

MONTHLY HOUSE VIEW

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING – LUGLIO 2020

DOCUMENTO DI MARKETING



FOCUS

FORTE RALLY DEL MERCATO DEL CREDITO

AZIONI

ROTAZIONE ESTREMA

3 EDITORIALE
VERA RIPRESA O ILLUSIONE MONETARIA?

5 FOCUS
FORTE RALLY DEL MERCATO DEL CREDITO

7 MACROECONOMIA
VIVERE GIORNO PER GIORNO

9 AZIONI
ROTAZIONE ESTREMA

11 REDDITO FISSO
FATTORI TECNICI: FORTE SOSTEGNO
PER TASSI E CREDITO INVESTMENT GRADE

13 CAMBI
LA NOSTRA HOUSE VIEW

14 ASSET ALLOCATION
SCENARIO D'INVESTIMENTO
ED ALLOCAZIONE

16 MONITOR DEI MERCATI
PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI

17 GLOSSARIO

EDITORIALE



VINCENT MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth Management

VERA RIPRESA O ILLUSIONE MONETARIA?

Cara Lettrice, caro Lettore,

Da metà maggio si è registrata una marcata accelerazione del mercato, comprovata da frenesia negli acquisti e nelle ricoperture di breve, c.d. short covering, e da una forte rotazione dai titoli di qualità/*momentum* verso i titoli *value/ciclici*.

Qualcuno potrebbe chiedersi se questo movimento sia sostenibile o esagerato e se abbia basi solide o si affidi a speranze irrealizzabili.

Iniziamo con il lato positivo della vicenda e con le tre principali argomentazioni su cui si basa.

Innanzitutto, la riapertura delle economie ha iniziato a rivelare negli Stati Uniti una ripresa migliore del previsto. A marzo, il panico dei mercati rifletteva il diffuso riconoscimento di una forte recessione nel secondo trimestre, mentre la simmetrica accelerazione della ripresa a maggio è stata in sincronia con la revoca delle misure di confinamento e, a giugno, con dati sull'occupazione e le vendite al dettaglio migliori del previsto negli Stati Uniti. Il rimbalzo dei prezzi del petrolio ha ridotto lo stress sui paesi produttori e sul settore petrolifero negli Stati Uniti.

In secondo luogo, le banche centrali hanno continuato ad intensificare le azioni con un aumento del programma di emergenza nell'acquisto di attivi da parte della Banca centrale europea (BCE) e un maggiore sostegno ai mercati del credito da parte della Federal Reserve statunitense. Questo dovrebbe limitare l'entità degli aumenti dei tassi di *default*.

In terzo luogo, i governi continuano ad aumentare la portata della loro azione fiscale: è così per il Giappone, che ha raddoppiato le dimensioni del suo piano; è così negli Stati Uniti, con un piano di spesa infrastrutturale da 1.000 miliardi di dollari; è così in Europa, dove è attualmente in fase di raggiungimento un accordo su un piano di ripresa da 750 miliardi di euro, compresi 500 miliardi di euro di contributi a fondo perso. Sembra essere così anche in Cina, che potrebbe aumentare il proprio sostegno alla macroeconomia.

Tuttavia, questa narrazione positiva non deve distrarci dalle sfide e dalle numerose incertezze che ci attendono. Questa è la parte meno brillante dell'equazione.

Quale sarà il tasso di disoccupazione europeo tra un anno? L'insorgenza di una seconda ondata di infezioni da COVID-19 in Cina porterà a nuove e più ampie misure di confinamento? I mercati sono ancora troppo ottimisti per quanto riguarda la ripresa degli utili, stanno sottostimando i tassi di *default*?

Quello che è certo è che la recente ripresa dei mercati azionari riflette gli effetti meccanici dell'attivismo monetario ed il ritorno dei Fed Fund in territorio c.d. ZIRP (zero interest rate policy, politica di azzeramento dei tassi d'interesse). Tassi più bassi equivalgono a valori attuali più elevati degli utili futuri e implicano anche che i prezzi delle azioni aumentano se gli investitori valutano le società sulla scia del rapporto tra premio al rischio azionario stabile e tassi a lungo termine. In un certo senso, questa evidenza matematica potrebbe essere vista come una forma di illusione monetaria oppure come una prova attuariale che non riflette le difficoltà relative alle prospettive di rendimenti di liquidità netti su azioni e obbligazioni societarie. Se si mettono in discussione dividendi e riacquisti di azioni e i tassi di *default* societari aumentano, gli investitori dovrebbero richiedere premi per il rischio più elevati. Mentre le azioni continuano a salire e gli *spread* a contrarsi, il margine di errore si sta assottigliando.

Potrebbe essere questo uno dei temi di mercato della stagione degli utili del secondo trimestre, poiché il continuo aumento dei mercati e la rotazione verso i titoli *value* richiederanno probabilmente in questa fase una conferma di tipo *bottom-up*.

Vi auguriamo una piacevole lettura e una piacevole estate.

FOCUS

FORTE RALLY DEL MERCATO DEL CREDITO

INCALZANTI E SENZA PAUSE!

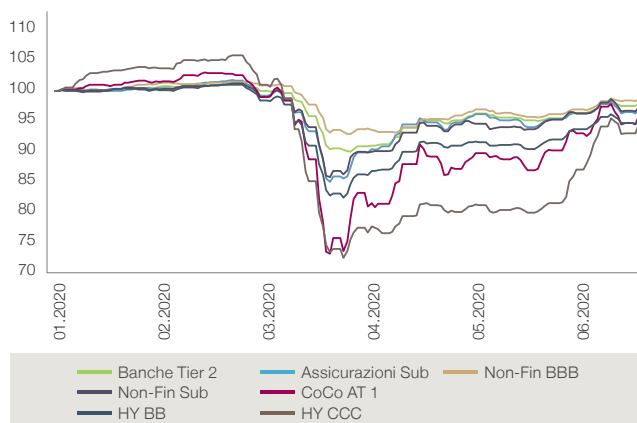
A parte il recente periodo di volatilità, nelle ultime settimane il *rally* dei mercati del credito è stato considerevole, sostenuto in particolare da nuovi annunci delle banche centrali, attraverso forme diverse di risposta di politica monetaria.

La BCE ha aumentato il tasso di esecuzione del proprio programma di acquisti di obbligazioni societarie esistente, agendo come un compratore abituale delle obbligazioni *investment grade* eligible, sia sul mercato primario che su quello secondario, ampliando recentemente di 600 miliardi di euro il suo PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme, programma di acquisti per l'emergenza pandemica) per un totale di 1.350 miliardi di euro (110 miliardi di euro al mese, compresi 10 miliardi di euro dal mercato del credito). Al contrario, gli acquisti delle obbligazioni societarie della Fed sono più mirati a costituire una misura di protezione dei finanziamenti e della liquidità che non un semplice programma di QE. Il programma Secondary Market Corporate Credit Facility (meccanismo di credito societario del mercato secondario, SMCCF), aperto dal 12 maggio, ha acquistato esclusivamente ETF (circa 5 miliardi di dollari: 83% IG/17% HY) fino a periodi recenti (15 giugno), quando ha cominciato ad acquistare obbligazioni singole. La capacità di acquisti sul programma Primary Market Corporate Credit Facility (meccanismo di credito societario del mercato primario, PMCCF) è di 750 miliardi di dollari. Pur essendo improbabile che entrambi raggiungano i propri limiti, il vantaggio indiretto dell'allentamento della Fed è notevole, e risulta quindi di supporto per il mercato del credito statunitense.

FORTE RALLY PER GLI HY

La contrazione degli *spread* dei titoli ad alto rendimento (*high yield*, HY) è stato marcato fino a metà giugno. Il segmento HY europeo ha chiuso maggio in rialzo del 3% e, al 10 giugno, era già superiore al 3%. La velocità del *rally* è stata notevole quasi quanto l'ondata di vendite, permettendo di investire il 70-80% dell'allargamento guidato dalla crisi di COVID-19 per i titoli di credito europei, con una performance osservabile come un bilanciamento di *rating* tra la forza dei titoli con *rating* BB e CCC e la persistente debolezza dei titoli con *rating* B.

RENDIMENTO TOTALE ANNUALE DEI MAGGIORI INDICI CREDITIZI EUROPEI



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

Il segmento con *rating* CCC ha raggiunto spesso livelli di sofferenza, mentre sono rari, al momento, i *default* gravi tra i titoli europei, grazie alla combinazione di misure di sostegno monetario e fiscale, nonché per effetto del minor peso dei produttori energetici e per la maggiore presenza di emittenti di settori difensivi nell'ambito della categoria CCC rispetto all'indice HY statunitense.

Il segmento HY statunitense è attualmente tornato in linea con quello europeo a livello globale, ma con una decompressione molto più marcata a livello di *rating* sul fronte statunitense. Sebbene l'azione della Fed abbia sostenuto i c.d. *fallen angel*, l'assenza di sostegni fiscali diretti per i produttori energetici ha condotto a reazioni chiare in termini di *spread* di credito e concentrazione degli aumenti dei tassi di *default*.

In termini di settori, è ancora presente una dispersione, che però si è anche ridotta, essendo gli *spread* medi dei titoli difensivi a livelli prossimi a quelli pre-crisi COVID-19.

MA TENDENZA AL PEGGIORAMENTO DEI FONDAMENTALI DEL CREDITO

I fondamentali del credito, invece, continuano a peggiorare nel contesto della recessione globale e si intravede solo una ripresa graduale. La deriva dei *rating* è diventata negativa per l'Europa, dall'inizio dell'anno i *fallen angel* (300 miliardi di euro) e le società interessate superano le cifre dei cinque anni precedenti. Si osserva la stessa tendenza anche negli Stati Uniti.

Secondo Moody's, il tasso di *default* dei titoli speculativi globali su 12 mesi è aumentato a maggio al 4,7%, in rialzo rispetto al 4,1% di aprile e al 2,3% di un anno prima, superando la media a lungo termine del 4,1%. Complessivamente, a maggio sono diventati insolventi 25 emittenti societari valutati da Moody's (26 ad aprile).

Particolarmente colpiti sono stati il settore Gas e Petrolio (otto titoli insolventi) e il settore Retail (sei titoli insolventi), con un aumento del numero di *default* nelle grandi capitalizzazioni (10 società con oltre 1 miliardo di dollari di debito ciascuna). Moody's prevede che il tasso di *default* globale aumenterà ulteriormente al 9,2% entro fine anno e raggiungerà un picco del 9,5% entro febbraio 2021, prima di scendere al 9,0% entro maggio 2021, ipotizzando una contrazione economica grave nel secondo trimestre 2020 seguita da una lenta ripresa nel secondo semestre 2020.

FOCUS

FORTE RALLY DEL MERCATO DEL CREDITO

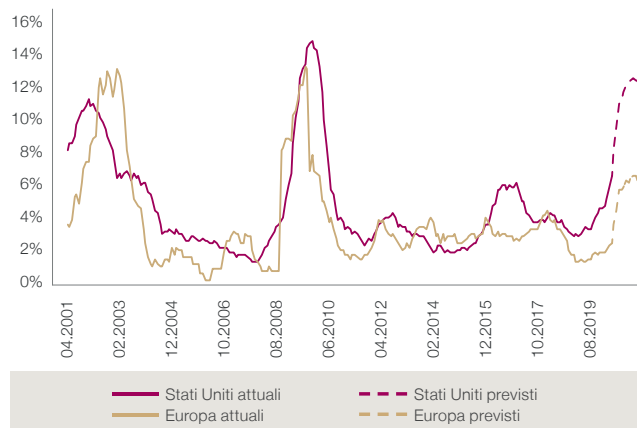
PREVISIONI SUI TASSI DI DEFAULT: NON TROPPO PESSIMISTICHE?

Un alto grado di incertezza circa gli sforzi di contenimento del virus in varie parti del mondo così come intorno alle tempistiche di sviluppo di un vaccino comportano altresì un elevato rischio di divergenza rispetto allo scenario di riferimento.

Nello scenario pessimistico di Moody's, il tasso di *default* globale dovrebbe salire sostanzialmente nel 2021 al 16,3%, sorpassando il picco del 13,3% registrato nel 2009. In questo caso, lo *spread* HY statunitense si allargherebbe nell'intervallo 880 punti base - 1.550 punti base nei prossimi quattro trimestri. In uno scenario ottimistico, il tasso di *default* salirebbe solo al 5,0% entro maggio 2021 e lo *spread* HY scenderebbe quindi a circa 400 punti base.

È opportuno notare che, secondo lo scenario di riferimento di Moody's, il tasso di *default* degli HY europei dovrebbe registrare una tendenza al ribasso da novembre del 2020 e, da marzo del 2021 per gli Stati Uniti, con tassi di *default* inferiori a quelli dell'ultima crisi finanziaria globale, ma con grandi differenze per settore e profili di credito societario.

TASSI DI DEFAULT STATUNITENSIS ED EUROPEI, ATTUALI E PREVISTI, %



Fonti: Moody's, Indosuez Wealth Management.

PERFORMANCE INDICI EUROPEI EUR IBOXX, %

AL GIUGNO 15	BANCHE TIER 2	ASSICURAZIONI SUB	NON-FIN BBB	NON-FIN SUB	COCO AT 1	HY BB	HY CCC
Da inizio anno	-3%	-4%	-2%	-3%	-6%	-5%	-7%
Vendite (19.02.2020)	-11%	-16%	-8%	-15%	-28%	-18%	-31%
Ripresa (23.03.2020)	8%	12%	5%	12%	28%	15%	28%

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

Gli *spread* HY sono sufficienti a riflettere l'impennata potenziale di *default* o il recente aumento di volatilità è un segnale che la marcata ripresa è stata esagerata?

I mercati del credito e, più nello specifico, il mercato HY in tutte le valute, non sono immuni da un'impennata della volatilità dei mercati azionari.

Eppure, le misure di protezione delle banche centrali evitano agli investitori netti peggioramenti dei valori di mercato, mentre un aumento dei tassi di *default* più limitato di quello previsto dalle agenzie di *rating* ci fa considerare troppo pessimistico lo scenario di riferimento di queste ultime.

VALORE ANCORA DISCRETO TRA GLI INVESTMENT GRADE E HIGH YIELD SOLIDI

Di conseguenza, manteniamo una posizione cautamente ottimista sul mercato del credito, considerando che gli investitori sono ancora ricompensati per la detenzione di obbligazioni creditizie, in un contesto di tassi più bassi più a lungo, malgrado la recente contrazione degli *spread*.

Il posizionamento sul credito IG rispetto a quello HY sembra l'approccio d'investimento più cauto e opportuno per i portafogli obbligazionari: la valutazione sul segmento IG è ancora più ampia rispetto ai livelli storici mentre proseguono le azioni di sostegno da parte delle banche centrali e la robusta domanda da parte degli investitori esteri.

Tuttavia, osserviamo un discreto valore anche nell'ambito dei titoli di credito BB, con un mercato che dovrebbe rimanere particolarmente selettivo tra i titoli di credito BB solidi e quelli a più basso *rating* che devono confrontarsi con un numero crescente di rischi di *default* (specialmente negli Stati Uniti).

Garantendo un approccio selettivo all'interno del segmento HY, continuiamo a privilegiare i settori meno sensibili al COVID-19, attraverso emittenti che confermano un modello di business solido, una buona liquidità per coprire le oscillazioni del capitale circolante e del debito a breve termine, una leva finanziaria gestibile e una bassa leva operativa con costi fissi bassi.



Attenzione a sorprese economiche positive negli Stati Uniti e negative in Cina.

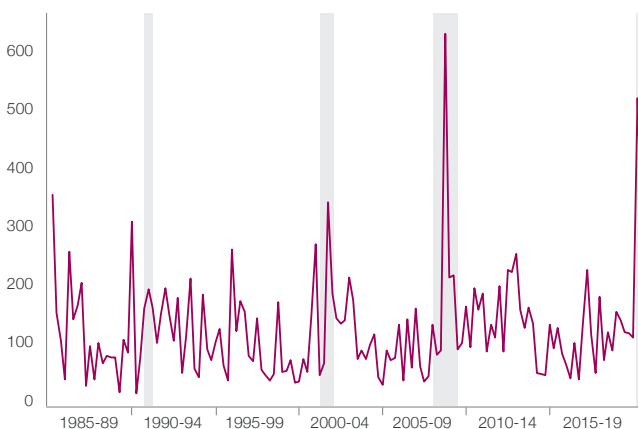
MACROECONOMIA

VIVERE GIORNO PER GIORNO

DA TRIMESTRALE A GIORNALIERO

Il National Bureau of Economic Research (NBER) statunitense ha ufficialmente definito il quarto trimestre del 2019 il picco dell'espansione statunitense, in termini trimestrali, e il febbraio 2020 in termini mensili. Ha messo fine ai 128 mesi record di espansione dell'economia statunitense. Ma la durata e la profondità della recessione sono incerte, come lo sono in altre economie nazionali. Mentre marzo è il primo mese dell'attuale recessione statunitense, saranno i dati del secondo trimestre 2020 ad essere i peggiori. Le recenti previsioni sul PIL statunitense del secondo trimestre mostrano una dispersione insolitamente elevata, compresa tra -67% (annualizzato) e -7,5%. L'elevata incertezza attuale in termini di condizioni sanitarie ed economiche si riflette quindi nella fascia prevista. Nel grafico sottostante è visualizzato l'indice di incertezza della politica economica statunitense. Le aree in grigio sono i periodi di recessione.

INDICE DI INCERTEZZA DELLA POLITICA ECONOMICA STATUNITENSE



Fonti: Bloomberg, Baker, Bloom and Davis, Indosuez Wealth Management.

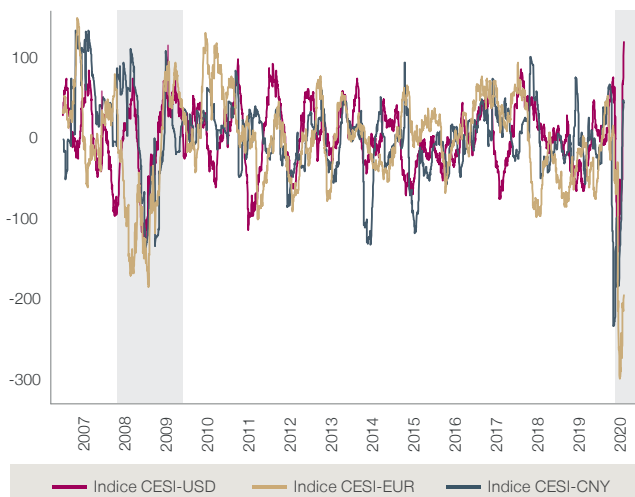
Benché dati trimestrali come quelli relativi al PIL sono rilasciati con un certo ritardo (bisognerà attendere fino alla fine di luglio per avere la prima stima della crescita del secondo trimestre), informazioni più aggiornate possono esserci fornite da dati pubblicati con maggiore frequenza. In quest'ottica, notiamo che l'indice di incertezza è misurato giornalmente.

Sono disponibili inoltre dati sulla mobilità giornaliera. La variazione delle richieste di itinerari dal 13 gennaio 2020 basata sulle mappe Apple mostrano aumenti del 23% in Germania, del 14% in Italia e negli Stati Uniti e una riduzione del 25% nel Regno Unito. In altre parole, abbiamo superato la depressione di aprile. L'indice di mobilità di Google per l'Europa sembra confermare che il minimo sia alle nostre spalle, ma rimane inferiore al suo valore di febbraio.

Passando alla Cina, sappiamo che lo scoppio dell'epidemia di COVID-19 è iniziato qui prima che nel resto del mondo, per cui il primo trimestre potrebbe essere il picco della crisi. Tuttavia, è più difficile valutare la forza della ripresa, per via della coincidenza con il nuovo anno cinese (dal 25 gennaio al 4 febbraio 2020). È perciò difficile separare il suo effetto dagli effetti della pandemia. Detto ciò, osserviamo che l'utilizzo giornaliero di carbone circa 3 mesi dopo l'inizio del nuovo anno è superiore alla media del periodo 2015-2019. Potrebbe sembrare decisamente troppo ottimistico, dal momento che altre statistiche (operazioni immobiliari, utilizzo di acciaio), pur manifestando una ripresa, non hanno superato la media.

Nel complesso, esistevano opportunità di sorprese positive in termini di dati economici in Cina e negli Stati Uniti (vendite al dettaglio salite del 17,7% su base mensile a maggio - il doppio del guadagno previsto - e tasso di disoccupazione sceso al 13,3%), come si può osservare nel grafico sottostante.

INDICI DI SORPRESA ECONOMICA CITI



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Tuttavia, è necessario applicare una certa cautela ai dati della Cina, come illustrato dalla pubblicazione di importazioni inferiori alle previsioni a maggio (-16,7% su base annua), il che potrebbe segnalare una ripresa difficoltosa.

Tutto ciò non è piaciuto alle banche centrali, che hanno scelto di rimanere caute. Non possiamo fare a meno di ricordare le parole di Jerome Powell, Presidente della Federal Reserve statunitense: "non stiamo minimamente pensando di aumentare i tassi". Non c'è dubbio che gran parte delle banche centrali non si allontanerà da questa posizione.



Il più rapido rimbalzo azionario della storia.

AZIONI

ROTAZIONE ESTREMA

- La ripresa di marzo si è trasformata in una corsa agli acquisti amplificata da una marcata rotazione dai titoli difensivi/*growth* verso i titoli *value*/ciclici. Questo movimento già rappresenta il più forte rimbalzo della storia del mercato, con una dimensione vicina ad un aumento del 45% in meno di 3 mesi (per l'indice S&P 500). È stata trainata dalla fine del confinamento, dall'annuncio di massicci pacchetti fiscali e monetari e da un posizionamento short globale degli investitori.
- Questo forte rimbalzo, associato al netto peggioramento delle previsioni sugli utili, ha fatto sì che i livelli di valutazione del rapporto P/E raggiungessero i massimi degli ultimi 20 anni.

EUROPA

In Europa, come nel resto del mondo, il *momentum* degli EPS è recentemente migliorato molto, dopo un trend molto negativo a marzo e aprile. L'Europa è più orientata verso i settori *value* e ciclici, per cui quest'area tende a sovraperformare quando l'attività economica aumenta in modo sostenibile e quando aumentano i tassi d'interesse, il che non è lo scenario di base data l'attuale politica della BCE.

STATI UNITI

Continua il rimbalzo del mercato statunitense, sostenuto da stimoli di bilancio, da iniezioni di liquidità da parte della Fed e dalle prospettive di riapertura. In questo contesto, tutti i settori hanno registrato aumenti, dalle società che hanno subito maggiormente gli effetti del confinamento alle società della nuova economia, che hanno utilizzato questa crisi per accelerare lo sviluppo tecnologico, in particolare per quanto riguarda l'organizzazione del lavoro. Inoltre, il Nasdaq sta raggiungendo ancora una volta il massimo storico.

MERCATI EMERGENTI

Gli aumenti di fatturato e utili dell'area Asia escluso il Giappone si sono adesso stabilizzati a bassi livelli ad una sola cifra per il 2020. Nel 2021 si prevede una marcata ripresa degli utili. Gli utili societari cinesi si sono finora dimostrati resilienti, dal momento che le revisioni al ribasso sono state piuttosto modeste rispetto al resto dell'Asia. Le misure di stimolo cinesi correlate alla COVID-19 sembrano essere consistenti e la ripresa dovrebbe continuare nel secondo semestre del 2020, guidata da consumi, spesa infrastrutturale e tecnologia.

GIAPPONE

La Banca del Giappone è sempre molto attiva e ha recentemente raddoppiato il ritmo degli acquisti di ETF. Le basse valutazioni potrebbero essere una protezione. Il mercato ha subito molti deflussi ad opera di investitori stranieri. Ora il posizionamento sembra basso, il che potrebbe costituire un sostegno e dovrebbe limitare potenziali ribassi.

STILE D'INVESTIMENTO

La recente grandezza dei fattori di volatilità è senza precedenti e il *rally* dei titoli *value* nelle ultime tre settimane è già alquanto avanzato, anche se questa rotazione verso i *value*/ciclici potrebbe durare per qualche altra settimana. In un'ottica di lungo periodo, la preferenza da *value* a *growth* continuerà ad essere fortemente correlata alla direzione dei rendimenti obbligazionari e, da questo punto di vista, il recente movimento non sarà sostenuto.

PREFERENZE SETTORIALI

L'ampiezza della rotazione dei fattori ha chiaramente influito sulle recenti performance dei settori. Tra il 15 maggio e l'8 giugno, settori ciclici come quello automobilistico, dei viaggi e dei bancari sono tutti in rialzo di circa il 25%, mentre quello sanitario è in rialzo di poco meno del 4%, con uno *spread* di 2.100 punti base.

SENTIMENT E POSIZIONAMENTO

A livello complessivo di mercato, il posizionamento degli investitori si è trasformato in netto lungo, mentre è calato l'interesse verso le posizioni corte, poiché l'ottimismo sulla riapertura ha stimolato una dinamica di propensione al rischio sui mercati. Considerato il posizionamento molto difensivo da marzo, che può spiegare in parte la recente accelerazione dei mercati al rialzo, riteniamo che questo fattore positivo non sarà più di ulteriore aiuto.

CONVINZIONI AZIONARIE CHIAVE

	GIUDIZIO TATTICO (CT)	GIUDIZIO STRATEGICO (LT)
REGIONI GEOGRAFICHE		
EUROPA	-/=	=
STATI UNITI	=/+	=/+
GIAPPONE	-/=	-/=
ME GLOBALI	=/+	+
AMERICA LATINA	-/=	=
ASIA ESCLUSO GIAPPONE	=/+	=
CINA	+	+
STILI		
GROWTH	=	=/+
VALUE	-/=	-/=
QUALITÀ	=/+	+
CICLICI	=	-/=
DIFENSIVI	=	=/+

Fonte: Indosuez Wealth Management.



Le Banche centrali stanno sostenendo le economie.

REDDITO FISSO

FATTORI TECNICI: FORTE SOSTEGNO PER TASSI E CREDITO INVESTMENT GRADE

- L'allentamento delle banche centrali dovrebbe essere efficace per un lungo periodo.
- Credito *investment grade*: un posto più sicuro per la ricerca di rendimento.

BANCHE CENTRALI

Le banche centrali continuano a sostenere le economie, fornendo liquidità a governi, banche e aziende. Per quanto riguarda la BCE, la liquidità del programma TLTRO ha raggiunto 1.023 miliardi di euro. Il programma di acquisti per l'emergenza pandemica (PEPP) è stato aumentato a 1.350 miliardi di euro, per un periodo prorogato almeno fino alla fine di giugno del 2021.

L'allentamento in corso non è pronto ad arrestarsi!

Durante l'ultima riunione del comitato FOMC, la Fed statunitense ha segnalato che continuerà a introdurre stimoli nell'economia statunitense fino alla diminuzione della disoccupazione.

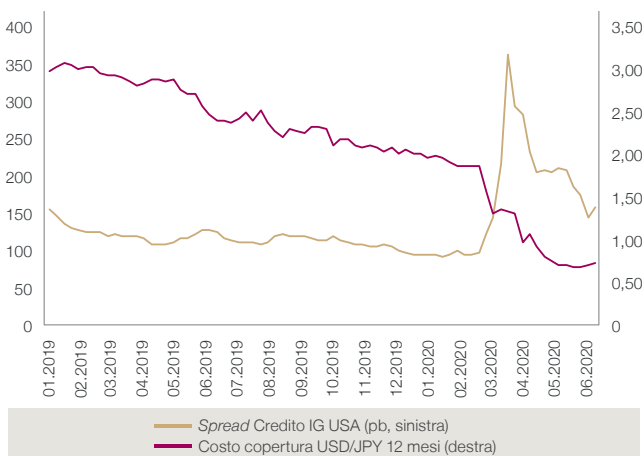
TITOLI DI STATO E PERIFERICI

Dati gli acquisti di titoli di Stato da parte delle banche centrali e la forte domanda degli investitori, è improbabile un aumento significativo dei tassi nel prossimo futuro.

I titoli legati all'inflazione hanno registrato sovraperformance dall'inizio di maggio. Tuttavia, prevediamo un proseguimento della tendenza deflazionistica a breve termine prima di un recupero insieme alla ripresa delle condizioni economiche.

Periferici: Il fondo da 750 miliardi di euro per la ripresa annunciato di recente ha ridotto i rischi dei paesi non-core. Gli *spread* dei titoli di paesi periferici si sono ulteriormente contratti dopo l'annuncio dell'aumento dell'entità del fondo.

CREDITO INVESTMENT GRADE STATUNITENSE PIÙ ATTRAENTE PER GLI INVESTITORI GIAPPONESI



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

La performance passata non è una garanzia di risultati futuri.

INVESTMENT GRADE E HIGH YIELD

I mercati del credito hanno messo a segno ottime performance a maggio e inizio giugno. La ripresa dai confinamenti dovuti al virus e l'assenza, finora, di timori significativi in termini di una seconda ondata hanno contribuito al *rally*.

Questa classe di attivi ha beneficiato dei programmi di acquisto delle banche centrali e dell'aumento della fiducia degli investitori. Anche la flessione dei costi di copertura valutaria, gli *spread* in aumento e i bassi tassi hanno alimentato la domanda estera di crediti IG statunitensi ed europei.

Tuttavia, i fondamentali societari si stanno indebolendo velocemente, specialmente per le società HY. Rimane una forte incertezza sulle prospettive del tasso di *default*, ma i prestiti garantiti dai governi potrebbero avere un effetto positivo sull'aumento dei *default*.

OBBLIGAZIONI DEI MERCATI EMERGENTI

Gli *spread* di tali obbligazioni si sono significativamente contratti da maggio. La forza della ripresa in termini di performance è stata notevole, specialmente per il segmento HY e del credito dell'America Latina.

L'incertezza macroeconomica rimane elevata e prevediamo di assistere ad un aumento delle differenze a livello regionale.

Le società asiatiche dovrebbero mostrare una maggiore resilienza sulla scia di fondamentali migliori.

CONVINZIONI CHIAVE NEL REDDITO FISSO

	GIUDIZIO TATTICO (CT)	GIUDIZIO STRATEGICO (LT)
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 AMERICA LATINA USD	=/-	=/-
CREDITO ASIA USD	=	+
OBBL. CINESI CNY	=/+	+

Fonte: Indosuez Wealth Management.



Il dollaro USA scende
dal suo piedistallo.

CAMBI

LA NOSTRA HOUSE VIEW

- *Tail risk* di spaccatura dell'euro ridotto, ma dollaro sotto pressione su tutti i fronti.

DOLLARO USA (USD)

Il biglietto verde è stato recentemente sotto pressione, con la graduale riduzione delle misure di contenimento statunitensi e le contemporanee tensioni politiche interne. La percezione del rischio resta il motore principale per il dollaro USA che ha agito da bene rifugio da marzo. In rafforzamento durante i periodi di avversione e in indebolimento durante quelli di propensione al rischio.

I recenti disordini civili negli Stati Uniti e i timori circa una seconda ondata di COVID-19 hanno pesato sull'appoggio al Presidente Trump e sul dollaro USA. Aggiungendo il danno alla beffa, il futuro fondo UE per la ripresa (si veda più avanti) ha aumentato l'attrattiva dell'euro come seconda valuta di riserva più detenuta, accelerando la debolezza del dollaro USA.

Al di là alla pandemia, prevediamo che il dollaro USA sarà sensibile ai sondaggi sulle elezioni presidenziali statunitensi di novembre. Il crescente sostegno per Joe Biden dovrebbe creare incertezza sulla direzione politica e indebolire il dollaro USA nel lungo termine.

EURO (EUR)

Recentemente l'euro si è apprezzato, sostenuto dagli sviluppi positivi riguardanti il fondo UE per la ripresa e dalle ulteriori misure di allentamento della BCE.

La possibilità di una mutualizzazione dei debiti tra membri dell'Unione europea e trasferimenti fiscali maggiori del previsto dovrebbero eliminare il rischio di una spaccatura dell'area euro e favorire le prospettive dell'euro nel lungo termine.

In termini di posizionamento, il mercato ha assunto posizioni lunghe in euro da parecchio tempo ormai, suggerendo che alcuni fattori positivi siano già compresi nel prezzo della moneta unica.

Fino a quando il pacchetto UE per la ripresa rimarrà in discussione, prevediamo che il rapporto EUR/USD si limiti a 1,15 e la buona notizia dell'approvazione potrebbe aprire la strada verso un valore di 1,17. Il lato negativo è che la media mobile a 200 giorni agirà da sostegno a 1,1025.

STERLINA INGLESE (GBP)

Fattori sottostanti stanno riguadagnando importanza per la sterlina, e tutti dovrebbero mantenerla volatile, incerta e lievemente svalutata. I colloqui sulla Brexit si sono nuovamente intensificati adesso che i governi UE e britannico dispongono di una capacità di farvi fronte e il principale sviluppo di giugno è stato che non verrà accordata alcuna proroga alla scadenza per un accordo commerciale a fine 2020.

D'altro canto, la politica monetaria si sta adattando alla crisi sanitaria mentre la Banca d'Inghilterra e i mercati sposano tutti l'idea di tassi negativi e/o di un maggiore allentamento quantitativo. Per la sterlina sarà importante il fatto che un'intensificazione dei colloqui potrebbe condurre ad un avanzamento della Brexit, un potenziale PIL positivo (in questo senso sembrerebbe che tutti i fattori negativi siano stati già inclusi nel prezzo), mentre tassi negativi o l'allentamento quantitativo non sembrerebbero costituire una grossa minaccia, dato che anche il resto del mondo sviluppato non sta pagando interessi e sta stampando moneta. Tutto ciò determina che la sterlina dovrebbe rimanere debole ma supportata.

FRANCO SVIZZERO (CHF)

Il miglioramento nel sentiment di rischio a livello globale e la riduzione del rischio di coesione dell'area euro hanno tolto la pressione all'apprezzamento del franco svizzero, specialmente nei confronti dell'euro. In occasione della sua ultima riunione, la Banca nazionale svizzera ha mantenuto i tassi d'interesse a -0,75% e ha affermato che gli interventi aggressivi sul mercato dei cambi rimarranno lo strumento principale.

Il valore elevato del franco svizzero, i rischi di deflazione e la debolezza della crescita economica causata dalla pandemia di COVID-19 lasciano pochissime scelte a disposizione della banca centrale.

Oltre che dall'economia interna, la Banca nazionale svizzera è ancora vincolata dal suo vicino europeo, in attesa di sviluppi questa estate sul fondo UE per la ripresa.

REAL BRASILIANO (BRL)

Il real brasiliano ha registrato un recupero incredibile del 20% fino a 4,80-90 USD/BRL, poiché i mercati si sono entusiasmati con l'idea di una ripresa a forma di V, trascinando al rialzo il real brasiliano insieme al resto degli attivi rischiosi dei mercati. A nostro parere, si è trattato di un movimento di massa che ha ignorato del tutto i problemi di fondo che il Brasile si trova ad affrontare.

Problemi che si riassumono in un contagio da COVID-19 dilagante, in poco spazio fiscale per il sostegno della crisi e la continua incertezza politica riconducibile all'atteggiamento altalenante del Presidente Bolsonaro tra il conflitto e la pacificazione con magistratura e politici.

La stampella che ancora sostiene la causa del real brasiliano è che il ministro dell'economia Paulo Guedes continua ad avere il pieno appoggio del Presidente e rimane per il momento in carica. Il nostro suggerimento quando i mercati globali spingono al rialzo il real è che i detentori dovrebbero considerarla come un'opportunità offerta dal comportamento di massa.

CONVINZIONI CHIAVE
SU CAMBI E METALLI PREZIOSI

	GIUDIZIO TATTICO (CT)	GIUDIZIO STRATEGICO (LT)
STATI UNITI (USD)	=/+	-
EUROZONA (EUR)	=/-	+
REGNO UNITO (GBP)	=	=
SVIZZERA (CHF)	=	=
GIAPPONE (JPY)	+	=
AUSTRALIA (AUD)	-	-
CANADA (CAD)	-	=
NORVEGIA (NOK)	=	+
BRASILE (BRL)	=	=
CINA (CNY)	=	=/+
ORO (XAU)	=/-	+
ARGENTO (XAG)	=	+

Fonte: Indosuez Wealth Management.

ASSET ALLOCATION

SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE

SCENARIO DI INVESTIMENTO



Caso centrale (probabilità del 50%)

- Recessione netta ma di breve durata seguita da una graduale ripresa nel quarto trimestre 2020 e nel 2021;
- Una ripresa leggermente migliore di quanto previsto in precedenza, in particolare negli Stati Uniti, già alla fine del secondo trimestre (ossia, vendite al dettaglio), ma rischio di una ripresa più lenta in Europa e di aumento della disoccupazione fino al 2021 nell'area dell'euro;
- Nessun ritorno al confinamento generale in caso di una seconda ondata isolata (impatto economico troppo costoso);
- Sostegno fiscale ampliato nelle maggiori economie (Stati Uniti, Giappone, Cina, Europa);
- Stabilizzazione delle revisioni sugli utili per il 2020 e ripresa nel 2021;
- Politica monetaria e garanzie statali che limitano i tassi di *default*, che aumentano in misura modesta.

Caso alternativo n. 1 (probabilità del 25%) che potrebbe essere alimentato da:

- Debolezza economica prolungata, ripresa più lenta del previsto nel secondo semestre 2020 e nel 2021;
- Effetto limitato della politica monetaria sulla ripresa del PIL e sui tassi di *default*;
- Tensioni politiche che conducono a una maggiore frammentazione commerciale; ritardi di realizzazione del piano europeo;
- Rinnovata tendenza delle revisioni negative degli utili, innescate, per esempio, dai risultati del secondo e terzo trimestre;
- Rischio di una seconda ondata della pandemia (come osservato in Cina).

Caso alternativo n. 2 (probabilità del 25%)

- Solida ripresa a forma di V già nel secondo semestre 2020;
- Nessuna seconda ondata della pandemia;
- Revisioni positive degli utili nel secondo semestre 2020;
- Continuo miglioramento della riduzione della disoccupazione negli Stati Uniti e distruzione limitata dei posti di lavoro in Europa;
- Nessun aumento significativo dei tassi di *default*.

ASSET ALLOCATION

SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE

CLASSI DI ATTIVI

Azioni

- Lieve sottopeso che riflette una visione costruttiva ma riconosce una ripresa marcata e valutazioni elevate;
- Focus mantenuto sulla qualità e sulla visibilità, ma una visione più neutrale sui titoli difensivi rispetto a quelli ciclici;
- Preferenza per azioni statunitensi (sede di leader nel settore della tecnologia, miglior *momentum* negli EPS) rispetto a Europa e Giappone;
- Nell'ambito delle economie emergenti, preferenza per la Cina (tendenze a lungo termine su tecnologia, classe media).

Reddito fisso

- Mantenere il *carry* nonostante la contrazione degli *spread*, sulla scia del sostegno delle banche centrali e di un aumento dei tassi di *default* più limitato di quanto previsto dalle agenzie di *rating*;
- Convinzione positiva su debito IG societario, debito finanziario subordinato e HY BB;
- Selettività nel debito emergente dati i fondamentali macro, il rischio pandemico e i margini di manovra della politica;
- Aumento della *duration* in considerazione dell' impegno delle banche centrali a mantenere bassi i tassi e per ridurre il *drawdown* dei portafogli.

Valute e metalli preziosi

- Incremento della vulnerabilità del dollaro USA rispetto all'euro man mano che il rischio politico si riduce in Europa e aumenta negli Stati Uniti, mentre il differenziale dei tassi e i costi di copertura sono ai minimi degli ultimi 5 anni;
- L'oro è vulnerabile al sentiment di propensione al rischio, ma rimane comunque una buona copertura in considerazione dei rischi residui.

CONVINZIONI CHIAVE

AZIONI	GIUDIZIO TATTICO (CT)	GIUDIZIO STRATEGICO (LT)
REGIONI GEOGRAFICHE		
EUROPA	-/=	=
STATI UNITI	=/+	=/+
GIAPPONE	-/=	-/=
ME GLOBALI	=/+	+
AMERICA LATINA	-/=	=
ASIA ESCLUSO GIAPPONE	=/+	=
CINA	+	+
STILI		
GROWTH	=	=/+
VALUE	-/=	-/=
QUALITÀ	=/+	+
CICLICI	=	-/=
DIFENSIVI	=	=/+
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 AMERICA LATINA USD	=/-	=/-
CREDITO ASIA USD	=	+
OBBL. CINESI CNY	=/+	+
CAMBI		
STATI UNITI (USD)	=/+	-
EUROZONA (EUR)	=/-	+
REGNO UNITO (GBP)	=	=
SVIZZERA (CHF)	=	=
GIAPPONE (JPY)	+	=
BRASILE (BRL)	=	=
CINA (CNY)	=	=/+
ORO (XAU)	=/-	+

Fonte: Indosuez Wealth Management.

MONITOR DEI MERCATI

PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI

DATI AGGIORNATI AL 16 GIUGNO 2020

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	3.124,74	6,90%	-3,28%
FTSE 100 (Regno Unito)	6.242,79	4,01%	-17,23%
Stoxx Europe 600	363,33	7,02%	-12,63%
Japan Topix	1.593,45	7,23%	-7,43%
MSCI World	2.219,10	7,65%	-5,91%
Shanghai SE Composite	4.014,57	1,47%	-2,00%
MSCI Emerging Markets	989,87	6,99%	-11,20%
MSCI Latam (America Latina)	1.944,42	20,91%	-33,36%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	207,85	5,27%	-22,32%
MSCI Asia Ex Japan	642,07	5,34%	-6,71%
CAC 40 (Francia)	4.952,46	11,09%	-17,16%
DAX (Germania)	12.315,66	11,20%	-7,04%
MIB (Italia)	19.625,63	15,21%	-16,51%
IBEX (Spagna)	7.495,30	13,41%	-21,51%
MSI (Svizzera)	9.842,56	2,77%	-7,29%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.706,00	4,34%	-2,37%
Oro (USD/Oncia)	1.726,53	-1,06%	13,79%
Greggio WTI (USD/Barile)	38,38	18,09%	-37,14%
Argento (USD/Oncia)	17,65	-1,34%	-1,50%
Rame (USD/Tm)	5.728,50	6,97%	-7,22%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	1,61	-11,80%	-26,27%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (in punti)	VARIAZIONE YTD (in punti)
VIX	33,67	3,14	19,89

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	1,07	0,96%	-1,30%
GBP/USD	1,26	2,61%	-5,16%
USD/CHF	0,95	-2,06%	-1,58%
EUR/USD	1,13	3,12%	0,45%
USD/JPY	107,32	-0,36%	-1,19%

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (in pb)	VARIAZIONE YTD (in pb)
US Treasury 10A	0,75%	6,46	-116,47
Francia 10A	-0,05%	-3,40	-16,80
Germania 10A	-0,43%	3,70	-24,00
Spagna 10A	0,53%	-10,80	6,70
Svizzera 10A	-0,43%	8,30	4,30
Giappone 10A	0,01%	1,60	3,30

OBBLIGAZIONI CORPORATE	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	40,83	4,80%	-6,97%
Titoli di Stato in EUR	218,51	0,70%	0,44%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	193,88	5,95%	-4,81%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	295,34	5,23%	-2,84%
Titoli di Stato USA	325,06	-0,02%	5,51%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	50,62	4,52%	-2,26%

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

RENDIMENTI MENSILI DEGLI INVESTIMENTI, ESCLUSI I DIVIDENDI

MARTE 2020	APRILE 2020	MAGGIO 2020	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (16 GIUGNO 2020)
-6,44%	12,68%	6,81%	-2,00%	20,91%
-7,14%	10,80%	6,23%	-3,28%	7,65%
-12,24%	10,18%	4,63%	-5,91%	7,23%
-12,51%	9,00%	4,53%	-6,71%	7,02%
-13,47%	8,90%	3,62%	-7,43%	6,99%
-13,81%	6,24%	3,04%	-11,20%	6,90%
-14,80%	6,14%	2,97%	-12,63%	5,34%
-15,61%	5,95%	0,58%	-17,23%	5,27%
-21,58%	4,35%	-1,16%	-22,32%	4,01%
-34,63%	4,04%	-1,41%	-33,36%	1,47%

MIGLIORI



PEGGIORI

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

■ 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

GLOSSARIO

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 risultante 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.

LTV (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 mutuatari 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 stabili 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" ("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'attualità, 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) Services & Representations 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 erogino altri servizi in cui un'Entità o il Gruppo Crédit Agricole hanno o potrebbero avere un interesse diretto o indiretto, l'Entità darà la priorità all'interesse dell'investitore.

Alcuni investimenti, prodotti e servizi, compresa la custodia, possono essere soggetti a restrizioni legali e normative o non essere disponibili in tutto il mondo senza restrizioni, tenendo conto della legge del paese di origine del potenziale investitore, del suo paese di residenza o di qualsiasi altro paese con cui possa avere legami. In particolare, i prodotti o servizi menzionati nell'opuscolo non sono destinati ai residenti negli Stati Uniti d'America e in Canada. I prodotti e servizi menzionati possono essere offerti da Entità secondo le loro condizioni contrattuali ed i loro prezzi, nell'osservanza delle leggi e dei regolamenti applicabili ed in via subordinata alla loro autorizzazione. Tali prodotti e servizi possono essere modificati o ritirati in qualsiasi momento senza preavviso.

Per ulteriori informazioni, si prega di contattare il proprio Relationship Manager.

Ai sensi della normativa vigente, ogni Entità mette a disposizione l'Opuscolo:

- in Francia: 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 Lancereaux 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 56S00341;
- 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;
- in Libano: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Switzerland (Lebanon) SAL, Borj Al Nahar bldg., 2nd floor, Martyrs' Square, 1107-2070 Beirut, Libano. L'Opuscolo non costituisce un'offerta e non rappresenta materiale di marketing nell'accezione dei regolamenti libanesi applicabili;
- 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) Services & Representations 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.

© 2020, CA Indosuez (Switzerland) SA - Tutti i diritti riservati.

Crediti fotografici: iStock.

Finito di redigere il 17.06.2020.

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.

