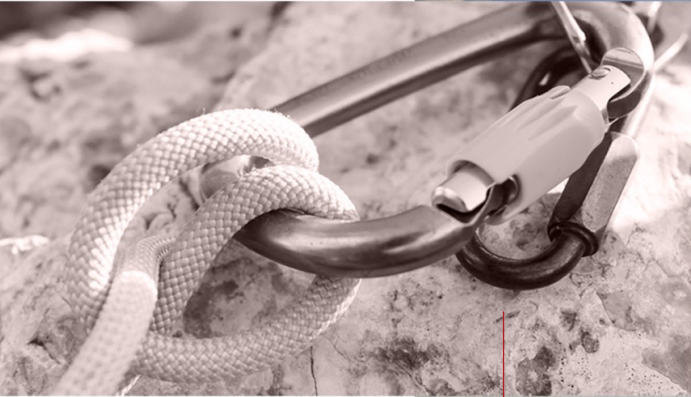


THE ESSENCE



OF FREEDOM



1. Macro e Tassi
2. Reddito Fisso
3. Azioni
4. Forex e materie prime

Punti chiave

- Forte ripresa dei mercati finanziari, con le azioni che hanno registrato la migliore performance mensile dal novembre 2020 a livello mondiale. Le azioni statunitensi hanno sovraperformato la maggior parte degli altri indici azionari, con l'S&P 500 che ha guadagnato il 9,2% a luglio.
- L'inflazione continua a sorprendere al rialzo, con l'ultimo dato dell'IPC statunitense al 9,1%, ben al di sopra dell'8,8% previsto e dell'8,6% del mese precedente.
- In questo contesto, le banche centrali continuano a inasprire le condizioni finanziarie: la Federal Reserve ha aumentato il tasso di interesse per la quarta volta quest'anno. La BCE ha aumentato di 50 pb per la prima volta in 8 anni, portando il tasso allo 0%.
- La recessione negli Stati Uniti è ormai ampiamente prevista a causa dell'atteggiamento da falco della Fed. Questo ha portato a un forte calo dei rendimenti a lungo termine delle obbligazioni, risultando in un mese positivo per il reddito fisso. Inoltre, le obbligazioni societarie hanno beneficiato del restringimento degli spread, con gli spread high yield statunitensi che sono scesi quasi a quota 100 pb.
- Gli spread dei titoli di Stato italiani sono quasi raddoppiati dall'inizio dell'anno rispetto a quelli tedeschi. Date le turbolenze politiche e l'alto livello del debito, questo sarà probabilmente un fattore importante per la futura politica della BCE. La BCE ha quindi messo in atto il Transmission Protection Instrument (TPI), uno strumento che mira a scoraggiare speculazioni contro la moneta unica.
- Delle società dell'S&P 500 che hanno comunicato gli utili del 2° trimestre, il 75% ha presentato risultati migliori del previsto, leggermente inferiori alla media quinquennale del 77%, con una crescita degli utili del 6,7%. In termini di settori, l'energia continua a registrare una crescita eccezionale degli utili, che sono aumentati quasi del 300% nel 2° trimestre.
- Nel corso del mese di luglio, l'euro è sceso brevemente sotto la parità con il dollaro, in quanto la valuta europea continua a faticare a recuperare terreno rispetto al dollaro, soprattutto a causa dei toni più morbidi della BCE.

Rassegna di luglio: forte ripresa dei mercati finanziari

Finora, le azioni europee hanno registrato il loro miglior mese del 2022, trainate soprattutto dal settore tecnologico e da quello automobilistico, che ha beneficiato dell'allentamento delle restrizioni Covid in Cina. Le azioni statunitensi hanno registrato il loro miglior mese da novembre 2020, sovraperformando i mercati nel resto del mondo.

Il mercato obbligazionario mondiale è stato dominato dalle preoccupazioni per la gravità del rallentamento economico globale, con il PIL statunitense che è diminuito per due trimestri consecutivi, segnando una recessione tecnica. Il rallentamento dell'attività economica globale è stato evidenziato dal deterioramento dei dati manifatturieri nell'Eurozona e negli Stati Uniti. In Europa, il PMI manifatturiero è sceso sotto quota 50, il livello che indica una contrazione dell'attività.

La maggior parte delle banche centrali del G7 ha ribadito il proprio impegno a ridurre l'inflazione, con una serie di rialzi aggressivi dei tassi. Alla fine del mese, la FED ha varato il suo quarto rialzo dei tassi di interesse dall'inizio del 2022, aumentando di 75 pb la fascia di oscillazione del tasso sui fondi federali, ora tra il 2,25 e il 2,5%. La BCE ha alzato il tasso sui depositi di 50 pb per la prima volta in 8 anni, raggiungendo lo 0%. Queste mosse hanno ridotto le previsioni di crescita, in quanto al momento le BC danno la priorità al contenimento dell'inflazione piuttosto che al rilancio della crescita.

Il mese di luglio ha fornito una certa consolazione alle obbligazioni, che hanno registrato una ripresa dopo il duro colpo subito da inizio anno. Le performance delle obbligazioni Investment grade e High Yield sono migliorate, sostenute dalla contrazione degli spread e dal calo dei tassi di interesse a lungo termine. I titoli HY europei e statunitensi, che hanno guadagnato rispettivamente il 5% e il 6% a luglio, sono stati tra i migliori performer della categoria del reddito fisso. Il credito HY europeo ha perso circa il 10% da inizio anno, mentre quello statunitense il 9%.

I titoli di Stato cinesi sono rimasti tra i più resistenti, anche se i rendimenti in dollari sono stati erosi dalla forza del dollaro USA rispetto allo yuan cinese. L'euro ha aumentato il suo deprezzamento nei confronti del dollaro USA al -10% dall'inizio dell'anno, influenzato da una politica della BCE più morbida di quella della FED. Nel corso del mese, l'euro è stato brevemente scambiato sotto la parità, cosa che non accadeva da 20 anni.

Equity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	4,130	1.43	4.15	9.22	9.22	-12.59	17
Nasdaq	12,391	1.88	5.17	12.39	12.39	-20.45	23
Russell 2000	1,885	0.66	3.72	10.44	10.44	-15.45	18
Euro Stoxx 50	3,708	1.53	2.88	7.47	7.47	-11.21	11
Stoxx 600 EUR	438	1.28	2.84	7.76	7.76	-7.78	12
FTSE 100	7,423	1.06	1.64	3.66	3.66	2.61	10
SMI	11,146	0.15	0.15	3.77	3.77	-11.08	15
NIKKEI 225	27,802	-0.05	0.38	5.34	5.34	-2.36	15
CSI 300 China	4,170	-1.29	-0.95	-6.33	-6.33	-14.10	11
MSCI EM Index	994	-0.37	0.75	-0.17	-0.17	-17.68	11

Equity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	4,130	1.43	4.15	9.22	9.22	-12.59	17
UTILITIES	376	0.86	5.19	5.50	5.50	4.92	20
ENERGY	599	4.58	6.42	9.72	9.72	44.44	8
TELECOM	193	0.56	2.78	3.71	3.71	-27.57	14
CONS STAPLES	774	-0.72	1.18	3.30	3.30	-2.47	20
REAL ESTATE	277	0.31	4.81	8.54	8.54	-13.29	35
CONS DISCRET	1,282	4.27	6.45	18.94	18.94	-20.10	23
MATERIALS	491	1.32	3.65	6.14	6.14	-12.86	14
HEALTH CARE	1,542	-0.35	1.44	3.32	3.32	-5.29	16
INFO TECH	2,523	1.56	5.73	13.54	13.54	-17.01	21
FINANCIALS	560	1.44	2.32	7.21	7.21	-12.86	12
INDUSTRIALS	808	2.00	5.21	9.50	9.50	-8.88	16

Currency % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
DXY	105.903	-0.42	-0.54	1.16	1.16	10.70
EUR-USD	1.0220	0.23	0.00	-2.52	-2.52	-10.11
USD-JPY	133.27	-0.74	-2.50	-1.81	-1.81	15.81
USD-CHF	0.9524	-0.26	-1.23	-0.28	-0.28	4.33
EUR-CHF	0.9731	-0.03	-1.27	-2.80	-2.80	-6.21
GBP-USD	1.2171	-0.07	1.06	-0.06	-0.06	-10.06
EUR-GBP	0.8393	0.25	-1.07	-2.51	-2.51	-0.24
JP EM FX Index	50.42	-0.19	0.38	-2.37	-2.37	-4.08

10 yr Yield Bps Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
US	2.65	-3	-15	-36	114	114
Germany	0.82	-1	-20	-52	99	99
UK	1.86	-0	-7	-37	89	89
SWITZERLAND	0.44	2	-22	-63	57	57
Japan	0.19	-2	-1	-5	11	11
US IG Spread	155	-2	-4	-14	55	55
US High Yield spread	508	-14	-19	-83	238	238
EUR High Yield spread	602	-20	-6	-79	256	256

Commodity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
BBG Commo Index	121.8	1.28	3.18	4.08	4.08	22.85
Gold Spot \$/OZ	1765.9	0.58	2.68	-2.29	-2.29	-3.46
Crude Oil WTI	98.6	2.28	-0.98	-6.75	-6.75	28.09

Volatility	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
VIX	21.3	-1.00	-2.03	-7.38	-25.71	4.11

Source: Bloomberg 7/31/2022

Macro e Tassi: Le cattive notizie sono buone notizie

Il mese di luglio è stato caratterizzato dall'aumento dei tassi di interesse di riferimento da parte della Fed e della BCE. Il 27 la BCE, per la terza volta nella storia dell'istituzione e dopo otto anni di tassi zero, ha aumentato i tassi di 50 pb. Il 27 la Fed ha nuovamente aumentato i tassi di interesse di 75 pb, portando i tassi al 2,5%.

Le banche centrali stanno finalmente cercando di combattere l'inflazione che sta salendo alle stelle. Negli Stati Uniti, l'ultima lettura dell'IPC a/a è stata del 9,1%, ben al di sopra dell'8,8% previsto e dell'8,6% del mese precedente. Nell'Eurozona, lo stesso dato si attesta all'8,6%, con alcuni paesi come la Spagna che registrano un'inflazione a due cifre (10,8%). Anche in Germania, colpita dall'impennata dei prezzi dell'energia, l'IPC a/a si attesta al 7,6%.

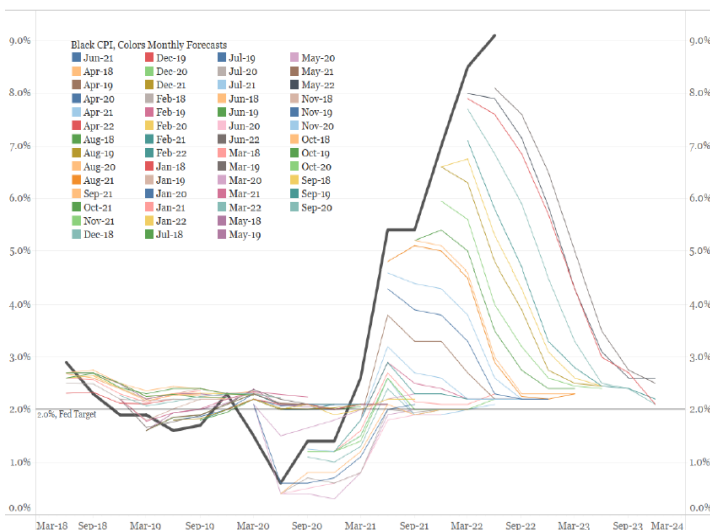
Da un lato, la stretta delle banche centrali era attesa da tempo e presenta aspetti positivi. In primo luogo, con l'uscita della BCE dal territorio dei tassi d'interesse negativi, scompare una tassa sulle banche europee e l'aumento dei tassi è positivo per i titoli finanziari in generale. In secondo luogo, il recente atteggiamento da falco ha chiaramente smorzato le aspettative di inflazione. Gli analisti di Wall Street prevedono che l'inflazione statunitense tornerà al 2% - 3% entro marzo 2024. Purtroppo, né l'inflazione di pareggio dei TIPS a 5 anni né l'Inflation Survey del Michigan a 5-10 anni hanno previsto con precisione l'inflazione in passato...

D'altro canto, un probabile risultato della stretta è quello di spingere l'economia verso la recessione. Negli Stati Uniti, il PIL ha già subito una contrazione nel primo trimestre (-0,9% QoQ). La Fed di Atlanta prevede una contrazione anche nel secondo trimestre che, se si concretizzasse, significherebbe che gli Stati Uniti sono in recessione.

Un'ipotesi comune è che i mercati orso precedano le recessioni. Tuttavia, di solito è vero il contrario. In otto degli undici mercati orso dal 1929, l'economia era già in recessione quando il mercato azionario è entrato in territorio orso. Pertanto, la forte correzione del mercato azionario dall'inizio dell'anno rientrerebbe in questo quadro. La curva dei Bond del Tesoro USA a 2/10 anni è già invertita. Se le banche centrali continueranno ad aumentare i tassi e anche la parte più corta della curva si invertirà, ciò sarà un ulteriore segnale di recessione negli Stati Uniti. I PMI manifatturieri sono in calo anche negli Stati Uniti (52,2) e sono già negativi nell'Eurozona (49,8).

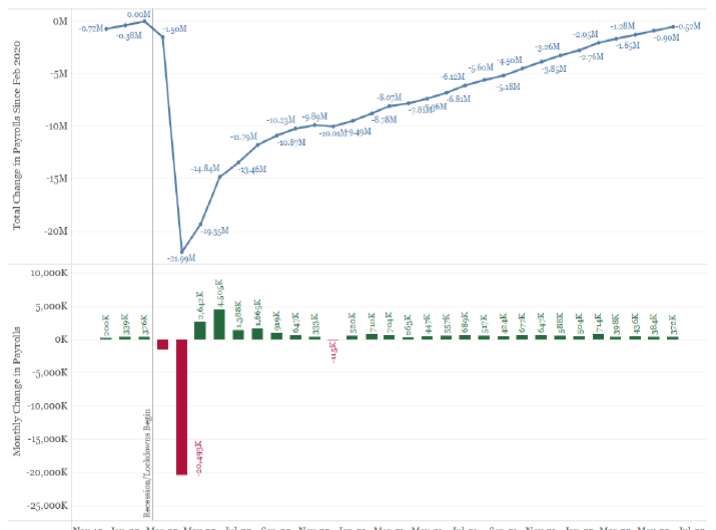
Le banche centrali si trovano di fronte a economie e mercati del lavoro forti che potrebbero dover "spezzare" per contenere l'inflazione. Le economie cariche di debito, tuttavia, faticeranno a sopportare tassi di interesse più elevati, le banche centrali potrebbero quindi tollerare un'inflazione più alta. Qualsiasi dato più debole proveniente dall'economia reale ridurrà le aspettative di rialzo dei tassi, portando così a uno scenario in cui "le cattive notizie sono buone notizie" per le azioni. Infine, le elezioni di metà mandato negli Stati Uniti e le tensioni geopolitiche in Ucraina e a Taiwan continueranno a pesare sul sentimento di mercato.

Previsioni di inflazione di Wall Street



Fonte: Bianco Research LLC

Ripresa dell'occupazione negli Stati Uniti post-Covid



Fonte: Bianco Research LLC

Reddito Fisso: I timori di recessione aiutano i bond

Sebbene l'economia reale rimanga forte nonostante i recenti segnali di indebolimento, una recessione negli Stati Uniti è ormai ampiamente prevista a causa dei toni da falco della Fed. Questo ha portato a un forte calo della curva dei Treasury a luglio. La parte della curva a 2 anni/10 anni è ora invertita e per le scadenze a 7 anni i rendimenti sono scesi di quasi 100 pb da metà giugno.

Per le obbligazioni, luglio è stato quindi un mese positivo. Sebbene il rendimento totale YTD dell'indice Bloomberg US Aggregate Bond sia ancora il peggiore dagli anni '70, sembra che i rendimenti totali delle obbligazioni abbiano toccato il minimo a metà di giugno. L'evoluzione futura dipenderà dall'inflazione e dalla risposta delle banche centrali. Ma è lecito affermare che l'aumento dei rendimenti da solo fornisce già un sostegno ai rendimenti totali del reddito fisso in USD.

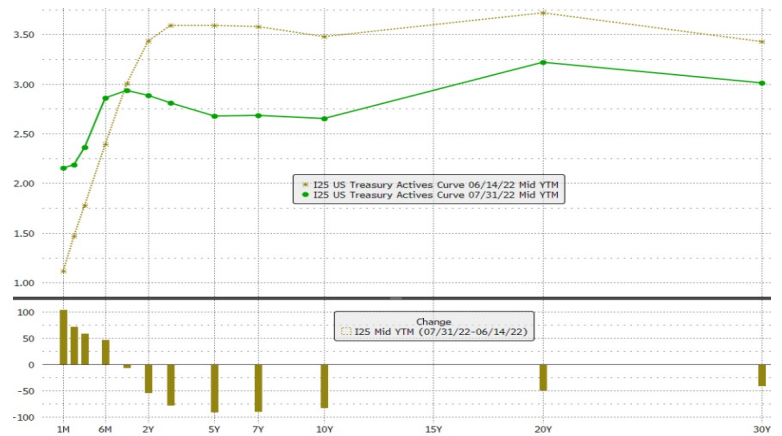
In linea con il sentimento di rischio delle azioni, gli spread creditizi sono scesi a luglio. L'indice CIS Barclays che misura gli spread USD HY è sceso dal 6% al 5% e l'indice Bloomberg USD Liquid Investment Grade spread ha chiuso il mese all'1,55%.

Dal 1973, la Fed non ha mai smesso di aumentare i tassi prima che il tasso sui Fed funds fosse superiore all'IPC. Se ciò si ripeterà questa volta, o la Fed dovrà aumentare i tassi di interesse di molte volte (dal 2,5% attuale), o il CPI scenderà rapidamente (dal 9,1% attuale).

Il nostro scenario di base si colloca a metà strada: le banche centrali continueranno ad aumentare i tassi più volte prima che l'inflazione scenda. Riteniamo tuttavia che l'inflazione rimarrà più elevata di quanto attualmente previsto dal mercato.

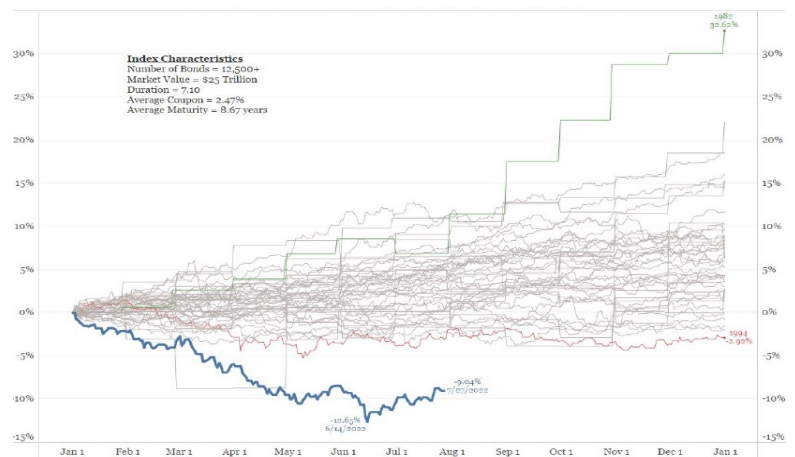
L'aumento dei tassi di interesse nell'Eurozona evidenzia sempre gli "anelli deboli della catena". Gli spread dei titoli di Stato italiani rispetto a quelli tedeschi sono quasi raddoppiati dall'inizio dell'anno. Date le turbolenze politiche e l'alto livello del debito, questo sarà probabilmente un fattore importante per la politica della BCE e per i mercati azionari europei. La BCE ha quindi messo in atto il Transmission Protection Instrument (TPI), uno strumento che mira a scoraggiare speculazioni contro la moneta unica.

Evoluzione della curva dei rendimenti USA 14.6 - 3.8



Fonte: Bianco Research LLC

Rendimenti YTD - Bloomberg US Aggregate Index



Fonte: Bianco Research LLC

Spread governativo italiano a 10 anni vs. Germania



Fonte: Bloomberg: Bloomberg

Azioni: I mercati iniziano il secondo semestre con una forte ripresa

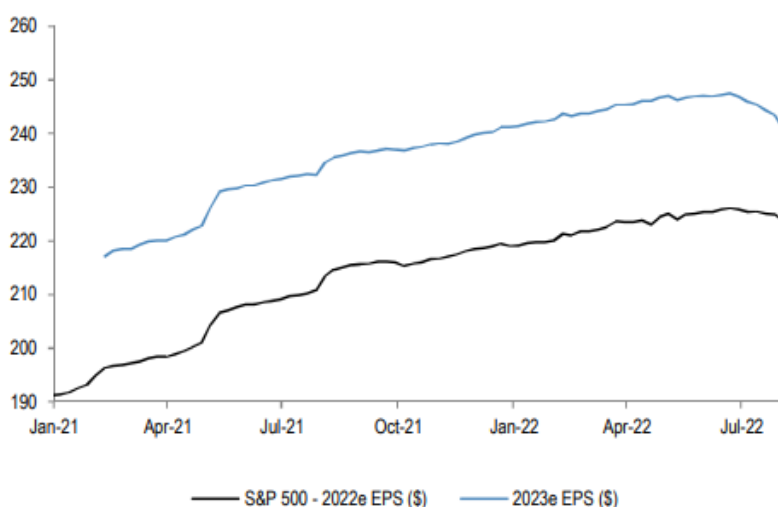
Dopo una prima metà dell'anno difficile, i mercati mondiali hanno registrato un'ottima performance a luglio, con l'indice S&P 500 che ha guadagnato oltre il 9% e l'indice MSCI World che ha sfiorato l'8%, il mese migliore dal novembre del 2020. Si tratta di un risultato notevole, in un mese ricco di venti contrari a livello macro, come l'indebolimento degli indicatori principali e un'inflazione al consumo più elevata del previsto. La performance è stata sostenuta dal calo dei tassi d'interesse, in quanto gli investitori hanno ridotto le loro aspettative sull'entità del rialzo dei tassi da parte della Federal Reserve, dato che le condizioni economiche iniziano a deteriorarsi. Per questo motivo, alcuni dei settori più colpiti quest'anno a causa dell'aumento dei tassi, che ha portato a un significativo riprezzamento delle valutazioni, sono stati a luglio alcuni dei settori migliori, con l'IT che ha guadagnato oltre il 13%.

Nonostante i forti guadagni di luglio, riteniamo che i prossimi mesi continueranno a essere volatili e gli investitori dovrebbero quindi mantenere un approccio equilibrato nei loro portafogli azionari. Poiché continuiamo ad affrontare la combinazione di diversi impatti come l'alta inflazione, le interruzioni delle catene di approvvigionamento, i rischi geopolitici, l'inasprimento delle condizioni finanziarie e il peggioramento dell'attività economica, è difficile vedere un motivo per cui la volatilità possa diminuire nel breve termine. I forti recuperi a breve termine durante un mercato orso non sono rari, in quanto possono essere giustificati da notizie relativamente migliori o anche da fattori tecnici come lo short squeeze. Pur mantenendo l'investimento in azioni, continuiamo ad adottare un approccio cauto, poiché nel breve periodo potrebbero verificarsi ulteriori ribassi.

Con l'avvicinarsi delle fasi finali della stagione degli utili del secondo trimestre, con oltre l'80% delle società statunitensi che hanno presentato i dati, gli utili sono rimasti resistenti nonostante gli indicatori macro rivelino un peggioramento delle condizioni. *Il 75% delle società ha presentato risultati migliori del previsto, leggermente al di sotto della media quinquennale del 77%, con una crescita degli utili del 6,7%, superiore al 4,0% previsto per questo trimestre.* In termini di settori, l'energia continua a fornire un'eccezionale crescita degli utili, con un'espansione dei profitti nel 2° trimestre di quasi il 300%. Anche gli industriali, i materiali e il settore immobiliare registrano solidi tassi di crescita, rispettivamente del 27%, 13% e 11%.

Le stime sugli utili del secondo semestre sono state ridotte del 3,8% e sono ora inferiori a quelle di inizio anno. Anche per il 2023 le aspettative di crescita degli utili sono diminuite. Tuttavia, da un punto di vista assoluto, gli EPS dell'S&P 500 per il 2023 dovrebbero attestarsi intorno ai 240 dollari, più alti dei 220 dollari previsti all'inizio dell'anno. *La crescita degli utili per l'intero 2022 è ora stimata intorno al 10%, anch'essa superiore alle previsioni di inizio anno.*

S&P500 2022e and '23e EPS



'22e and '23e consensus EPS growth expectations

	2022e EPS Growth, %		2023e EPS Growth, %	
	Current	Jan '22	Current	Jan '22
MSCI World	10.9%	7.1%	6.4%	8.6%
S&P 500	10.1%	8.7%	7.7%	10.1%
Stoxx 600	15.6%	7.1%	3.4%	6.8%
Euro Stoxx	13.5%	8.2%	4.9%	8.7%
FTSE 100	17.6%	4.2%	0.0%	3.1%
Topix*	11.2%	8.2%	5.6%	7.2%
EM	9.9%	5.4%	7.5%	9.9%

Forex e materie prime: Nessuna fine in vista per la corsa del dollaro?

Dopo aver raggiunto un nuovo massimo decennale a metà luglio, a 109,3. L'indice del Dollaro è sceso del 2,85%, ma ha ripreso rapidamente slancio quando la Fed ha chiarito che manterrà la politica di rialzo dei tassi.

Si delinea un nuovo paradigma, poiché si prevede un significativo rallentamento dell'economia globale, un percorso che di solito non è favorevole all'USD. Tuttavia, affinché l'USD si indebolisca, la politica dovrebbe essere più preoccupata del rallentamento economico che dell'inflazione, cosa che non è ancora avvenuta. Inoltre, per la maggior parte delle altre valute aspettarsi un rafforzamento rispetto al dollaro è ancora più difficile in un simile contesto. Pertanto, un cambiamento della traiettoria del dollaro a breve e medio termine sembra improbabile. Il sentimento degli investitori globali rimane quello che il dollaro debba ancora raggiungere il suo picco di forza.

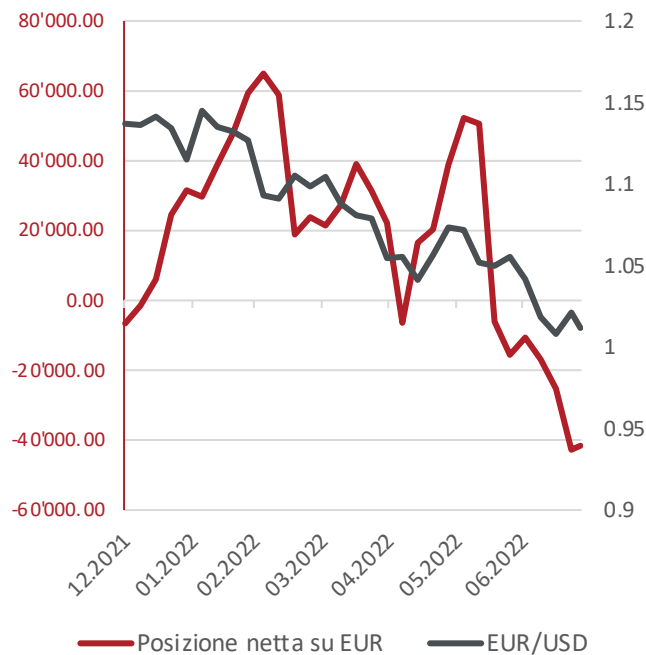
L'Euro è andato brevemente sotto la parità con il dollaro. La valuta europea ha registrato un po' di rally nel mese di luglio e si è stabilizzata al livello di 1,02. Tuttavia, l'Euro sta ancora lottando per recuperare rispetto al dollaro, soprattutto a causa della politica morbida della BCE. In una visione a breve termine, l'Euro dovrebbe rimanere in un'area di consolidamento, che offre una resistenza a 1,03, mentre il livello inferiore a 1,01 offre supporto. *Tuttavia, la possibilità di assistere nuovamente a un cambio EUR/USD che scenda sotto la parità e vi rimanga (0.98 come prossimo target), è ancora presente.* Tecnicamente la coppia è ora influenzata in gran parte dai titoli dei giornali e dagli hedge fund. Dopo essere rimasti neutrali sull'Euro per gran parte dell'anno, gli hedge fund sono diventati principalmente venditori a luglio, quando la parità è stata quasi raggiunta, diventando uno dei fattori chiave che hanno indebolito ulteriormente l'Euro. Di conseguenza, la presenza di un outstrike alla parità agisce come un "buco nero" per gli investitori forex, se il tasso spot scende al di sotto di essa potrebbe essere difficile risalire.

L'USD/CHF si è ritirato dopo aver toccato il supporto a 0,9650. Ci si potrebbe aspettare un ulteriore rimbalzo a breve termine da parte del dollaro, ma il franco svizzero sembra ormai consolidato in un modello con una rottura al rialzo a 0,9550 e una resistenza a 0,9885. Per quanto riguarda la coppia EUR/CHF, ora è ben consolidata al di sotto della parità.

L'attesa di un aumento dell'inflazione in Giappone ha spinto la coppia USD/JPY ad accelerare la discesa dai massimi di 24 anni raggiunti a luglio. Ciononostante, la BOJ ha mantenuto lo status quo e ha continuato a mantenere la sua politica monetaria rilassata.

L'oro e gli altri metalli preziosi stanno raggiungendo un punto di svolta: da un lato, l'oro potrebbe continuare a salire perché le tensioni geopolitiche non si esauriranno presto. Dall'altro lato, la prospettiva di un continuo aumento dei tassi di interesse nel breve termine potrebbe far virare la direzione dei prezzi verso un nuovo livello di ribasso simile a quello del 2013.

I trader sono Net Short sulle posizioni in EUR, con un impatto al ribasso sull'EUR/USD



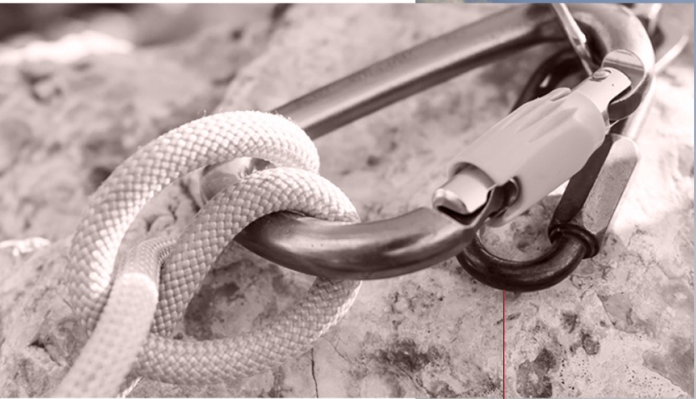
Fonte: Bloomberg: Bloomberg

Direzione storica dell'oro vs rendimenti del Treasury a 10 anni



Fonte: Bloomberg: Bloomberg

THE ESSENCE



OF FREEDOM



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



E seguiteci su [LinkedIn](#) per rimanere in contatto con tutte le notizie e le prospettive del mercato.

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.