

MONTHLY HOUSE VIEW

Documento di Marketing - Maggio 2021

Focus

Un piano per rendere nuovamente efficienti
le infrastrutture americane

• Sommario

01• Editoriale	P3
ODORE DI «ANIMAL SPIRITS»	
02• Focus	P4
UN PIANO PER RENDERE NUOVAMENTE EFFICIENTI LE INFRASTRUTTURE AMERICANE	
03• Macroeconomia	P6
UNA NUOVA LOCOMOTIVA DELLA CRESCITA GLOBALE	
04• Reddito fisso	P8
SPREAD CREDITIZI RESILIENTI NONOSTANTE TASSI IN ASCESA	
05• Azioni	P10
BENTORNATA STAGIONE DEGLI UTILI!	
06• Cambi	P12
IL RALLY CORRETTIVO DEL DOLLARO SI STA GIÀ ESAURENDO	
07• Asset allocation	P14
SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE	
08• Monitor dei mercati	P16
PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI	
09• Glossario	P17
Dichiarazione di esclusione di responsabilità	P18



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

«A prescindere dall'instabilità dovuta alla speculazione, c'è l'instabilità dovuta alle caratteristiche della natura umana poiché una gran parte delle nostre attività concrete dipende dall'ottimismo spontaneo piuttosto che da aspettative matematiche (...). La maggior parte, probabilmente, delle nostre decisioni di fare qualcosa di concreto (...) può essere presa solo come il risultato di "comportamenti istintivi" (animal spirits)- una spinta spontanea all'azione piuttosto che all'inazione»

John Maynard Keynes,
The General Theory of Employment, Interest and Money, 1936.

Cara Lettrice, caro Lettore,

Come dobbiamo interpretare l'attuale ottimismo dei mercati azionari e fino a che punto può arrivare prima di incontrare ostacoli? Evitando il termine bolla, possiamo parlare di entusiasmo, persino di euforia, sui mercati. Alcuni segnali sono evidenti: bassa volatilità, volumi di acquisto record, multipli di valutazione alle stelle e prezzi delle azioni che sembrano far correre gli analisti ogni giorno. Gli osservatori del mercato fanno a gara per spiegare questa realtà.

Una prima teoria potrebbe essere un nuovo equilibrio dei prezzi. In sintesi i mercati azionari hanno trovato un nuovo sistema di valutazione, giustificato da un allineamento di fattori positivi: ripresa economica globale, forte crescita degli utili, trasformazioni secolari che portano a nuove fonti di crescita e aumenti di produttività. Ma conosciamo i limiti di questo ritornello: ogni volta che costruiamo una teoria per giustificare valutazioni record («questa volta è diverso», come direbbe Kenneth Rogoff) la realtà ci raggiunge, specchio del nostro eccesso di ottimismo.

Un'altra teoria è una bolla razionale. Razionale nel senso che gli investitori stanno reagendo positivamente al segnale lanciato dalle autorità fiscali (divenute il fattore assicurante del ciclo) e monetarie (divenute i *market maker* delle attività finanziarie). Questo ragionamento trova però il suo limite in quanto questo equilibrio è generalmente solo temporaneo e perché l'eccesso di debito finisce per tradursi o in un aumento delle tasse oppure in inflazione, o in una minore crescita, che in tutti i casi si traduce in una riduzione dei rendimenti reali a lungo termine. Una lezione dalla storia della politica economica: i mezzi usati per uscire da una crisi sono spesso la causa della crisi successiva.

Una terza spiegazione, che riprende la seconda: l'eccesso di leva finanziaria, sovvenzionata dalle politiche economiche, sta creando distorsioni significative nei prezzi delle attività finanziarie. Se gli investitori approfittano della mannaia dei prestiti a tasso zero a breve termine e degli assegni del governo americano per comprare attività finanziarie, possiamo capire perché i mercati stanno battendo le nostre aspettative. La popolarità dell'investimento in borsa tra le famiglie statunitensi convalida in parte questa teoria.

Un'ultima interpretazione potrebbe essere un effetto primavera un po' tradizionale e miope. Gli investitori starebbero semplicemente estrapolando la crescita molto forte del 2021, che è in parte dovuta a un effetto base molto forte, dopo la contrazione dei guadagni nel 2020. Una sorta d'illusione matematica e di breve termine che non tiene conto del probabile rallentamento della crescita dopo il 2022 e che spesso termina quando le buone notizie sono prezzate e il rapporto di sorpresa positiva scende.

Questo ci riporta a Keynes. Dopo un anno traumatico sul fronte sanitario, umano ed economico, la nostra tendenza naturale è quella di passare dal pessimismo all'ottimismo e concentrarci sulle buone notizie, attraverso il bisogno viscerale di essere positivi e proiettarsi nel futuro, anche quando il presente rimane complesso e le incertezze ci attendono. E il nostro riflesso - naturale o condizionato dalla sovrabbondanza di informazioni - è quello di reagire al presente. Un primo passo verso una sorta di razionalità sarebbe quello di tenerlo presente, approfittare della situazione senza eccessi, ed essere pronti a reagire quando gli orsi si sveglieranno...

UN PIANO PER RENDERE NUOVAMENTE EFFICIENTI LE INFRASTRUTTURE AMERICANE

Con l'American Rescue Plan ormai in cassaforte, la Casa Bianca e l'amministrazione del Presidente Biden procedono a grandi passi verso il prossimo obiettivo: ricostruire e cambiare volto agli Stati Uniti. Per quanto necessario il nuovo, ambizioso ed imponente piano non sembra nascere sotto i migliori auspici. Sono infatti già emerse liti sulle modalità di finanziamento, persino tra i democratici.



2.59

miliardi di dollari:
il fabbisogno
statunitense di
investimenti
infrastrutturali

IL FABBISOGNO STATUNITENSE DI INVESTIMENTI INFRASTRUTTURALI

Nonostante sia il Paese più ricco al mondo (in termini di PIL), gli Stati Uniti si collocano al tredicesimo posto per la qualità complessiva delle infrastrutture. L'American Society of Civil Engineers, pur avendo assegnato nella sua ultima analisi un punteggio più elevato alle infrastrutture statunitensi (C-), sostiene che la strada da percorrere sia ancora lunga: il fabbisogno di investimenti totali è infatti passato in 10 anni da 2.100 a 2.590 miliardi di dollari.

In assenza di azioni concrete, potrebbero scomparire fino a 3 milioni di posti di lavoro entro il 2039; non a caso, il presidente Biden ha ribattezzato l'imminente piano l'«American Jobs Plan». Il pacchetto, la prima parte di un programma economico più ampio che potrebbe raggiungere 4.000 miliardi di dollari (la seconda è il cosiddetto «American Family Plan» incentrato su assistenza all'infanzia, istruzione e salute), dovrebbe costare 2.250 miliardi di dollari in 8 anni.

RICOSTRUIRE L'AMERICA

Diversamente dai precedenti grandi pacchetti di stimoli, questo piano mira a risolvere annosi problemi ed è un evento unico nell'arco di una generazione. Nelle intenzioni della Casa Bianca oltre 620 miliardi di dollari saranno destinati ai trasporti: riparare le autostrade, ricostruire i ponti, modernizzare i sistemi di transito e sviluppare una rete nazionale di stazioni di ricarica. Saranno inoltre previsti incentivi fiscali per l'acquisto di veicoli elettrici, nell'ambito di un investimento da 174 miliardi di dollari. Oltre ai trasporti, 400 miliardi saranno utilizzati per garantire un migliore accesso all'assistenza sanitaria e domiciliare, aumentando al contempo i salari dei relativi lavoratori.

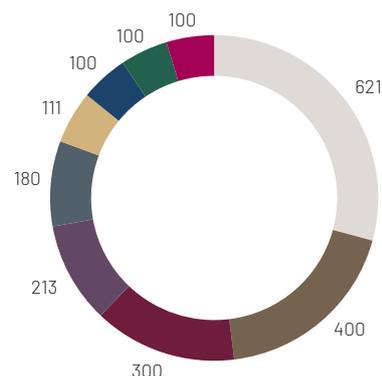
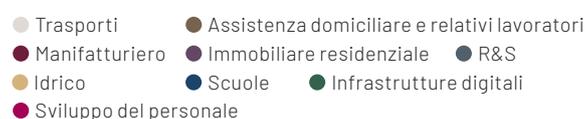
Tra gli altri aspetti prioritari vi è la creazione di un settore manifatturiero di elevata qualità (300 miliardi di dollari), con un forte accento sui produttori nazionali, soprattutto nell'industria dei

semiconduttori. Il pacchetto include inoltre fondi per «prepararsi alle pandemie», «promuovere l'energia pulita» e «realizzare hub innovativi». Saranno altresì stanziati centinaia di miliardi di dollari per dare impulso all'innovazione, ottimizzare l'accesso a banda larga tramite il 5G, potenziare l'efficienza energetica delle abitazioni e costruire scuole (grafico 1).

TASSARE LE SOCIETÀ ED I CITTADINI PIÙ ABBIENTI

Dato che gli Stati Uniti hanno già speso migliaia di miliardi per rilanciare l'economia, diverse opzioni sono al vaglio per trovare le risorse necessarie. Tra le varie proposte le più concrete sono quelle di aumentare l'imposta sulle società dal 21% al 28% in quindici anni, innalzare al 21% l'aliquota minima globale sulle multinazionali ed introdurre un'addizionale del 10% sulla delocalizzazione. L'amministrazione Biden intende inoltre riscuotere maggiori tasse dagli americani più facoltosi, portando il loro carico fiscale al 39,6%.

GRAFICO 1: RIPARTIZIONE DEL PIANO INFRASTRUTTURALE PER SETTORI, MILIARDI DI DOLLARI



Fonti: CNN Politics, Indosuez Wealth Management.

Unitamente alle nuove imposte sulle plusvalenze, la revoca degli sgravi fiscali sulle successioni e tagli delle spese federali, queste misure dovrebbero coprire nella loro totalità gli investimenti futuri.

UN APPROCCIO BIPARTISAN APPARE IMPROBABILE

Anche se alcuni repubblicani hanno lasciato intendere che potrebbero partecipare allo sforzo di ricostruzione nazionale (grafico 2), altri hanno già chiesto un piano più modesto (615 miliardi di dollari). Inoltre, come dichiarato dal leader della minoranza al Senato Mitch McConnell, per i repubblicani la proposta è un «cavallo di Troia» che cela maggiori imposte e, pertanto, il GOP non appoggierebbe il piano nella sua versione attuale. Nonostante il presidente Biden invochi un'iniziativa bipartisan, i 60 voti necessari al Senato sembrano difficili da raggiungere.

Per superare l'ostruzionismo repubblicano si potrebbe ricorrere alla cosiddetta procedura di riconciliazione, che permetterebbe di approvare la proposta a maggioranza semplice. Con i democratici che occupano soltanto 50 seggi al Senato e si affidano al voto della vicepresidente Kamala Harris in caso di pareggio, ogni divergenza all'interno del partito sarebbe fatale. Al momento, i democratici non formano un fronte comune: il senatore Manchin preferirebbe un'imposta sulle società al 25%, altri insistono sulla revoca del tetto alla deduzione SALT¹ per dare il via libera.

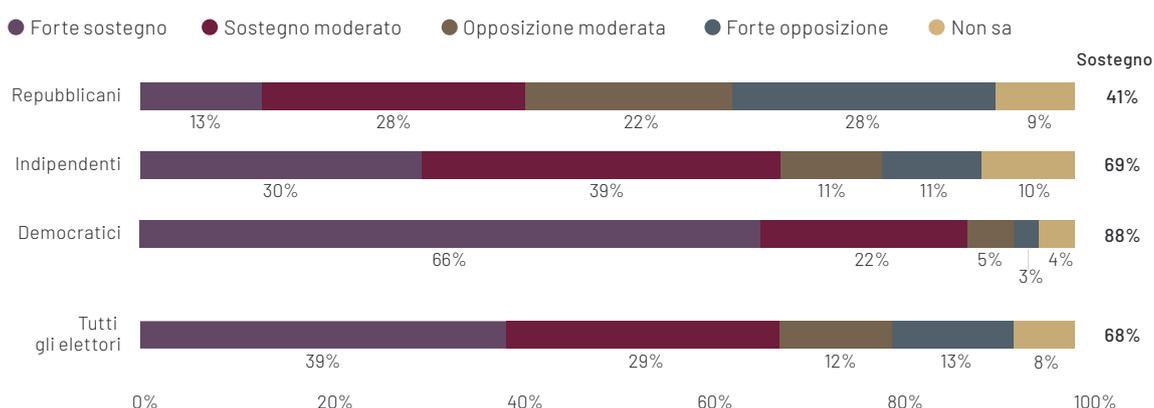
Per quanto l'amministrazione Biden intenda approvare il piano infrastrutturale in estate, le insidie lungo il percorso sono numerose e potrebbe essere necessario scendere a compromessi. I repubblicani propongono delle potenziali «commissioni di utilizzo» per gli utenti dei servizi federali. Anche gli obiettivi correlati al clima ed alla giustizia sociale potrebbero essere rivisti al ribasso.

I MERCATI VEDONO IL BICCHIERE MEZZO PIENO

Le azioni delle società che dovrebbero beneficiare del piano hanno già recuperato slancio, ma gli investitori sembrano aver integrato soltanto in parte il futuro incremento delle imposte e si attendono un'aliquota inferiore al 28%.

Qualora la riforma fiscale sia pienamente adottata, nel 2022 gli EPS delle società incluse nell'indice S&P 500 potrebbero calare fino al 9%, anche se non tutte sarebbero colpite nella stessa misura. Quelle finanziarie, industriali e dei beni di consumo primari, le principali destinatarie degli sgravi fiscali del 2017, sarebbero le più penalizzate dall'aumento delle imposte sul reddito. Dal suo canto, l'aliquota minima sui profitti esteri mette a rischio soprattutto i settori *growth* a tassazione ridotta, come IT e sanità. Per contro, le azioni legate all'edilizia o alla mobilità verde potrebbero trarne vantaggio.

GRAFICO 2: UN SOSTEGNO TRASVERSALE AL PIANO INFRASTRUTTURALE



Fonti: Vox and Data for progress, Indosuez Wealth Management.

1- SALT è l'acronimo di State and Local Taxes. Introdotto nell'ambito del Tax Cuts and Jobs Act, il tetto di 10.000 dollari è uno strumento per ampliare la base imponibile dell'imposta sul reddito delle persone fisiche.

Dopo aver puntato sugli investimenti e le esportazioni per diventare il maggiore motore della crescita nel 2020, la Cina intende concentrarsi adesso sui consumi. Sull'altra sponda dell'Atlantico l'economia americana dovrebbe, nel 2021, contribuire in maniera più significativa alla crescita globale, sospinta dalla serie di pacchetti di stimoli e dall'imminente piano infrastrutturale. Per segnali dall'Europa si dovrà verosimilmente attendere il secondo semestre.

UNA SVOLTA IN CINA?

Come detto lo scorso mese, la Cina è in piena espansione. La seconda maggiore economia al mondo ha esibito un +18,3% nel primo trimestre, grazie ad un enorme effetto di base, ma la crescita è comunque solida rispetto al T1 2019 (+10,3%).

Per quanto negli scorsi mesi il PIL sia stato trainato prevalentemente da cospicui investimenti ed esportazioni nette (grafico 3), il riequilibrio della crescita è prioritario nel 2021, come indicato nella strategia di «doppia circolazione» annunciata lo scorso anno. Le esportazioni sono balzate del 30,6% a marzo ed è verosimile che si mantengano robuste nel T2. Alcuni segnali suggeriscono però una dinamica decrescente: calo dei prodotti legati al confinamento, prezzi delle materie prime più alti che spingono alcune società esportatrici a rifiutare ordini e la potenziale rotazione dei consumatori dai beni ai servizi nell'immediato futuro.

In questo contesto nel 2021 i consumi dovrebbero risalire dopo la battuta d'arresto del 2020. Nonostante un tasso di risparmio elevato, le vendite al dettaglio sono aumentate più del previsto (+34,2% rispetto al +28%) ed i servizi di ristorazione sono infine tornati ai livelli pre-pandemia.

Inoltre, sono state adottate 24 misure per rilanciare i consumi *online* ed *offline*, rivolte soprattutto ai piccoli esercenti ed allo sviluppo del turismo e di una cultura digitale. Anche gli investimenti dovrebbero confermarsi importanti, in primis quelli infrastrutturali.

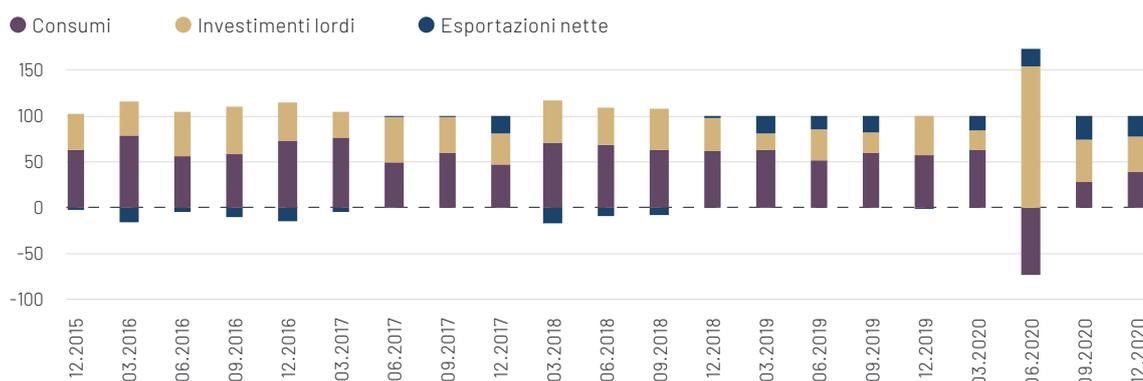
Nonostante le condizioni valutarie abbiano iniziato ad invertirsi, con un rallentamento della crescita dei prestiti erogati in yuan al 12,6% ed un aggregato monetario in flessione (+9,4% a marzo dal precedente +10,1%), le autorità cinesi dovrebbero restare vigili per scongiurare un brusco cambiamento. In breve, si prospetta una vigilanza più intensa sugli eccessi nel settore immobiliare, mentre le priorità definite dal consiglio continueranno ad essere perseguite.

STATI UNITI: UNA PREGEVOLE DINAMICA MACRO

Anche se a febbraio i consumi hanno in parte patito il meteo avverso, le vendite al dettaglio sono risalite a marzo, facendo segnare un +27,7% su base annua grazie agli assegni da 1.400 dollari ricevuti dalle famiglie.

CINA
il riequilibrio della
crescita resta la
priorità per il 2021

GRAFICO 3: CONTRIBUTO CINESE ALLA CRESCITA DEL PIL PER COMPONENTE, %



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



L'inflazione
primaria
statunitense
ha raggiunto il
2,6%
a marzo

La loro scalata potrebbe proseguire, poiché i pagamenti sono destinati a continuare e la graduale riapertura dei ristoranti sostiene la componente alimentare. Guardando al mercato del lavoro, la tendenza è ancora favorevole: il dato settimanale relativo alle richieste iniziali di sussidi di disoccupazione è sceso ad un minimo da 12 mesi (576 mila a metà aprile). L'inflazione primaria si è attestata al 2,6% (dal precedente 1,7%) a causa principalmente della pressione rialzista esercitata dal settore energetico (+13,2%). L'inflazione inerziale è salita dall'1,3% all'1,6%, trainata dalle componenti legate ai viaggi. La Federal Reserve ha confermato che la riapertura economica comporterà un aumento temporaneo dei prezzi, che dovrebbe però svanire con l'avvento della nuova normalità.

L'EUROPA SI CONFERMA IN RITARDO

In Europa l'inflazione è cresciuta all'1,3%, un massimo da gennaio 2020 ma sempre al di sotto dell'obiettivo fissato dalla BCE. I crescenti prezzi delle materie prime e gli effetti di base dovrebbero

alimentare questo andamento rialzista nel T2. Esclusi i prezzi alimentari ed energetici, l'inflazione inerziale dell'Area Euro ha rallentato allo 0,9%, un valore in linea con il consenso che ha permesso alla BCE di mantenere la sua politica accomodante. Diversamente dagli Stati Uniti, la ripresa dell'attività economica si fa attendere: sia la produzione industriale (-1,6% a febbraio) che le vendite al dettaglio (-2,9%) sono diminuite su base annua. Tuttavia, questa dinamica dovrebbe invertirsi in maniera graduale di pari passo con i progressi delle vaccinazioni, un trend già visibile nei principali indicatori economici. Il PMI composito dell'Area Euro ha raggiunto 53,2, sospinto da un settore manifatturiero in grande spolvero (+4,6 pt a 62,5) soprattutto in Germania (66,6). Sull'altra sponda della Manica, dopo la contrazione del PIL osservata a febbraio (-7,8% su base annua), il Regno Unito allenta progressivamente le restrizioni, con la riapertura parziale dei negozi non essenziali che nei prossimi mesi dovrebbe favorire i consumi.



Date le politiche molto accomodanti delle banche centrali, i massicci pacchetti di salvataggio economico ed il futuro piano incentrato su infrastrutture ed occupazione negli Stati Uniti, nei mesi a venire le obbligazioni *corporate* dovrebbero sovraperformare ancora i titoli di Stato. La stabilizzazione delle metriche creditizie ed i minori tassi di *default* dovrebbero prevalere sulle alte valutazioni relative in alcuni segmenti del credito.

LE BANCHE CENTRALI

Gli istituti centrali mantengono le loro posizioni accomodanti. La Banca Centrale Europea (BCE) ha ribadito la volontà di preservare condizioni di finanziamento quanto più generose possibile. Dal suo canto, la Fed ha confermato che non intende procedere ad un *tapering* o una stretta imminente. Riguardo all'inflazione, la Fed non intravede un incremento sostenuto. La banca centrale anticipa al contrario un calo dell'inflazione il prossimo anno, una volta svaniti gli effetti di base e le restrizioni all'offerta. Inoltre, le sue previsioni indicano che il tasso reale a 10 anni resterà tra lo 0 e lo 0,5%.



Il tasso reale a
10 anni della Fed
resterà tra lo
0 E LO 0,5%

TITOLI DI STATO

La curva USA esibisce da inizio anno un marcato «irripidimento ribassista». Il differenziale di rendimento tra i *Treasury* a 10 e 2 anni ha continuato ad ampliarsi, malgrado la recente stabilizzazione delle attese inflazionistiche statunitensi (grafico 4). A tale andamento contribuiscono le favorevoli dinamiche macroeconomiche, l'imminente pacchetto fiscale incentrato su famiglie ed infrastrutture, il controllo più rigoroso sulla gestione di attività e passività da parte delle banche e la massiccia offerta di *Treasury*. Tuttavia, fattori di *short covering* e solide aste obbligazionarie hanno spinto ultimamente il rendimento verso il basso.

GRAFICO 4: ASPETTATIVE INFLAZIONISTICHE FUTURE DEL MERCATO USA, %

● Tasso dell'inflation swap 5yr 5yr in dollari



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Corporate
dei ME più
RESILIENTI

OBBLIGAZIONI CORPORATE

Gli *spread* creditizi proseguono la loro corsa nel 2021. Nonostante i tassi in ascesa, i differenziali si confermano alquanto resilienti, favoriti da una crescita superiore alle attese e dalla stabilizzazione delle metriche creditizie. Le valutazioni del credito *investment grade* non sono contenute ma, grazie al *carry* più alto, dovrebbero continuare a sovraperformare i *Treasury* sullo sfondo dell'attuale ripresa. Nell'universo *investment grade*, le migliori opportunità sono da ricercare nei segmenti BBB e sub-finanziario. Per quanto concerne il credito *high yield*, le migliori tendenze di crescita, i prezzi delle materie prime in aumento e l'imponente piano infrastrutturale proposto di recente negli Stati Uniti favoriscono la decisa contrazione degli *spread*. I titoli con *rating* CCC ed i settori *value* come Trasporti, Energia, Viaggi e Tempo libero continuano a sovraperformare. Sul versante *high yield* americano, nonostante gli ingenti volumi di emissioni ed i deflussi la performance si mantiene robusta.

DEBITO EMERGENTE

Le prospettive per il credito emergente sono sospinte da una crescita in miglioramento, ma patiscono l'attuale rialzo dei tassi e specifici rischi di credito, in particolare per le SOE (State Owned Enterprises) cinesi. Quando aumentano i tassi, sui mercati emergenti (ME) i crediti *corporate* esibiscono una maggiore tenuta rispetto ad altri segmenti del reddito fisso e, a nostro parere, l'attuale periodo non fa eccezione. Intravediamo margini per una lieve compressione degli *spread* emergenti fra sacche di convenienza e preferiamo ancora il segmento a più breve *duration* e *high yield*, che offrono protezioni più numerose contro l'irrigidimento della curva. Da una prospettiva strategica, privilegiamo sempre il credito asiatico, ma abbiamo deciso di ridurre il nostro punteggio tattico a neutrale, in seguito alle recenti notizie negative ed al crescente rischio idiosincratico.

BENTORNATA STAGIONE DEGLI UTILI!

Dopo essere balzati dallo 0,50% all'1,70% ed aver dominato di recente la scena, i rendimenti decennali si stabilizzano intorno all'1,60%, concedendo una tregua ai mercati. Nonostante il forte rialzo dei rendimenti obbligazionari americani, i listini azionari hanno comunque guadagnato notevole terreno (+26% per il MXWO nello stesso periodo, da agosto 2020 ad oggi) con una volatilità in costante calo.

Anche se emergono segni di esuberanza ed è attesa un'ulteriore crescita dei rendimenti nei prossimi mesi, a nostro parere questo mercato rialzista proseguirà.

Afflussi globali
nelle azioni a quota

576
miliardi
di dollari

La ripresa è ancora nelle fasi iniziali. L'attuale tendenza di mercato sarà sostenuta dalle campagne vaccinali ed il graduale allentamento delle restrizioni, le abbondanti disponibilità dei consumatori, il costante sostegno fiscale ed i favorevoli effetti di base su un'ampia gamma di indicatori economici. Gli investitori dovrebbero tuttavia monitorare le dinamiche macro e degli utili; un minore ottimismo potrebbe infatti innescare una rinnovata stagionalità sui mercati. Infatti, gli indicatori del sentiment suggeriscono che il mercato è troppo compiacente e non è quindi possibile escludere il rischio di una correzione sul breve termine.

Tuttavia, dato che la liquidità in eccesso ed il supporto delle banche centrali perdureranno, riteniamo che un tale episodio si rivelerà limitato.

USA

Ci manteniamo neutrali sull'esposizione USA, a causa delle alte valutazioni. Tuttavia, gli stimoli fiscali ed i progressi sul fronte dei vaccini dovrebbero trainare la performance economica e degli EPS.

Riteniamo che la nuova stagione degli utili si rivelerà altrettanto favorevole per il mercato. Negli Stati Uniti il rapporto utili negativi/positivi prima dell'annuncio è sceso ai minimi da 25 anni, il che suggerisce una fiducia generale nelle stime esistenti ed una potenziale revisione al rialzo delle attese sui profitti.

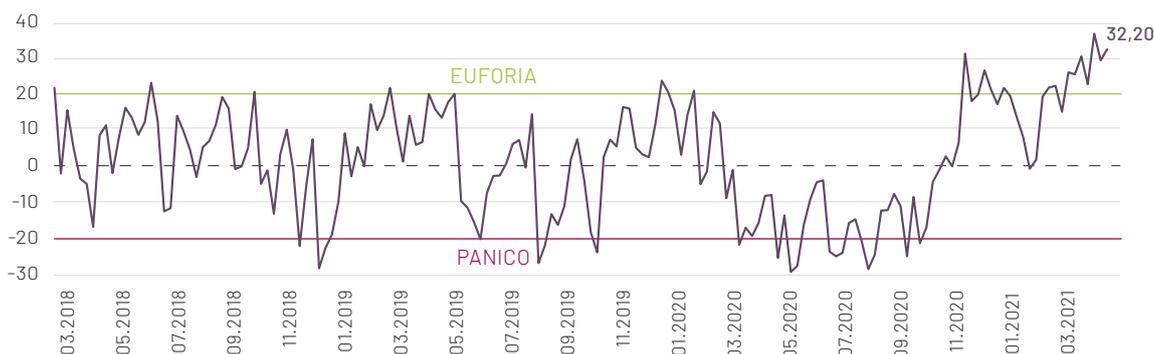
La stagione degli utili per il T1 si è aperta in un clima di euforia, con il VIX al livello più basso da un anno (grafico 5).

Soltanto il 10% delle società incluse nell'indice S&P 500 ha pubblicato i risultati ed è dunque troppo presto per trarre conclusioni. Tuttavia, le maggiori banche hanno già comunicato i relativi dati, con utili di molto superiori alle stime di consenso.

EUROPA

Confermiamo la nostra visione positiva sui mercati azionari europei nei prossimi mesi. La nostra convinzione si basa su tre principali fattori: stile, tendenze degli EPS e valutazione.

GRAFICO 5: L'INDICE BULL/BEAR È AI MASSIMI DAL 2018



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Nel 2021 si attende una crescita degli EPS globali del
+29%

In termini di stile, il mercato europeo è più orientato ai settori ciclici e *value* rispetto al resto del mondo, una condizione percepita come un vantaggio quando l'attività economica accelera.

Riguardo alla crescita degli EPS, l'Europa dovrebbe essere la prima della classe quest'anno, con revisioni in netto rialzo da diversi mesi consecutivi (grafico 6). La stagione degli utili europea è persino più indietro, ma le società *growth* nei settori tecnologia e lusso esibiscono risultati di ottima fattura.

In merito alle valutazioni, l'Europa permane piuttosto interessante con uno sconto più elevato rispetto alle azioni USA, oltre a beneficiare ancora dei negativi tassi d'interesse reali.

Infine, la regione è in prima linea sul versante ESG e rappresenta una valida alternativa per esporsi sul lungo termine ad alcuni temi di crescita secolare che apprezziamo (ad esempio tecnologia *disruptive*, sviluppo sostenibile o nuove tendenze dei consumi).

MERCATI EMERGENTI

I mercati azionari asiatici si sono rivelati volatili negli scorsi 2 mesi, a causa soprattutto dello sfavorevole sentiment degli investitori globali verso la Cina e delle inquietudini sul COVID-19 in India e nella regione ASEAN.

Riteniamo che l'attuale correzione sia principalmente il frutto di prese di profitto su titoli in ascesa dal 2020, innescate da un umore negativo per un temuto aumento dei tassi USA, rinnovate tensioni tra Cina e Stati Uniti e pressioni normative su alcuni segmenti cinesi (ad es., *e-commerce* ed istruzione).

Gli ultimi PMI del settore manifatturiero e dei servizi risultano ben orientati in Cina. Tuttavia, i dati economici per il resto dell'Asia mostrano un quadro meno propizio. I rinnovati timori sul COVID-19 in India e Thailandia ci inducono a restare per ora prudenti in questi Paesi.

Sul breve termine, la recrudescenza della pandemia e l'inflazione/l'aumento dei tassi negli Stati Uniti dovrebbero spingere gli investitori globali a diffidare delle azioni emergenti. Tuttavia, la dinamica correlata alla crescita degli utili continua ad essere favorevole nel medio periodo per Cina ed Asia settentrionale.

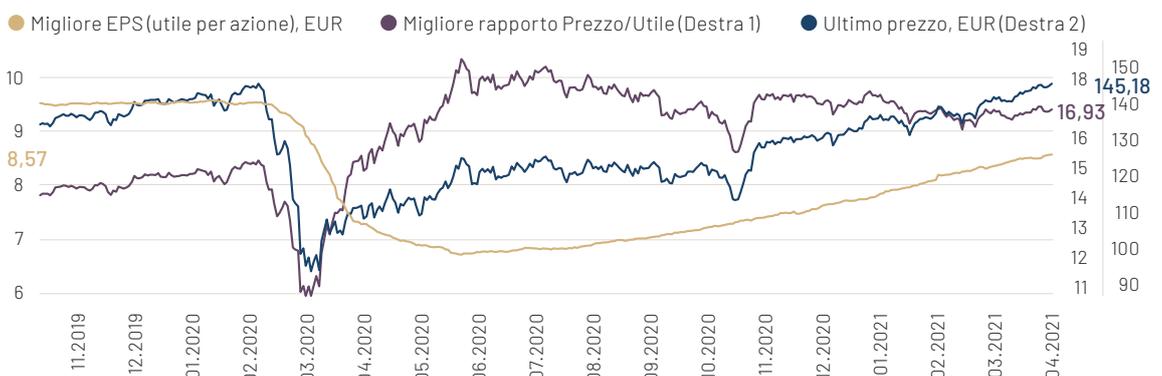
Pertanto, riguardo alle azioni asiatiche restiamo sovrappesati sulla Cina, neutrali su Corea del Sud, Singapore, Indonesia e Filippine, nonché sottopesati su India, Taiwan, Malesia e Thailandia.

STILE D'INVESTIMENTO

Continuiamo a privilegiare un approccio polarizzato. Abbiamo rafforzato, da un lato, l'esposizione *value* nell'ultimo trimestre del 2020 (con una quota considerevole di titoli ciclici) e, dall'altro, i temi della crescita secolare (tecnologia *disruptive*, sviluppo sostenibile e *millennial*); infine, conserviamo un sovrappeso sul settore IT, dove le prospettive sugli utili permangono solide ed i bilanci sani.

Riteniamo che sia troppo presto per riposizionarci sui settori difensivi; è infatti probabile che gli EPS non tengano il ritmo della ripresa globale ed i crescenti rendimenti obbligazionari dovrebbero pesare sulla performance relativa.

GRAFICO 6: LA DINAMICA DEGLI EPS GUIDA IL MERCATO*



*La crescita da inizio anno (+11%) degli EPS *forward* a 12 mesi ha contribuito ad un lieve calo delle valutazioni, nonostante la robusta performance registrata negli scorsi mesi dall'indice MSCI Europe. Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.
Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

IL RALLY CORRETTIVO DEL DOLLARO SI STA GIÀ ESAURENDO



Nella prima metà di aprile le tendenze più forti mai registrate nel T1 sul Forex ed i mercati dei metalli preziosi hanno subito un'inversione a 180° e le pressioni sul reddito fisso si sono allentate: il dollaro ha ceduto molti dei guadagni conseguiti nel T1, mentre il *double bottom* dell'oro ha sostenuto l'andamento dei prezzi e potrebbe significare la fine del *trend* ribassista dai massimi dello scorso anno.

EURO: UNA RIVOLUZIONE VERDE IN EUROPA

Ad aprile, proprio al volgere del trimestre, è venuta meno la persistente debolezza che ha afflitto l'euro nel T1 (il recupero della coppia EUR/USD da 1,17 è iniziato il 1° aprile). Questa dinamica è imputabile principalmente alla recente fragilità del dollaro, ma vi sono anche pregevoli sviluppi sottostanti da monitorare: anzitutto, l'accelerazione delle campagne vaccinali nell'UE, finora in ritardo. Il secondo, meno lampante, è il clima politico tedesco; alle elezioni di quest'anno, che sanciranno la fine dell'era Merkel, i cittadini sembrano preferire i Verdi ed il loro approccio meno austero alla spesa pubblica. Una loro affermazione rappresenterebbe una svolta per la politica fiscale europea, con effetti positivi per l'euro.

ORO: LA RAPIDA DISCESA PER ORA IN PAUSA

Anche se marzo si è rivelato un mese nefasto, con una dinamica ribassista che sembrava accelerare, con l'arrivo del nuovo trimestre l'oro ha recuperato terreno risalendo dai minimi di 1.677 dollari a 1.780 al momento della redazione. Una ripresa ascrivibile ai minori rendimenti dei *Treasury* USA (e, aspetto più importante per l'oro, il calo dei rendimenti reali impliciti in dollari) ed un biglietto verde più debole. Gli analisti tecnici si sono affrettati a sottolineare la formazione di un *double bottom* del prezzo a marzo (a 1.677 dollari), che suggerisce un'ulteriore ascesa potenziale fino a 1.830 dollari. Siamo sempre cauti rispetto all'impatto che potrebbero avere quest'anno i crescenti rendimenti USA, poiché una loro ripresa frenerebbe i guadagni e la tendenza ribassista dai massimi di agosto (2.075 dollari) è ancora in corso.

FRANCO SVIZZERO: CADONO LE ACCUSE DI MANIPOLAZIONE

La Svizzera è stata rimossa dall'elenco dei Paesi accusati dagli Stati Uniti di «manipolare la valuta», anche se il franco continua a varcare alcune soglie che lo riporterebbero sulla lista nera. Per quanto la valuta nazionale non abbia risentito di questi sviluppi (la BNS ha praticamente ignorato la decisione), è emerso un lieve rischio di coda che potrebbe tradursi in un suo apprezzamento. Dopo essere aumentata a fine febbraio da 1,08 a 1,10, la coppia EUR/CHF si è rivelata molto stabile tra 1,10 e 1,11, e ci aspettiamo che il franco resti sulla difensiva, a meno che la sua corsa non sia frenata da un grave episodio di avversione al rischio.

sottoperforma quando crescita globale e commercio risalgono rapidamente dagli shock. Per contro, le nazioni esportatrici sfruttano l'aumento delle vendite statunitensi ed i maggiori crediti in dollari, che convertono prontamente nelle rispettive valute di base. Pertanto, in vista del secondo semestre, temiamo che la dinamica ribassista in atto sia stata solo messa in pausa dall'attuale rialzo. Una fase che potrebbe durare fino all'estate, con un PIL americano che si preannuncia stellare ed il supporto dei rendimenti obbligazionari, prima che l'Europa recuperi inevitabilmente il terreno perso.

YUAN CINESE: LA STABILITÀ SOPRA OGNI COSA

La Banca Popolare Cinese (PBoC) è riuscita a stabilizzare lo yuan, neutralizzando i rapidi afflussi nei mercati nazionali del reddito fisso da parte di gestori come sempre alla disperata ricerca di rendimenti «reali» positivi. Malgrado gli straordinari dati economici su base annua, la valuta si è svalutata rispetto al dollaro. L'obiettivo dichiarato era quello di riflettere le fluttuazioni dell'euro rispetto al biglietto verde, mantenendo così l'equilibrio con i partner commerciali dell'UE. Infatti, la parità statica EUR/CNY è rimasta immutata in un range del +/-3% dal 2017. Tale stabilità è di buon auspicio per un'ulteriore graduale diversificazione ed attira afflussi commerciali nello yuan, che offre rendimenti più elevati. Stando ai dati pubblicati di recente dalla BRI, sempre più gestori che investono nelle riserve delle banche centrali hanno deciso di ridurre la componente in dollari, al momento sotto il 60%, in favore di esposizioni alternative come il sottopesato renminbi cinese, una tendenza destinata molto probabilmente a persistere.

La stabilità
è di buon
auspicio per lo

YUAN
cinese

DOLLARO USA: IL RECUPERO CORRETTIVO SI STA GIÀ ESAURENDO

Il rimbalzo del biglietto verde nel 2021 sta perdendo slancio, nonostante un ottimismo dei consumatori americani ancora alle stelle. I dati sulle vendite al dettaglio hanno dimostrato il potenziale impatto dei risparmi accumulati quando sarà riaperta l'economia. I tassi di vaccinazione migliori del previsto sembrano essere in una certa misura «scontati», il che richiede nuovi impulsi per consentire al dollaro di mettere da parte i timori sul suo peggioramento e sul deficit gemello strutturale (grafico 7).

Inoltre, l'Europa sta accelerando le campagne vaccinali, il che fa sperare in una ripresa altrettanto sostenuta della crescita nel secondo semestre. Da una prospettiva storica, il dollaro è una valuta anticiclica e, dati gli elevati disavanzi delle partite correnti e della bilancia commerciale,



Il dollaro cede il

50%

dei guadagni
ottenuti nel T1

GRAFICO 7: INDICE USD



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Crescita globale
superiore al

5%

STRATEGIA DI INVESTIMENTO

TENDENZA MACROECONOMICA: UN ANNO DI RIPRESA

- Una ripresa a più velocità, con una crescita globale di oltre il 5% che favorirà gli attivi rischiosi.
- Stati Uniti: campagne vaccinali, effetto di base e significativi stimoli fiscali si tradurranno in un tasso di espansione record, con un PIL probabilmente superiore al 7% nel 2021 ed al 3% nel 2022. Tuttavia, l'accelerazione massima si registrerà verosimilmente nel secondo semestre e, in seguito, vi è il rischio di un andamento decrescente.
- Europa: una ripresa ritardata da nuovi confinamenti e campagne vaccinali più lente, ma i crescenti indicatori di attività e sentiment delineano un'accelerazione attesa nel secondo semestre.
- Cina: crescita del PIL oltre l'8%, una leggera stretta sulla liquidità, ma un *policy-mix* globale propizio ed una normalizzazione molto progressiva.
- Inflazione: incremento deciso ma temporaneo dell'inflazione USA nel secondo trimestre, con un impatto incerto del maxi-pacchetto di stimoli sul tasso di inflazione a medio termine.
- Politica monetaria: sempre accomodante in Europa e negli Stati Uniti nel 2021-2022 ma normalizzazione in corso sui mercati emergenti (adeguamento di liquidità/indebitamento in Cina, con altre banche centrali che lottano contro l'inflazione e le valute più deboli).
- Politica fiscale: molto favorevole nel 2021 con un probabile picco nel 2022 ed incertezze sul possibile aumento delle imposte negli Stati Uniti.

IRRIPIDIMENTO DELLA CURVA DEI RENDIMENTI IN CORSO

- Il recente appiattimento della curva dei rendimenti americana riflette la stabilizzazione delle anticipazioni inflazionistiche, in linea con la nostra ipotesi di un cammino tortuoso per i tassi, con una sensibilità agli sviluppi macro sul breve termine.

- Manteniamo il nostro scenario di un ulteriore irripidimento del tasso decennale verso 1,8%-2% nel corso dell'anno.

FONDAMENTALI BOTTOM-UP

- Pregevole dinamica degli utili nelle scorse settimane, che conferma un significativo rimbalzo degli stessi nel 2020.
- Inizio positivo della stagione degli utili per il T1 2021 negli Stati Uniti.
- Tassi di *default* più bassi e processo di riduzione dell'indebitamento nel 2020 che dovrebbero portare ad una migrazione verso *rating* positivi.

VALUTAZIONI E SENTIMENT

- Recente apprezzamento con livelli di valutazione più tesi in gran parte dei mercati.
- Crescenti segni di euforia per le azioni sviluppate: flussi record, bassa volatilità, indici *bull/bear* ed indicatori tecnici, che conducono ad una visione consensuale secondo cui la tradizionale stagionalità del mercato («vendi a maggio») potrebbe avere luogo quest'anno (diversamente dal 2019 e 2020).
- Riguardo ai margini di credito, *spread* resilienti nonostante la volatilità dei titoli di Stato USA, con una compressione che prosegue ora nei segmenti più rischiosi del mercato.

CONVINZIONI SULL'ASSET ALLOCATION

AZIONI

- Visione costruttiva sulle azioni, con una rotazione continua verso i titoli *value* (ciclici e di reflazione), ma posizionamento tattico più neutrale dopo un deciso rimbalzo dei mercati negli scorsi dodici mesi.
- Convinzione di sovrappeso mantenuta sulle azioni europee, nonostante il ritardo della ripresa, in quanto l'Europa offre feconde prospettive per i titoli *value* e beneficia di un dollaro statunitense potenzialmente più elevato.

- Visione neutrale sulle azioni statunitensi, date le valutazioni più alte e la maggiore vulnerabilità dello stile *quality growth* ad un potenziale ulteriore irripidimento dei tassi USA a lungo termine.
- Mantenimento di una visione costruttiva sulle azioni asiatiche, incentrata sulla Cina e diversificata sulle azioni cicliche del Sud-est asiatico, ma azioni emergenti che subiscono deflussi sullo sfondo di un dollaro in aumento e dopo l'impennata delle azioni cinesi nel 2019-2020; cautela confermata sull'America Latina.

REDDITO FISSO

- Mantenimento di un moderato sottopeso sulla *duration*.
- Visione costruttiva del *carry* sul debito *corporate high yield* e sul debito finanziario.
- *Investment grade*: rendimento complessivo vulnerabile al rialzo dei tassi ma *spread* resilienti.
- Obbligazioni asiatiche: ancora una convinzione valida, con un profilo rischio/rendimento interessante nonostante la vulnerabilità ai tassi statunitensi.

FOREX E MATERIE PRIME

- Fattori di supporto a breve termine per il dollaro statunitense (*policy-mix* e differenziale di tendenza macro) nonostante i fondamentali esterni più deboli. Il dollaro potrebbe apprezzarsi sul breve termine, ma la coppia EUR/USD risalirà nel secondo semestre del 2021 di pari passo con la riapertura delle economie europee. Manteniamo una visione costruttiva sullo yuan cinese. Consideriamo lo yen come una copertura interessante ma sensibile ai crescenti tassi USA a lungo termine.
- Conserviamo un approccio cauto all'oro nel breve periodo (interessante sotto 1.700 dollari con un probabile limite superiore nell'attuale contesto di circa 1.850 dollari). Il tema della svalutazione valutaria resta un fattore favorevole sul medio/ lungo termine.

CONVINZIONI CHIAVE

	GIUDIZIO TATTICO (CT)	GIUDIZIO STRATEGICO (LT)
REDDITO FISSO		
TITOLI DI STATO		
Decennale Core EUR(Bund)	=	=
Periferici EUR	=	=/-
Decennale USD	=/-	=
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	-	-/=
ME Globali	=	=/+
America Latina	-/=	=
Asia escluso Giappone	-/=	=
Cina	=/+	+
STILI		
Growth	=/+	+
Value	=/+	-/=
Qualità	-/=	=
Ciclici	=/+	=
Difensivi	-/=	-/=
CAMBI		
Stati Uniti (USD)	=	-
Area Euro (EUR)	=	+
Regno Unito (GBP)	=	+
Svizzera (CHF)	=/-	=
Giappone (JPY)	=/-	=
Brasile (BRL)	=/-	-
Cina (CNY)	=/+	+
Oro (XAU)	=	=/+

Fonte: Indosuez Wealth Management.

Le azioni emergenti
oggetto di
DEFLUSSI



DATI AGGIORNATI AL 21 APRILE 2021

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	1,56%	-5,29	64,23
Francia 10A	0,07%	18,40	41,60
Germania 10A	-0,26%	9,10	30,90
Spagna 10A	0,39%	11,80	34,80
Svizzera 10A	-0,25%	4,10	30,00
Giappone 10A	0,07%	0,60	5,70

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	43,58	2,49%	-3,69%
Titoli di Stato in EUR	220,02	-0,44%	-0,97%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	210,80	0,56%	1,81%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	322,47	1,00%	1,35%
Titoli di Stato USA	321,81	0,17%	-1,25%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	52,12	0,10%	-1,85%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	1,10	-0,14%	2,08%
GBP/USD	1,39	1,79%	1,91%
USD/CHF	0,92	-1,99%	3,59%
EUR/USD	1,20	1,88%	-1,48%
USD/JPY	108,08	-0,60%	4,68%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	17,5	-3,70	-5,25

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	4.173,42	7,31%	11,11%
FTSE 100 (Regno Unito)	6.895,29	2,72%	6,73%
Stoxx Europe 600	436,64	3,13%	9,43%
Topix	1.888,18	-2,09%	4,63%
MSCI World	2.932,98	5,99%	9,03%
Shanghai SE Composite	5.098,74	3,45%	-2,16%
MSCI Emerging Markets	1.336,87	2,96%	3,53%
MSCI Latam (America Latina)	2.396,22	6,30%	-2,27%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	263,19	4,71%	9,09%
MSCI Asia Ex Japan	875,44	2,54%	3,86%
CAC 40 (Francia)	6.210,55	4,43%	11,87%
DAX (Germania)	15.195,97	4,01%	10,77%
MIB (Italia)	24.161,38	-0,20%	8,67%
IBEX (Spagna)	8.519,80	0,90%	5,53%
SMI (Svizzera)	11.209,09	1,31%	4,72%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	5.161,00	9,93%	22,30%
Oro (USD/Oncia)	1.793,79	3,41%	-5,51%
Greggio WTI (USD/Barile)	61,35	0,28%	26,44%
Argento (USD/Oncia)	26,57	5,43%	0,60%
Rame (USD/Tm)	9.445,00	5,21%	21,62%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	2,70	6,91%	6,03%

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

	GENNAIO 2021	FEBBRAIO 2021	MARZO 2021	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (21 APRILE 2021)
MIGLIORI	3,98%	3,08%	6,08%	7,31%	11,11%
+	2,97%	2,61%	4,80%	6,30%	9,43%
	2,70%	2,45%	4,25%	5,99%	9,09%
	1,07%	2,31%	4,24%	4,71%	9,03%
	0,23%	1,83%	3,98%	3,45%	6,73%
	-0,80%	1,22%	3,55%	3,13%	4,63%
	-0,82%	1,19%	3,11%	2,96%	3,86%
	-1,05%	0,73%	-1,70%	2,72%	3,53%
	-1,11%	-0,28%	-2,66%	2,54%	-2,16%
PEGGIORI	-6,80%	-3,10%	-5,40%	-2,09%	-2,27%

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



Backwardation: si dice di una situazione in cui il prezzo dei contratti a termine è inferiore al prezzo «spot» del sottostante. La situazione inversa è detta Contango.

Barbell: si tratta di una strategia di investimento che sfrutta due estremità opposte di uno spettro e che prevede, ad esempio, di investire in titoli obbligazionari a breve e lungo termine.

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

Bottom-up (letteralmente «dal basso verso l'alto»): analisi o strategie di investimento che si concentrano su determinate caratteristiche e singole società, in opposizione all'analisi top-down che si focalizza su aggregati macroeconomici.

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

Bund: titolo di Stato tedesco.

Call: termine inglese che indica un'opzione di acquisto su uno strumento finanziario, ossia il diritto di acquistare un titolo azionario a un determinato prezzo in un momento futuro.

CFTC (Commodity Futures Trading Commission): agenzia federale statunitense indipendente responsabile della regolamentazione dei mercati statunitensi di future e opzioni sulle materie prime.

COMEX (Commodity exchange): nel 1994 COMEX è stata fusa con NYMEX negli Stati Uniti, diventando la divisione responsabile del trading di future e opzioni sui metalli.

Consiglio di Cooperazione dei Paesi del Golfo (CCG): gruppo destinato a favorire la cooperazione regionale tra Arabia Saudita, Oman, Kuwait, Bahrein, Emirati Arabi Uniti e Qatar.

Contango: si dice di un mercato in cui il prezzo dei contratti a termine è superiore al prezzo «spot» dell'attivo sottostante. La situazione inversa ha il nome di Backwardation.

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.

Debito subordinato: un debito viene detto subordinato quando il suo rimborso avviene dopo quello del debito non subordinato. In contropartita del rischio aggiuntivo accettato, il debito subordinato tende ad offrire rendimenti più alti.

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.

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

ESG: criteri ambientali, sociali e di governance.

ESMA: Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati.

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.

Future: si tratta di strumenti finanziari negoziabili in borsa che permettono di negoziare il prezzo a termine dell'attivo sottostante.

G10 («Gruppo dei dieci»): uno dei cinque gruppi, tra cui il Gruppo dei 7, 8, 20 e 24, che si prefigge di promuovere il dialogo e la cooperazione tra i paesi aventi interessi (economici) simili. I membri del G10 sono Belgio, Canada, Francia, Germania, Italia, Giappone, Paesi Bassi, Svezia, Svizzera, Regno Unito e Stati Uniti, con la Svizzera come undicesimo membro.

GHG: gas serra.

High yield o alto rendimento: categoria di obbligazioni, definite anche «spazzatura», i cui rating sono inferiori alle obbligazioni «investment grade» (tutti i rating inferiori a BBB- secondo Standard & Poor's). Più basso è il rating, più alto sarà il rendimento, poiché il rischio di rimborso è maggiore.

Indice di sorpresa economica: misura il grado di variazione dei dati macroeconomici pubblicati rispetto alle anticipazioni degli analisti.

Indice Russell 2000: indice di riferimento che misura la performance del segmento delle small cap statunitensi. È composto dalle 2000 società a capitalizzazione più bassa dell'indice Russell 3000.

Indici investment grade/high yield iBoxx: indici di riferimento che misurano il rendimento delle obbligazioni corporate investment grade/high yield, sulla base di prezzi e multipli.

Investment grade: categoria di obbligazioni di «alta qualità» con rating compreso tra AAA e BBB- secondo la classificazione dell'agenzia di rating Standard & Poor's.

LIBOR (London Interbank Offered Rate): tasso di interesse interbancario medio a cui una serie di banche decide di concedersi i prestiti sul mercato finanziario londinese. I tassi LIBOR cesseranno di esistere nel 2020.

LME (London Metal Exchange): borsa del Regno Unito delle materie prime come il rame, il piombo o lo zinco.

Loonie: nome colloquiale della moneta canadese da 1 dollaro.

LVT (Loan-to-Value): indica il rapporto tra l'importo di un finanziamento e il bene acquistato. Questo rapporto viene comunemente utilizzato nell'ambito dei mutui e le autorità di vigilanza spesso prevedono un tetto massimo per proteggere sia mutuatanti sia mutuatari da repentini cali dei prezzi degli immobili.

Mark-to-market: valutare gli attivi al prezzo di mercato prevalente.

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.

Obbligazione sotto la pari: è un'obbligazione che scambia a un prezzo inferiore al suo valore nominale, ossia sotto a 100.

OCSE: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico.

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).

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

Put: un contratto di opzioni che conferisce al titolare il diritto, ma non l'obbligo, di vendere una determinata quantità dell'attivo sottostante a un prezzo prefissato ed entro un certo periodo di tempo. L'acquirente di un'opzione put ritiene che, prima della scadenza, il prezzo del titolo sottostante scenda sotto quello dell'opzione. Il valore di un'opzione put aumenta al diminuire di quello dell'attivo sottostante e viceversa.

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.

Renminbi: in cinese si traduce letteralmente «moneta del popolo». È il nome ufficiale della divisa della Cina (ad eccezione di Hong Kong e Macao). È anche spesso indicato come yuan.

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.

Swap: strumento finanziario, detto anche contratto di scambio, spesso over-the-counter, che permette di scambiare due flussi di cassa. I principali sottostanti utilizzati per definire gli swap sono i tassi d'interesse, le valute, le azioni, il rischio di credito e le materie prime. Consente, ad esempio, di scambiare in date stabilite flussi di denaro determinati applicando a uno stesso capitale due tassi diversi, uno variabile e uno fisso. Gli swap possono essere utilizzati per adottare posizioni speculative o per proteggersi dai rischi finanziari.

Titoli ibridi: titoli con caratteristiche sia delle obbligazioni (versamento di una cedola), sia delle azioni (nessuna data di scadenza oppure scadenze molto lunghe): una cedola che può non essere versata, come per un dividendo.

USMCA: Accordo Stati Uniti - Messico - Canada; accordo di libero scambio firmato il 30 settembre 2018 dai responsabili politici dei tre paesi e che sostituisce il Nafta, risalente al 1994.

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.

Wedge (termine inglese che si traduce con «cuneo»): in analisi tecnica si verifica un cuneo quando le trendline tracciate sopra e sotto un grafico dei prezzi convergono a formare una freccia.

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 Wealth (Group) (il «Gruppo Indosuez»), costituito ai sensi del diritto francese, capogruppo per l'attività di gestione patrimoniale del gruppo Crédit Agricole nonché le filiali (dirette e indirette) ed entità consolidate operanti in tale settore, ovvero CA Indosuez Wealth (France), CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM e CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA e CA Indosuez Wealth (Miami), le rispettive filiali (dirette e indirette), le agenzie e gli uffici di rappresentanza, ovunque si trovino, operano sotto il marchio unico Indosuez Wealth Management. Ognuno di essi è indicato singolarmente e collettivamente come «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 eroghino 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:** il presente Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (France), società anonima con capitale di 82.949.490 euro, istituto di credito e società di intermediazione assicurativa immatricolata al Registro Unico degli Intermediari assicurativi e riassicurativi con il numero 07 004 759 ed al Registro del Commercio e delle Società di Parigi con il numero 572 171 635, la cui sede sociale si trova in Rue du Docteur Lancereux 17, 75008 Parigi, e le cui autorità di controllo sono l'Autorità di controllo prudenziale e di risoluzione e l'Autorità francese dei mercati finanziari. Le informazioni riportate nel presente Opuscolo non costituiscono né (i) una ricerca in materia di investimenti ai sensi dell'articolo 36 del Regolamento delegato (UE) 2017-565 della Commissione del 25 aprile 2016 e dell'articolo 3, paragrafo 1, punti 34 e 35 del Regolamento (UE) n. 596/2014, del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 sugli abusi del mercato, né (ii) una raccomandazione personalizzata secondo quanto stabilito dall'articolo L. 321-1 del Codice monetario e finanziario francese. Si consiglia al lettore di non mettere in pratica le informazioni contenute nel presente Opuscolo se non dopo aver consultato i propri interlocutori abituali operanti all'interno di CA Indosuez Wealth (France) e ottenuto, all'occorrenza, l'opinione dei suoi consulenti specializzati in materia contabile, giuridica e fiscale;
- **in Lussemburgo:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe), società per azioni (société anonyme) di diritto lussemburghese con capitale di 415.000.000 euro e sede sociale in 39 allée Scheffer L-2520 Lussemburgo, immatricolata presso il Registro delle Società del Lussemburgo con il numero B91.986, operante come istituto di credito con sede in Lussemburgo sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF).
- **in Spagna:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en España, operante sotto la supervisione del Banco de España (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 España 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 (Italy) S.p.A., con sede in Piazza Cavour 2, Milano, Italia, iscritta all'Albo delle banche mantenuto dalla Banca d'Italia con il n. 5412, con codice fiscale, immatricolazione presso il registro delle imprese di Milano e partita IVA n. 09535880158, R.E.A. n. MI-1301064;
- **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 56S0034;
- **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 SAR:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, 29th floor Pacific Place, 88 Queensway. Nessuna delle informazioni contenute nell'Opuscolo costituisce una raccomandazione d'investimento. L'Opuscolo non è stato sottoposto alla Securities and Futures Commission (SFC) né a qualsivoglia altra autorità di regolamentazione di Hong Kong. L'Opuscolo ed i prodotti menzionati al suo interno non sono stati autorizzati dalla SFC nell'accezione di cui alle sezioni 103, 104, 104A o 105 della Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) (SFO). L'Opuscolo può essere distribuito unicamente a investitori professionali (come definito dalla SFO e dalle Securities and Futures (Professional Investor) Rules (Cap. 571D));
- **a Singapore:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapore 068912. A Singapore, l'Opuscolo è destinato unicamente a soggetti considerati «High Net Worth Individual» ai sensi della Linea guida n. FAA-G07 della Monetary Authority of Singapore, ovvero a investitori accreditati, investitori istituzionali o investitori esperti, secondo la definizione del Securities and Futures Act, Sezione 289 di Singapore. Per qualsiasi domanda relativa all'Opuscolo, i destinatari a Singapore possono contattare CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch;
- **a Dubai:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower - Level 13 Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423, Emirati Arabi Uniti. CA Indosuez (Switzerland) SA opera negli Emirati Arabi Uniti (EAU) tramite il suo ufficio di rappresentanza, sottoposto all'autorità di vigilanza della banca centrale degli EAU. Ai sensi delle norme e dei regolamenti applicabili negli EAU, l'ufficio di rappresentanza di CA Indosuez (Switzerland) SA non può espletare alcuna attività bancaria. L'ufficio di rappresentanza può unicamente commercializzare e promuovere le attività ed i prodotti di CA Indosuez (Switzerland) SA. L'Opuscolo non costituisce un'offerta rivolta a un particolare soggetto o al pubblico generale, né un invito a presentare un'offerta. Esso è distribuito su base privata e non è stato rivisto o approvato dalla banca centrale degli EAU né da altre autorità di regolamentazione degli Emirati Arabi Uniti;
- **ad Abu Dhabi:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Ufficio di rappresentanza, Zayed - The 1st Street - Al Muhairy Center, Office Tower, 4th Floor, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Emirati Arabi Uniti. CA Indosuez (Switzerland) SA opera negli Emirati Arabi Uniti (EAU) tramite il suo ufficio di rappresentanza, sottoposto all'autorità di vigilanza della banca centrale degli EAU. Ai sensi delle norme e dei regolamenti applicabili negli EAU, l'ufficio di rappresentanza di CA Indosuez (Switzerland) SA non può espletare alcuna attività bancaria. L'ufficio di rappresentanza può unicamente commercializzare e promuovere le attività ed i prodotti di CA Indosuez (Switzerland) SA. L'Opuscolo non costituisce un'offerta rivolta a un particolare soggetto o al pubblico generale, né un invito a presentare un'offerta. Esso è distribuito su base privata e non è stato rivisto o approvato dalla banca centrale degli EAU né da altre autorità di regolamentazione degli Emirati Arabi Uniti;
- **a Miami:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Miami) - 600 Brickell Avenue, 37th Floor, Miami, FL 33131, USA. L'Opuscolo è fornito su base confidenziale a un numero limitato di soggetti unicamente con finalità informative. Esso non costituisce un'offerta di titoli negli Stati Uniti d'America (o in qualsiasi giurisdizione in cui tale offerta avrebbe carattere illegale). L'offerta di determinati titoli menzionati nell'Opuscolo potrebbe non essere stata soggetta a registrazione ai sensi del Securities Act del 1933. Alcuni titoli potrebbero non essere liberamente trasferibili negli Stati Uniti d'America;
- **in Brasile:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM, Av. Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3rd floor, Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132, immatricolata presso il CNPJ/MF con il n. 01.638.542/0001-57;
- **in Uruguay:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA, Av. Luis A. de Herrera 1248 - World Trade Center Torre III - Piso 15 - Of. 1576, 11300 Montevideo, Uruguay. L'Opuscolo non costituisce un'offerta destinata a soggetti specifici o al grande pubblico, né un invito a presentare un'offerta. L'Opuscolo è distribuito privatamente. L'Opuscolo e i prodotti eventualmente menzionati in esso non sono stati rivisti o approvati, né registrati dalla Banca Centrale dell'Uruguay, né da altre autorità normative dell'Uruguay.

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

© 2021, CA Indosuez (Switzerland) SA - Tutti i diritti riservati.

Crediti fotografici: iStock.

Finito di redigere il 23.04.2021.

Le banche del Gruppo Indosuez Wealth Management si preparano inoltre a sostituire o ristrutturare dei tassi d'interesse interbancari come LIBOR, EURIBOR ed EONIA, le cui modalità di fissazione saranno decisamente rafforzate in base alla decisione delle autorità di controllo e degli attori bancari delle grandi piazze finanziarie. A livello europeo, a ottobre 2019 la BCE ha iniziato a pubblicare l'€STR (Euro Short Term Rate) che affiancherà l'EONIA fino a dicembre 2021, per poi sostituirlo da gennaio 2022. Quanto all'EURIBOR, il European Money Markets Institute ha confermato a novembre 2019 che la fase di transizione verso l'EURIBOR Hybride è terminata e che entro dicembre 2021 sarebbe stata completata la ristrutturazione. Ogni tasso di tipo «IBOR» (come il LIBOR US Dollar) subirà inoltre una riforma che si dovrebbe concludere entro la fine del 2021. Per questo la Banca nazionale svizzera ha annunciato a giugno di quest'anno l'introduzione del suo tasso direttore in CHF, basato sul SARON (Swiss Average Rate Overnight) allo scopo di creare tassi a termine anch'essi comparabili a questo indice. Il Gruppo Indosuez Wealth Management segue da vicino tutte queste riforme, nell'ambito di un dispositivo specifico che mira a trattarne le ripercussioni giuridiche, commerciali e operative. Tali cambiamenti non necessitano, in questa fase, di interventi da parte vostra per le vostre operazioni di finanziamento o collocamento che comportano un'indicizzazione in base ai tassi di riferimento interessati. Riceverete ulteriori chiarimenti non appena saranno note le modalità di sostituzione. Il responsabile del vostro conto resta a vostra completa disposizione in caso di dubbi.

