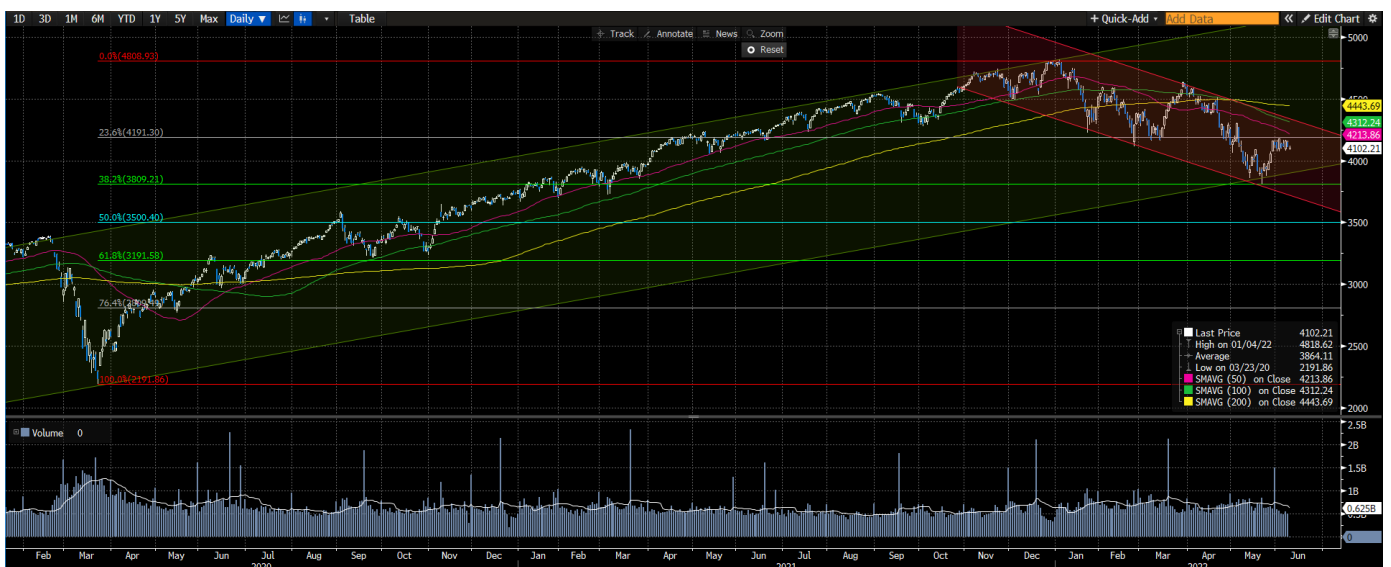
La risposta è vostra, ma dovrebbe essere no.

Al momento, siamo probabilmente nel picco dell'inflazione negli Stati Uniti e in Europa, quest'ultima potrebbe avere una situazione un po' meno invidiabile a causa dell'impatto della situazione geopolitica. Ma finché la Fed non mostrerà alcun segnale di allentamento del rialzo dei tassi, gli investitori rimarranno cauti e timorosi.

L'intervallo tra 3900 e 4300 dell'S&P e quello tra 20 e 35 dell'indice di volatilità rimarranno i punti caldi che gli investitori dovranno osservare nel prossimo futuro.

Nella situazione attuale, continuiamo a privilegiare i titoli di qualità, ma siamo meno convinti di privilegiare i titoli value rispetto a quelli growth. In effetti, alcuni titoli value cominciano a sembrare un po' più costosi di alcuni titoli growth.

Vediamo alcune buone opportunità da considerare.



## Forex e materie prime: l'USD ha raggiunto il top?

*Dopo aver toccato per breve tempo i massimi da 20 anni a metà maggio, l'indice del dollaro ha registrato il maggior calo settimanale da quasi quattro mesi a questa parte, prima di stabilizzarsi a quota 102. La domanda che si pongono gli investitori del forex è quindi la seguente: il dollaro ha raggiunto il suo massimo?*

Il biglietto verde è ora trascinato al ribasso da dati economici contrastanti. Nonostante il suo status di bene rifugio, l'USD sta diventando più sensibile ai dati macroeconomici degli Stati Uniti.

Il dollaro USA rimane guidato dalle aspettative di rialzo dei tassi della Fed. Qualsiasi segnale che indichi una pausa o una riduzione della politica restrittiva della banca centrale statunitense potrebbe influire negativamente. Tuttavia, una nuova variabile dovrebbe essere presa in considerazione per la direzione del biglietto verde: l'imminente risposta della BCE all'aumento dell'inflazione. L'inflazione è salita all'8,1% nell'area dell'euro (dal 7,5%), confermando la necessità di una politica restrittiva della BCE. Sebbene la questione sia se la BCE procederà con rialzi di 25 o 50 punti base, l'impatto della politica di inasprimento della BCE influirà molto probabilmente sull'EUR/USD. Dato che finora la BCE è stata più lenta della Fed a rispondere all'inflazione, il primo impatto dell'aumento degli interessi potrebbe essere un euro più forte. Inoltre, il dollaro sembra aver già scontato tutti i rialzi dei tassi di interesse della Fed e potrebbe ora stabilizzarsi. Tuttavia, dobbiamo anche considerare alcuni detrattori che potrebbero continuare a influenzare negativamente l'Eurozona, il principale esempio è l'ulteriore escalation del conflitto tra Russia e Ucraina che interrompe le catene di approvvigionamento in Europa e porta a un tasso di PIL inferiore rispetto agli Stati Uniti.

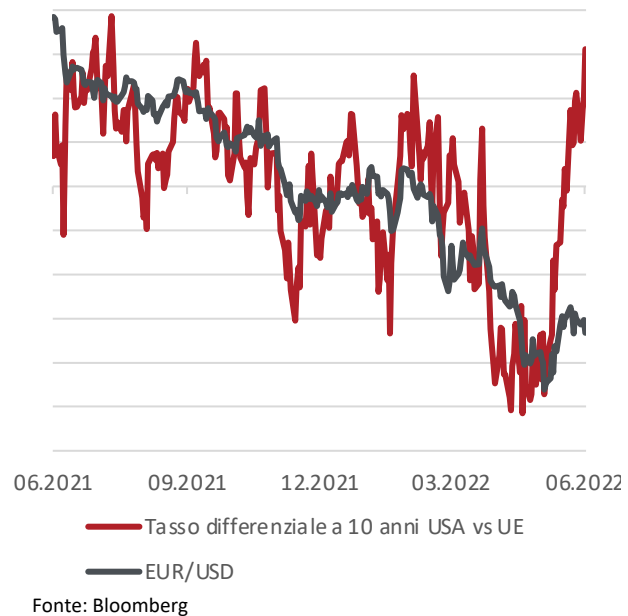
*Di conseguenza, è probabile che la coppia EUR/USD possa salire ulteriormente, raggiungendo il livello di resistenza a 1,08.*

La Banca del Giappone non ha ancora dato indicazioni di voler abbandonare la sua politica monetaria accomodante. Ciò continua a esercitare una pressione al ribasso sullo yen, e ha portato alla rottura del livello 132 contro l'USD, il minimo degli ultimi sette anni. Il livello 135 potrebbe essere la prossima rottura importante, in linea con una BoJ che continua a difendere la curva dei rendimenti a scapito di una valuta più debole.

*La pressione al rialzo sul prezzo del petrolio potrebbe continuare nei prossimi mesi.*

Il prezzo del petrolio è già salito ai massimi da oltre due mesi all'inizio di giugno, accentuato dalla prospettiva di un divieto dell'Unione Europea sulle importazioni di petrolio russo via mare. Se questo divieto troverà il consenso dei leader europei e potrà essere attuato rapidamente, è probabile che l'aumento del prezzo del petrolio continui.

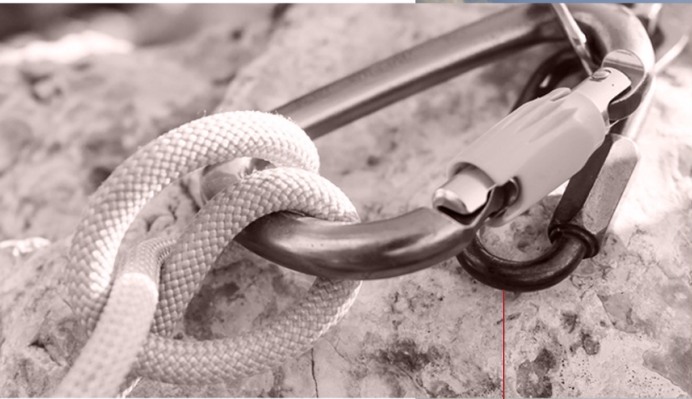
**Sulla base del differenziale dei tassi di interesse, potenziale di salita per l'EUR rispetto all'USD**



**Il petrolio continua a salire?**



# THE ESSENCE



# OF FREEDOM



Scegliendo Cité Gestion, potrete beneficiare del nostro modello aziendale unico che ci distingue dalla maggior parte dei gestori patrimoniali tradizionali. Per saperne di più, visitate il nostro sito web: [www.cité-gestion.com](http://www.cité-gestion.com)



E seguiteci su [LinkedIn](#) per rimanere aggiornati su tutte le notizie e le prospettive dei mercati.

## Disclaimer and important information

This document has been published in Switzerland by Cité Gestion SA, Geneva, a custodian and securities dealer subject to regulation and supervision by the Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA). It is not intended for distribution, publication or use in any jurisdiction where such distribution, publication or use would be prohibited, and is not directed to persons or entities to whom it would be unlawful to send such a document. All information provided in this document, in particular opinions and analyses, is for information purposes only and should not be construed as an offer, advice or recommendation to buy or sell any particular security or to enter into any transaction. Nor does this publication constitute - and should not be construed as - an advertisement for a particular financial instrument. The risks associated with some investments are not suitable for all investors and a precise assessment of the risk profile must be made. Nor should this document be construed as legal, accounting or tax advice. Although Cité Gestion SA makes every reasonable effort to use reliable and complete information, Cité Gestion SA makes no representation or warranty of any kind that the information contained in this document is accurate, complete or up to date. Any decision based on this information must be made at the investor's risk and Cité Gestion SA declines all responsibility for any loss or damage that may result directly or indirectly from the use of this information. United States: Neither this document nor any copies thereof may be sent, taken or distributed in the United States or given to a US-Person. This document may not be reproduced (in whole or in part), transmitted, modified or used for public or commercial purposes without the prior written consent of Cité Gestion SA.