

THE ESSENCE

OF FREEDOM



1. Macro e tassi
2. Reddito fisso
3. Azionario
4. FX e materie prime

Principali risultati

- Settembre è stato uno dei mesi peggiori per gli asset finanziari dal 2020, con mercati volatili, in quanto l'indice VIX ha superato i 30 punti e ha raggiunto i 35 punti..
- In un contesto in cui l'inflazione rimane a livelli estremamente elevati, con un tasso di inflazione negli Stati Uniti superiore all'8% e in Europa superiore al 10%, le banche centrali hanno mantenuto un atteggiamento da falco. Sia in Europa che negli Stati Uniti, le banche centrali hanno aumentato i tassi di 75 punti base. Jerome Powell ha ribadito l'impegno della Fed a combattere l'inflazione.
- Mentre le banche centrali hanno mantenuto il loro percorso di rialzo dei tassi, le previsioni macro sono state riviste al ribasso. Negli Stati Uniti la crescita del PIL è stata rivista al ribasso per quest'anno e per il prossimo, con aspettative di inflazione più elevate e, cosa più importante, il FOMC vede ora un aumento della disoccupazione al 4,4% il prossimo anno.
- Permane la correlazione positiva tra reddito fisso e azioni. I titoli obbligazionari sono stati ancora una volta duramente colpiti dai toni falsi delle banche centrali.
- Il ritiro della liquidità è stato significativo per i mercati azionari. L'S&P 500 è tornato ai livelli di novembre 2020 e ha perso 10.000 miliardi di dollari di valore di mercato da un anno all'altro.
- Lo stress del mercato è diventato ancora più evidente con le preoccupazioni per il Credit Suisse, che sta cercando di trovare una nuova strategia di rilancio. Nel frattempo, la sua capitalizzazione di mercato è scesa bruscamente e i Credit default swap (CDS) hanno raggiunto il livello più alto dalla crisi bancaria del 2008. Per il momento, però, siamo lontani da uno scenario alla Lehman, come si legge nei media con gli elementi attualmente disponibili.
- Il dollaro USA ha dimostrato ancora una volta il suo status di bene rifugio, apprezzandosi ai massimi di 35 anni. Il movimento è stato sostenuto anche dal carry netto che gli investitori globali ricevono detenendo il dollaro USA invece di un'altra valuta.
- Dopo essere stato scambiato al di sotto degli 80 USD pb, il greggio sta rimbalzando di nuovo, dato che un accordo con l'Iran sembra improbabile nel breve termine e dopo il taglio di 2 milioni di quote da parte dell'OPEC per tornare a controllare i prezzi.

Recensione : Un settembre doloroso

Settembre è stato un mese difficile per gli investitori sia nell'azionario che nel reddito fisso, soprattutto per quelli con una duration più lunga, dopo un altro rialzo di 75 pb da parte della Fed, che ha fissato il tasso sui fondi al 3,25%. La mossa è stata simile in Europa, che ha aumentato i tassi di 75 pb per raggiungere l'1,25%, in Svizzera di 75 pb (0,50%) e nel Regno Unito, che ha portato i tassi al 2,25% (50 pb). Solo il Giappone ha lasciato i tassi invariati a -0,10%.

L'inflazione continua a salire, lasciando poche speranze che la stretta monetaria si interrompa o si riduca nel 2023.

Il sentimento negativo che ha dominato il mese di settembre si è acuito quando il Regno Unito ha annunciato il suo mini piano di bilancio non finanziato, che erode ulteriormente il suo deficit gemello. Sono bastati pochi giorni perché il rendimento del decennale britannico salisse dal 3,5% al 4,5% e la sterlina perdesse oltre 9 centesimi. La situazione avrebbe potuto essere peggiore se la BoE non fosse intervenuta per sostenere il mercato dei tassi d'interesse.

I principali indici azionari sono crollati, registrando perdite comprese tra il -5,23% del FTSE 100 e il -10,44% del Nasdaq. Lo S&P500 ha chiuso appena sotto il -10%, a -9,22%. L'Europa ha superato gli Stati Uniti, perdendo "solo" il -5,54%. L'Ibovespa ha chiuso leggermente in positivo (0,47%).

Sul fronte del reddito fisso, l'indice BBG Global Aggregate ha chiuso il mese a -5,14%, il BBG Euro Aggregate a -3,69%, l'EMBI a -6,07% e il Global High Yield a -3,63%.

Negli Stati Uniti, i settori IT e immobiliare sono scesi senza sorpresa rispettivamente del 12,01% e del 13,15%, risentendo entrambi del rialzo dei tassi e del raddoppio dei tassi ipotecari negli Stati Uniti nell'ultimo anno per il secondo.

L'indice DXY è salito del 3,14%, attestandosi a 112,117.

Il rendimento del decennale statunitense ha chiuso il mese in rialzo di 64 pb, il bund di 57 pb e il Gilt britannico di 129 pb.

Il Bloomberg Commodity Index si è contratto, per il secondo mese dell'anno, dell'8,35%, riducendo il suo guadagno annuale al 12,42%.

Equity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	3,586	-1.50	-13.26	-9.22	-4.89	-23.88	15
Nasdaq	10,576	-1.51	-14.86	-10.44	-3.91	-31.99	20
Russell 2000	1,665	-0.60	-13.80	-9.57	-2.18	-25.11	17
Euro Stoxx 50	3,318	1.19	-9.41	-5.54	-3.65	-20.40	10
Stoxx 600 EUR	388	1.30	-10.06	-6.43	-4.24	-18.05	10
FTSE 100	6,894	0.18	-7.53	-5.23	-2.80	-3.78	8
SMI	10,268	1.39	-6.64	-5.29	-4.28	-17.98	14
NIKKEI 225	25,937	-1.83	-7.67	-6.99	-0.94	-8.19	14
CSI 300 China	3,805	-0.58	-6.67	-6.67	-14.29	-21.40	11
MSCI EM Index	876	0.29	-10.87	-11.71	-11.46	-26.99	10

Equity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	3,586	-1.50	-13.26	-9.22	-4.89	-23.88	15
UTILITIES	333	-1.97	-13.79	-11.34	-5.99	-6.51	18
ENERGY	553	-0.90	-12.26	-9.45	2.16	34.49	8
TELECOM	162	-1.66	-15.13	-12.15	-12.71	-39.04	13
CONS STAPLES	696	-1.79	-11.37	-7.99	-6.62	-11.83	18
REAL ESTATE	226	1.03	-16.30	-13.15	-11.03	-28.93	30
CONS DISCRET	1,122	-1.83	-12.80	-8.06	4.36	-29.89	20
MATERIALS	428	-0.29	-13.31	-9.35	-7.13	-23.75	13
HEALTH CARE	1,411	-1.40	-6.17	-2.60	-5.18	-13.08	15
INFO TECH	2,080	-1.94	-17.16	-12.01	-6.21	-31.44	18
FINANCIALS	504	-1.09	-11.02	-7.76	-3.10	-21.25	11
INDUSTRIALS	701	-1.30	-14.64	-10.48	-4.72	-20.72	15

Currency % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
DXY	112.117	-0.12	3.17	3.14	7.10	17.19
EUR-USD	0.9802	-0.13	-1.66	-2.51	-6.51	-13.79
USD-JPY	144.74	0.19	5.56	4.16	6.65	25.77
USD-CHF	0.9870	1.17	2.11	0.97	3.34	8.12
EUR-CHF	0.9674	1.05	0.40	-1.58	-3.37	-6.76
GBP-USD	1.1170	0.48	-5.33	-3.89	-8.28	-17.45
EUR-GBP	0.8775	-0.60	3.86	1.44	1.93	4.30
JP EM FX Index	48.44	-0.58	-3.51	-3.24	-6.21	-7.86

10 yr Yield Bps Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
US	3.83	4	72	64	232	232
Germany	2.11	-7	74	57	229	229
UK	4.09	-5	140	129	312	312
SWITZERLAND	1.23	-8	40	40	137	137
Japan	0.24	-1	2	2	17	17
US IG Spread	177	-6	28	23	77	77
US High Yield spread	585	-8	95	63	315	315
EUR High Yield spread	659	5	91	84	312	312

Commodity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
BBG Commo Index	111.5	-0.96	-10.63	-8.35	-4.75	12.42
Gold Spot \$/OZ	1660.6	0.00	-5.17	-2.95	-8.12	-9.22
Crude Oil WTI	79.5	-2.14	-16.89	-11.23	-24.84	3.25

Volatility	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
VIX	31.6	-0.22	8.80	5.75	10.14	14.40

Source: Bloomberg 09/30/2022

Macro e tassi: Normalizzazione dei tassi globali

L'era della filantropia delle banche centrali è ufficialmente finita. Solo nella terza settimana di settembre, le banche centrali dei mercati sviluppati hanno effettuato un rialzo cumulativo di 350 pb. Se si aggiungono i mercati emergenti, il totale dei rialzi dei tassi ha raggiunto i 1137,5 punti base.

Naturalmente, la riunione della Fed del 21 settembre era la più attesa. Ancora una volta, la Banca centrale statunitense guidata da J. Powell ha ribadito il messaggio "whatever it takes", indicando che i tempi della liquidità ampia e abbondante sono finiti da tempo. Nel dettaglio, la riunione ha avuto un chiaro sapore da falco, con la mediana dei punti che si è spostata al 4,625% come picco dei tassi sui Fed fund nel 2023, molto più alto di quanto ci si aspettasse. I Dots hanno anche mostrato che i membri della Fed sono d'accordo nel mantenere i tassi al di sopra del 4% per la maggior parte del 2024. Le previsioni macro sono state naturalmente riviste al ribasso: La crescita del PIL è stata rivista al ribasso per quest'anno e per il prossimo, con aspettative di inflazione più elevate e, cosa più importante, il FOMC vede ora un aumento della disoccupazione al 4,4% l'anno prossimo e un aumento dei tassi, a dimostrazione del dolore a breve termine con cui sono disposti a convivere.

Ma per ora, a parte il crollo osservato negli indici azionari e del reddito fisso, la normalizzazione della politica monetaria non ha dato risultati concreti. L'occupazione, in particolare negli Stati Uniti, rimane sana e l'attività economica non sta rallentando abbastanza velocemente da far scendere l'inflazione.

In questa fase, i dati preliminari dell'inflazione europea (superiore al 10% su base annua a settembre) e del Core PCE statunitense (uno dei parametri preferiti dalla Fed per misurare l'inflazione) non fanno pensare a una svolta a breve. Al contrario, le Banche Centrali, con in testa la Fed, sono sulla buona strada per portare a termine, o addirittura accelerare, i loro cicli di rialzo, "costi quel che costi".

In alcuni Paesi, la stretta monetaria sta iniziando a creare tensioni con i governi. Nel Regno Unito, il cancelliere Kwasi Kwarteng ha annunciato uno stimolo fiscale non finanziato di 45 miliardi di sterline e probabilmente ne arriveranno altri.

In seguito alla notizia, il mercato obbligazionario e dei cambi si è ribellato, poiché la Banca d'Inghilterra non è chiaramente in vena di Quantitative Easing durante un ciclo di rialzi severo e brutale. Il rendimento del Gilt britannico a 10 anni è salito di 100 pb al 4,5%, un livello che non si vedeva dal 2008, mentre la sterlina ha toccato i minimi storici rispetto al dollaro USA. Se da un lato queste mosse di mercato hanno il sapore dello "stile dei mercati emergenti", dall'altro suonano un allarme per il Regno Unito. I mercati prevedono ora un rialzo dei tassi di interesse ancora più aggressivo, con 150 pb prezzati per la riunione di novembre, mentre il FMI ha apertamente criticato i piani fiscali del Regno Unito, esortando il governo a rivedere la propria politica fiscale.

In Giappone la situazione è diversa. Mentre la Banca del Giappone continua a mantenere i tassi di interesse a zero, a controllare la curva dei rendimenti e a stampare moneta, il Ministero delle Finanze giapponese ha deciso di intervenire sui mercati per sostenere lo yen, la valuta sviluppata che si è maggiormente deprezzata quest'anno. Non solo il costo di tale politica è elevato, ma gli effetti sono stati finora invisibili. La storia (il Regno Unito e la sterlina o, più recentemente, la Banca nazionale svizzera e il franco svizzero) dimostra l'inefficacia di tali interventi.

Le probabilità di una recessione in un anno sono aumentate notevolmente. I tassi di interesse statunitensi dovrebbero raggiungere un picco tra il 4 e il 5%. Non si può escludere un atterraggio duro se si avvicinano o superano il 5%. La buona notizia, in un certo senso, è che questa brutale normalizzazione dei tassi è prossima ad essere completamente anticipata e alcuni indicatori macro suggeriscono che potremmo non essere troppo lontani dalla fine di questo ciclo.

La forma della curva dei rendimenti è uno di questi. Un anno fa, lo spread 10Y-2Y della curva statunitense si aggirava intorno a +100 pb. Ora è in territorio negativo, al minimo storico di -67 pb. Le curve dei rendimenti invertite, che risalgono ai primi anni '60, in passato hanno sempre coinciso con un picco dei tassi sui Fed fund, seguito da un allentamento delle politiche.

Reddito fisso: Una pausa nell'ascesa dei rendimenti - per ora

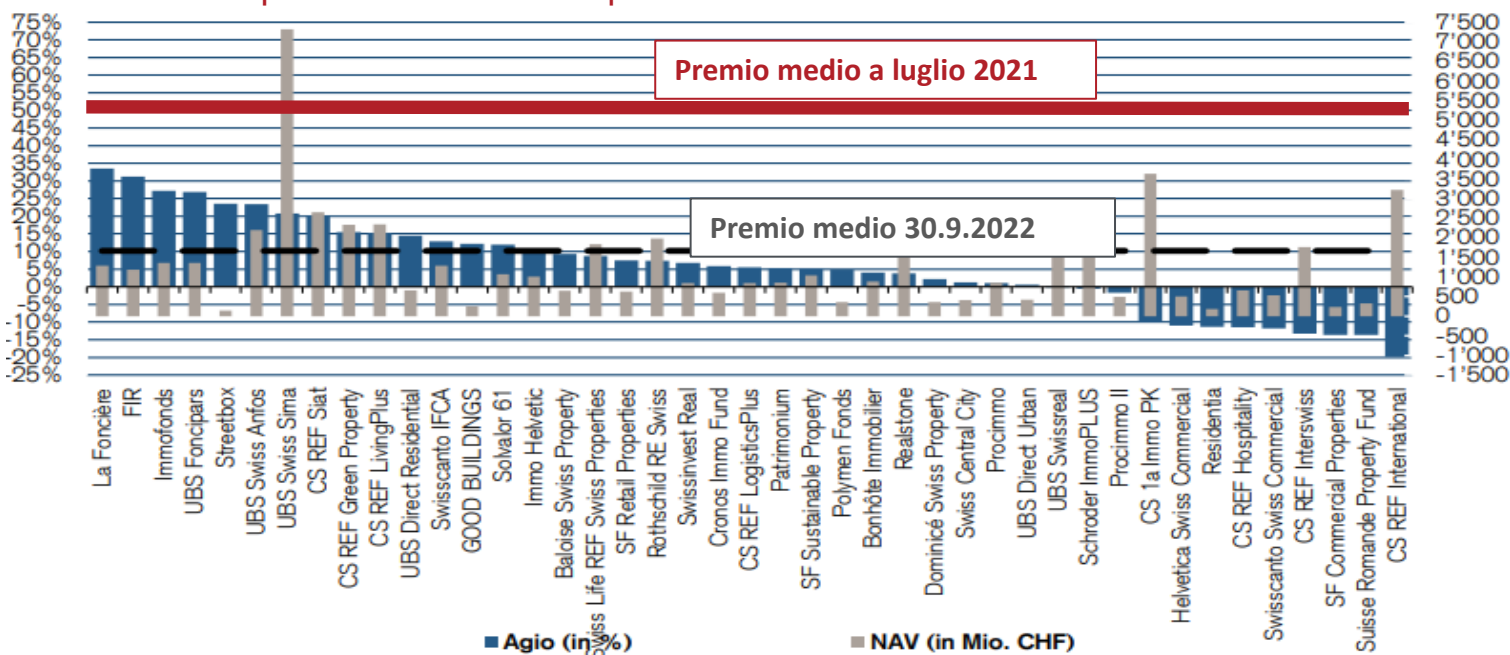
A settembre i tassi core hanno continuato a salire, con il rendimento del Treasury statunitense a 10 anni che ha raggiunto il 4,015% il 28.9.22. Il rendimento del Bund tedesco a 10 anni è salito al 2,35%. A settembre le obbligazioni hanno quindi registrato un altro rendimento mensile negativo in tutti i segmenti. Al 29 settembre, le obbligazioni societarie statunitensi e l'indice Bloomberg Global Aggregate erano in calo rispettivamente del 18% e del 20% rispetto all'anno precedente. Negli ultimi giorni di settembre, una serie di dati macro leggermente più deboli del previsto negli Stati Uniti ha posto fine al forte aumento dei rendimenti e la tendenza si è invertita. Da allora, le curve dei rendimenti negli Stati Uniti e in Europa sono scese fino a 40 pb, con un movimento più forte nella parte a 4 anni della curva tedesca e nella parte a 7 anni della curva statunitense. La curva statunitense rimane invertita nella parte da 2 a 10 anni.

Anche il tasso finale atteso dei Fed Funds è diminuito. Mentre il 23 settembre si prevedeva che raggiungesse il 4,65% nel marzo 2023, ora si prevede che raggiunga un massimo del 4,4% per poi diminuire più rapidamente. Tuttavia, il presidente della Fed Powell ha lasciato intendere che dovremmo assistere a tassi reali lungo l'intera curva dei rendimenti... Con il PCE core a/a degli Stati Uniti attualmente al 4,9%, abbiamo ancora un po' di strada da fare... sia per i tassi che per l'inflazione.

Quest'anno e soprattutto settembre sono stati difficili per le obbligazioni. L'indice ICE BofA MOVE, un indice che misura la volatilità implicita delle opzioni sui Treasury, è salito a 159, un livello che non si vedeva dal 2008 (a parte un breve picco durante la pandemia). Un'altra preoccupazione è stata la diminuzione della liquidità del mercato dei Treasury, misurata dall'indice Bloomberg US Government Liquidity, salito a 2,93, un livello che non si vedeva dal 2010 (a parte il marzo 2020).

Anche il settore immobiliare, una classe di attività sensibile ai tassi di interesse, ha sofferto. L'indice SWIIT, composto da tutti i fondi immobiliari quotati in borsa in Svizzera, è sceso del 17,5% su base annua. L'aumento dei tassi a breve termine in CHF, come il Saron, ha esercitato una pressione al rialzo sui tassi ipotecari, portando così a una rivalutazione di questi fondi. Mentre l'anno scorso erano scambiati con un premio del 45% circa, ora il premio medio si aggira intorno al 10%. A tutt'oggi, i posti vacanti rimangono ai minimi storici.

Fondi immobiliari quotati alla borsa svizzera - premi e sconti al 30.9.2022



Source: Credit Suisse AG

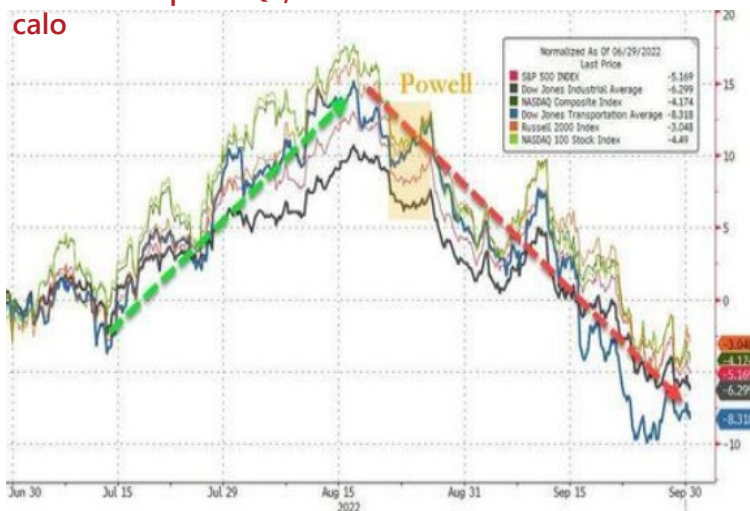
Azioni: Siamo ai minimi dell'anno dopo il peggior mese per le azioni USA dal 2020

Settembre non è sfuggito alla tradizione di essere il mese peggiore dell'anno.

Con la strategia restrittiva delle principali banche centrali, gli asset finanziari hanno continuato a soffrire a settembre, che è stato, come di consueto, uno dei peggiori mesi dell'anno. È stato il più grande calo mensile dalla Covid-19 del marzo 2020. L'S&P 500 ha perso 370 punti, ovvero più del 9% a settembre. Ora siamo tornati ai livelli di novembre 2020 e l'S&P 500 ha perso 10.000 miliardi di dollari di valore di mercato da un anno all'altro.

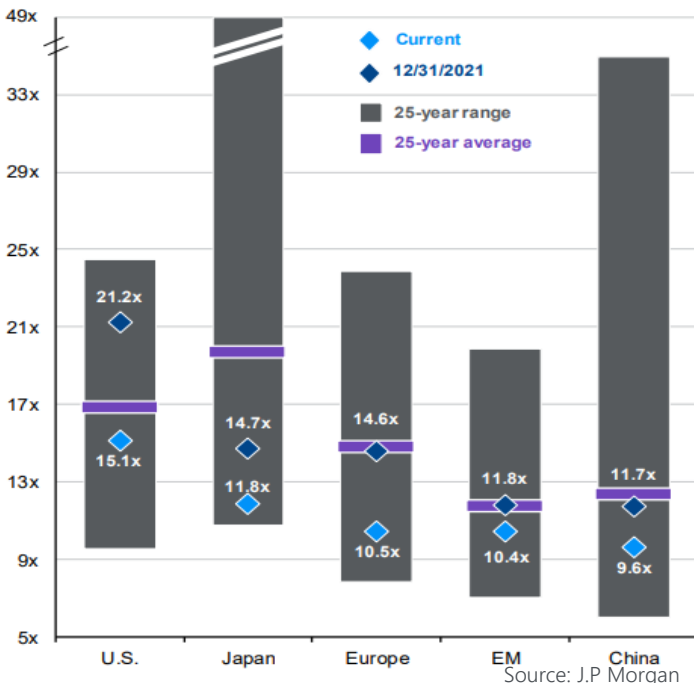
Jackson Hole sarà stato il punto più alto del mercato e dal discorso di Powell in agosto, il mercato ha faticato a riprendere fiato. La volatilità e i violenti alti e bassi rimangono pervasivi e rendono nervosi gli investitori. L'indice di volatilità VIX ha sfondato la soglia dei 30 punti per la prima volta da giugno e si è addirittura avvicinato a 35 il 28 settembre. Con l'incertezza che regna sui mercati, negli ultimi 240 giorni non si è verificata alcuna IPO superiore a 50 milioni nel settore tecnologico statunitense - una novità assoluta negli ultimi 20 anni, secondo il Financial Times. Chiudendo il 3° trimestre, vediamo che il Nasdaq, nei primi tre trimestri dell'anno 2022, ha avuto di gran lunga la peggiore performance dal 2008.

Forte inizio per il Q3, ma si è concluso con un forte calo



Global valuations

Current and 25-year next 12 months price-to-earnings ratio



Credit Suisse è un'altra fonte di stress per il mercato.

La capitalizzazione di mercato del Credit Suisse (CS) è scesa bruscamente ed è ora molto più bassa di quella della Deutsche Bank. Il capo del CS ha chiesto agli investitori meno di 100 giorni per trovare una nuova strategia di rilancio. I Credit default swap (CDS), che gli investitori acquistano per assicurarsi contro le insolvenze, hanno raggiunto il livello più alto dalla crisi bancaria del 2008. Per il momento, però, si parla più che altro di una ristrutturazione della loro attività e siamo ben lontani da uno scenario alla Lehman come si legge sui media con gli elementi attualmente disponibili.

L'Europa ha sovraperformato gli Stati Uniti nell'ultimo mese.

Per quanto riguarda le buone notizie, sottolineiamo la stagionalità positiva di ottobre e che potremmo essere non lontani dal pivot della FED che potrebbe avvenire nel primo trimestre del 2023. Nonostante i problemi geopolitici e la crisi energetica, nelle ultime settimane l'Europa ha sovraperformato i mercati statunitensi. Se osserviamo il P/E normalizzato dell'S&P 500, notiamo che le azioni statunitensi non sono poi così a buon mercato.

Preferire le azioni europee e giapponesi a quelle statunitensi, grazie alle loro valute più economiche e alle valutazioni relativamente convenienti, potrebbe essere una buona idea.

Forex e materie prime: Il dollaro USA ai massimi da 35 anni

Sebbene i motivi per cui il dollaro USA si sia rafforzato negli ultimi tempi non siano del tutto chiari, possiamo comunque evidenziare un paio di fattori diversi.

Innanzitutto, il dollaro USA è LA valuta rifugio e tende ad apprezzarsi quando gli asset rischiosi sono in calo. Un altro fattore è naturalmente il carry netto che gli investitori globali ricevono detenendo il dollaro USA invece di un'altra valuta. La Fed è finora in testa alla normalizzazione dei tassi ed è stata più aggressiva nel rialzarli rispetto a tutte le altre banche centrali sviluppate. Considerando l'attuale contesto geopolitico e macro, sembra che i due fattori sopra menzionati siano ancora in azione per mantenere la forza del dollaro USA, fino a quando non si assisterà a una risoluzione della guerra tra Russia e Ucraina o a un cambio di rotta della Fed.

Il Ministero delle Finanze giapponese ha deciso di intervenire sui mercati per sostenere lo yen. La storia dimostra che gli interventi sui cambi non sono efficienti e costosi.

Tuttavia, in una prospettiva di rischio di evento, riteniamo lo yen interessante. In effetti, dato l'attuale livello di sottovalutazione della valuta giapponese, le pressioni sulla Banca del Giappone sono tali da indurla ad abbandonare il controllo della curva dei rendimenti. Tale decisione scatenerrebbe un rapido e massiccio apprezzamento dello yen.

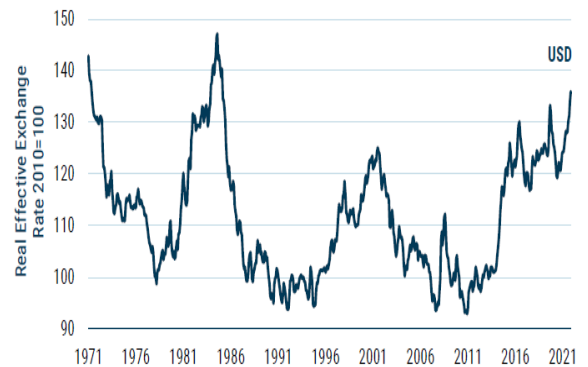
Un'altra coppia di valute sta mostrando un certo interesse. EUR/SEK è attualmente scambiata vicino ai massimi storici. E questo nonostante i fondamentali siano di gran lunga migliori.

Infatti, la Svezia registra un deficit di bilancio del -0,2% contro il -5,1% dell'Europa, mentre il debito svedese in rapporto al PIL si attesta al 36,7% contro il 95,6% dell'area euro. Ancora più stragante, lo scostamento tra le due valute in termini di PPA (parità di potere d'acquisto) ha raggiunto il massimo storico, sfiorando il 30%. Considerati i fondamentali, i livelli attuali e il carry positivo, la corona svedese sembra interessante rispetto all'euro.

Il greggio è tornato a rimbalzare dopo essere stato scambiato al di sotto degli 80 USD pb. Tecnicamente il petrolio ha toccato e mantenuto la parte inferiore del canale ascendente in cui si trova dal novembre 2020.

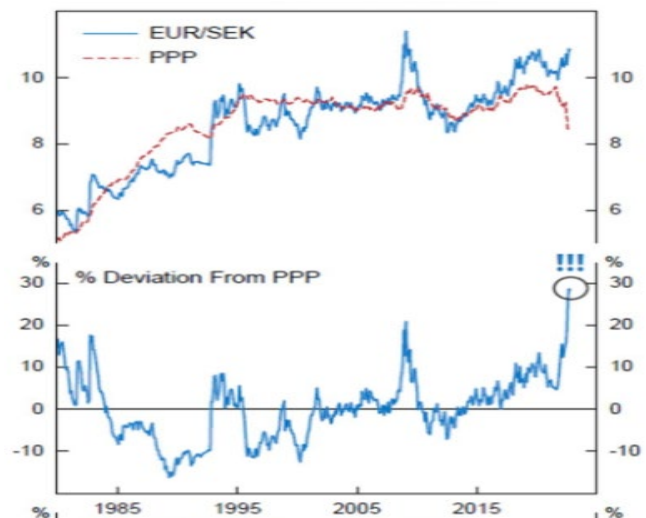
Diverse ragioni potrebbero sostenere i prezzi del petrolio per un nuovo rialzo verso fine anno. L'accordo con l'Iran sembra improbabile nel breve termine. L'economia statunitense rimane per ora solida e la prospettiva che la Cina inizi ad allentare lo zero Covid dopo il Congresso del Partito del 16 ottobre e riapra i battenti è di sicuro un sostegno per il petrolio.

Tasso di cambio effettivo reale USD



Data from August 1971 to June 2022 | Source: Bank of International Settlements

EUR/SEK è in overhooting

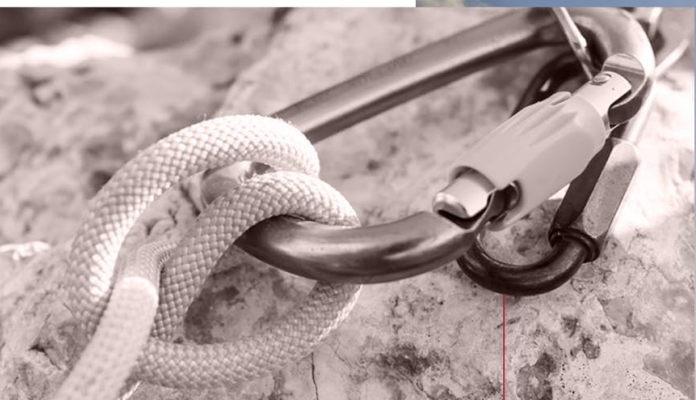


I prezzi del petrolio hanno trovato un fondo



Source: 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 e informazioni importanti

Il presente documento è stato pubblicato in Svizzera da Cité Gestion SA, Ginevra, depositaria e commerciante di valori mobiliari soggetta alla regolamentazione e alla vigilanza dell'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA). Non è destinato alla distribuzione, alla pubblicazione o all'utilizzo in alcuna giurisdizione in cui tale distribuzione, pubblicazione o utilizzo sarebbero vietati, e non è diretto a persone o entità a cui sarebbe illegale inviare tale documento. Tutte le informazioni fornite nel presente documento, in particolare le opinioni e le analisi, hanno uno scopo puramente informativo e non devono essere interpretate come un'offerta, un consiglio o una raccomandazione ad acquistare o vendere un particolare titolo o a effettuare una transazione. Inoltre, la presente pubblicazione non costituisce - e non deve essere interpretata come - una pubblicità per un particolare strumento finanziario. I rischi associati ad alcuni investimenti non sono adatti a tutti gli investitori e occorre effettuare una valutazione precisa del profilo di rischio. Il presente documento non deve essere interpretato come consulenza legale, contabile o fiscale. Sebbene Cité Gestion SA compia ogni ragionevole sforzo per utilizzare informazioni affidabili e complete, Cité Gestion SA non dichiara né garantisce in alcun modo che le informazioni contenute nel presente documento siano accurate, complete o aggiornate. Qualsiasi decisione basata su queste informazioni deve essere presa a rischio dell'investitore e Cité Gestion SA declina ogni responsabilità per qualsiasi perdita o danno che possa derivare direttamente o indirettamente dall'uso di queste informazioni. Stati Uniti: Il presente documento e le relative copie non possono essere inviati, prelevati o distribuiti negli Stati Uniti o consegnati a persone statunitensi. Il presente documento non può essere riprodotto (in tutto o in parte), trasmesso, modificato o utilizzato per scopi pubblici o commerciali senza il previo consenso scritto di Cité Gestion SA.