

Documento di Marketing

MONTHLY HOUSE VIEW

Febbraio 2021

Focus

Inflazione: troppo presto per essere vero?

01• Editoriale	P3
IL RISCHIO POLITICO È DAVVERO SVANITO?	
02• Focus	P4
INFLAZIONE: TROPPO PRESTO PER ESSERE VERO?	
03• Macroeconomia	P6
UN DIVARIO DI CRESCITA SEMPRE PIÙ AMPIO	
04• Reddito fisso	P8
TUTTI GLI OCCHI PUNTATI SULLA CURVA DEI RENDIMENTI AMERICANI	
05• Azioni	P10
UN ENTUSIASMO PALPABILE SUI MERCATI AZIONARI	
06• Cambi	P12
LA TENDENZA RIBASSISTA DEL DOLLARO USA NON SI È INVERTITA, È SOLO IN PAUSA	
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

IL RISCHIO POLITICO È DAVVERO SVANITO?

Cara Lettrice, caro Lettore,

Le cicatrici lasciate dalla pandemia sono visibili ovunque, salvo forse sulle quotazioni azionarie...

Sostenuti in un primo momento dalle politiche monetarie e fiscali ed in seguito dagli annunci correlati allo sviluppo dei vaccini, i mercati hanno finito per concentrarsi soltanto sulle buone notizie e sembrano immuni da timori ed incertezze.

Vi sono tuttavia molteplici ragioni per essere più prudenti adesso, che alla fine dello scorso anno: una nuova ondata di contagi imputabile alla variante britannica, un *trend* macroeconomico che potrebbe deludere nel primo trimestre ed un rimbalzo al termine del 2020 che ha già anticipato un potenziale recupero dei risultati, lasciando fondamentalmente pochi margini per spiacevoli sorprese.

Nel 2021 potrebbe però bussare alla porta un altro ospite indesiderato: il rischio politico. Gli ultimi mesi e trimestri sono stati segnati da un'attualità politica sempre positiva, con l'accordo sul piano europeo per la ripresa, la vittoria senza troppe complicazioni di Joe Biden ed infine l'intesa all'ultimo minuto sulla Brexit. Tuttavia, i fattori d'incertezza su tale fronte potrebbero riemergere, a partire dall'Europa. Anche se i mercati sono avvezzi ad un regolare ritorno dell'instabilità politica in Italia, il tasso decennale del Paese non include rischi significativi. In autunno si concluderà il regno di Angela Merkel, mentre più tardi in Francia entrerà nel vivo la prossima corsa alla presidenza.

Fuori dai confini europei, l'ingenuo ottimismo risultante dalle elezioni americane si scontrerà gradualmente con la realtà: l'acceso antagonismo tra Cina e Stati Uniti è destinato a persistere anche dopo l'uscita di scena di Donald Trump. La disputa si sposterà però in nuovi ambiti, nello specifico quello tecnologico e le sue implicazioni geo-strategiche. Infine, la grande stabilità politica cinese non è sinonimo di assenza di rischi per gli investitori, come dimostra l'impatto delle decisioni di Pechino su diverse grandi società nazionali quotate.

Se, tuttavia, tale fattore si rivelasse decisivo, come sarebbe integrato in termini d'allocazione ed in che modo dovremmo posizionarci? Finché non si intravedono rischi sistemici sul versante politico, dovremo convivere con questa potenziale fonte di volatilità, evitando un approccio a breve termine.

Infatti, saranno l'evolversi della pandemia, le campagne vaccinali e le attese economiche a determinare nel breve periodo l'eventuale ritorno di una maggiore volatilità sui mercati. Tuttavia, l'obiettivo di vaccinare tra il secondo ed il quarto trimestre il 50% della popolazione in gran parte dei Paesi contribuisce a mantenere un giudizio costruttivo. Dalla velocità o dal ritardo nell'attuazione di tali misure dipendono in definitiva le sorti dei mercati, ovvero se prevarrà nei prossimi mesi l'ottimismo o se gli investitori dovranno rivedere al ribasso le aspettative sui risultati delle società nel primo trimestre.



Data la gravità dello shock legato alla COVID-19 sulla domanda interna, oggi l'inflazione è storicamente debole nei mercati maturi (stimata allo 0,8% nel 2020) ed inferiore al livello del 2019 (3,2% nel 2020) per le economie BRIC¹. Molteplici fattori temporanei esercitano già una pressione rialzista sui prezzi, che si intensificherà nei mesi a venire. Questa dinamica è destinata a durare?

CRESCENTI ASPETTATIVE D'INFLAZIONE SU ENTRAMBE LE SPONDE DELL'ATLANTICO

Negli scorsi mesi le aspettative d'inflazione sono sensibilmente aumentate negli Stati Uniti (tasso *inflation swap forward 5Y5Y* al 2,3%, si veda il Grafico 1); le prospettive di un vaccino e di un piano fiscale a trazione democratica hanno infatti rilanciato le anticipazioni di una ripresa più sostenuta di prezzi ed attività. Inoltre, la maggiore tolleranza della Fed, attraverso il nuovo meccanismo che mira ad un'inflazione media, ha accresciuto le incertezze sui prezzi.

Lo stesso non si può dire dell'Area Euro dove le aspettative, seppure in crescita, permangono ben al di sotto del 2%. Nei prossimi mesi, tuttavia, una serie di eventi occasionali spingerà l'inflazione sopra tale soglia (ritorno all'aliquota IVA standard ed imposte sull'energia in Germania, meteo sfavorevole ed effetti di calendario straordinari in Francia). Anche nel Regno Unito si prevedono forti pressioni inflazionistiche, imputabili in parte alla revoca dell'IVA ridotta a fine marzo ma anche alle numerose barriere non tariffarie imposte dall'Unione europea (UE) (interruzioni dell'offerta, maggiori costi di trasporto, ecc.).

RINCARO DELLE MATERIE PRIME NON ALIMENTARI PER MANTENERE LA PRESSIONE SUI PREZZI ALLA PRODUZIONE

I recenti indici PMI hanno mostrato incrementi dei prezzi per i fattori di produzione derivanti da materie

prime sempre più care. I prezzi di queste ultime dovrebbero continuare a salire nel 2021, di pari passo con l'atteso rimbalzo economico. I prezzi del petrolio hanno iniziato la loro lunga scalata a novembre 2020, accelerando ulteriormente dopo la recente decisione presa dai membri dell'OPEC² di limitare l'offerta nei primi mesi del 2021. Al di là dei notevoli effetti di base previsti nella primavera del 2021, in linea con il crollo da marzo ad aprile 2020, i prezzi del petrolio restano in ritardo (-15% rispetto alla media del 2019). Pertanto, vi è ancora spazio per un loro aumento nel 2021, man mano che la ripresa economica acquisisce vigore. I prezzi di altre materie prime hanno già superato i livelli pre-crisi e dovrebbero proseguire la loro ascesa nel 2021, per quanto ad un ritmo meno sostenuto. È il caso del minerale di ferro e del rame, trainati dalla maggiore domanda cinese e dalle restrizioni alle attività estrattive (Perù, Brasile) che hanno frenato l'offerta. Tali restrizioni saranno revocate nel 2021, mentre la domanda di metalli resistenti dovrebbe permanere solida.

DINAMICHE SUL MERCATO DEL LAVORO: IMPATTI DIVERGENTI SUI PREZZI NELLE ECONOMIE MATURE

La debolezza sul mercato del lavoro è un elemento centrale del nostro scenario inflazionistico e, sebbene a diversi livelli, dovrebbe persistere fino al 2022. Tale condizione sarà un problema soprattutto nelle economie europee, in quanto le misure varate dai governi hanno posticipato l'impatto di un calo dell'attività sulla disoccupazione (che, secondo le stime della BCE, resterà superiore al 7% nell'Area Euro fino al 2023).

GRAFICO 1: ASPETTATIVE D'INFLAZIONE DEGLI INVESTITORI*, %



* Forward swap indicizzati all'inflazione 5Y5Y. Fonti: Refinitiv, Indosuez Wealth Management.

1 - Brasile, Russia, India e Cina.

2 - Organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio.

6,7%

tasso di disoccupazione in dicembre negli Stati Uniti

Sul mercato del lavoro statunitense la correzione si è già in larga misura manifestata (il tasso di disoccupazione è sceso dal 15% di aprile 2020 al 6,7% di dicembre, a fronte di un valore pre-COVID-19 sotto il 4%). Dopo una drastica flessione in primavera, dall'estate i salari americani hanno ripreso a crescere (+2% su base annua a novembre, si veda il Grafico 2), recuperando quasi tutto il terreno perso, ma ad un ritmo più lento rispetto a prima della crisi. La progressione dovrebbe rimanere modesta fino a quando la disoccupazione non tornerà sui livelli antecedenti l'emergenza (al 4,2% entro il 2022 stando alle proiezioni della Fed). Questa recente accelerazione dei salari nominali non si è finora tradotta in un incremento degli indici dei prezzi al consumo, soprattutto perché la produttività statunitense è salita a quasi il 5% (dato annualizzato nel T3 2020).

Vi sono però due potenziali rischi di rialzo: innanzitutto il personale in cassa integrazione (40% di chi ha perso il lavoro a dicembre) potrebbe essere reimpiegato prima del previsto, accelerando il recupero sul mercato del lavoro. Il secondo riguarda la promessa elettorale dell'amministrazione Biden, che intende innalzare il salario minimo federale a 15 dollari l'ora (dal 2009 pari a 7,25 l'ora). Alcuni Stati e società lo hanno già aumentato.

IL CALO DEI PREZZI ALIMENTARI PESA SULL'INFLAZIONE NEI PRINCIPALI MERCATI EMERGENTI

Il rialzo dei prezzi alimentari, che dalla fine del 2019 a metà del 2020 aveva messo sotto pressione i prezzi soprattutto sui mercati emergenti, ha perso slancio. Questo spiega in parte la tendenza opposta dell'inflazione nelle economie BRIC rispetto a quelle mature. Le previsioni indicano un calo generalizzato

nel 2021 (si veda il Grafico 3) eccetto in Brasile, in ragione di un tasso di cambio permanentemente debole e specifici shock sul fronte dell'offerta legati alla COVID-19 (il real brasiliano si è svalutato del 20% nel 2020).

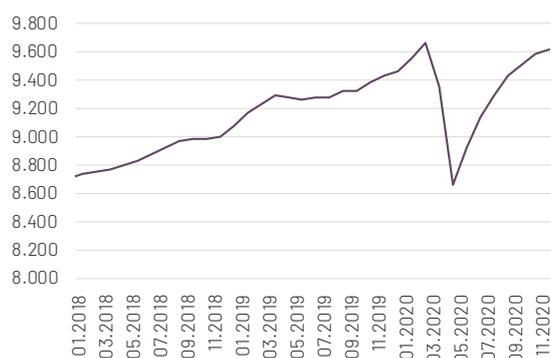
In Cina la maggiore domanda interna ed i più alti costi energetici sosterranno i prezzi, ma la migliore offerta alimentare (in particolare carne di maiale dopo la peste suina africana del 2020) ne limiterà l'ascesa.

CONCLUSIONE: TOLLERANZA DELLE BANCHE CENTRALI ALL'INFLAZIONE NEL 2021

Nel complesso, è presente un rischio di rialzo dell'inflazione statunitense nel 2021, poiché la rapida correzione sul mercato del lavoro ed il potenziale aumento del salario minimo esercitano pressioni sui prezzi prima di quanto atteso. Situazione diversa in Europa, dove il rallentamento dell'occupazione è molto lontano da quello dell'attività. Tuttavia, nel 2021 i prezzi europei saliranno temporaneamente sotto l'impulso di fattori esogeni, quali le limitazioni all'offerta o i costi energetici.

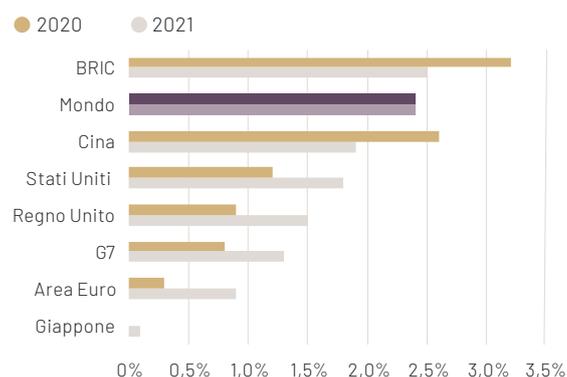
Per quanto i tassi d'interesse dovrebbero restare a lungo ridotti, se il recupero trainato dai vaccini dovesse concretizzarsi in tempi più brevi e con maggiore vigore del previsto, l'inflazione assumerà un'importanza crescente per le banche centrali. Ciononostante, nel 2021 queste ultime si concentreranno sul sostegno all'attività economica ed alla spesa pubblica. Infine, va anche detto che un *overshoot* dell'inflazione sarebbe un problema di gran lunga migliore per le banche centrali rispetto all'attuale spinta deflazionistica risultante dal virus (soprattutto nelle economie altamente indebitate).

GRAFICO 2: RETRIBUZIONE USA: SALARI E STIPENDI, MILIARDI DI DOLLARI



Fonti: Bureau of Economic Analysis statunitense, Indosuez Wealth Management.

GRAFICO 3: PREVISIONI SULL'INFLAZIONE, %



Fonti: Focus Economics forecasts (dic. 2020), Indosuez Wealth Management.



Ad eccezione del motore industriale cinese, la recrudescenza della pandemia ha avuto un impatto negativo sui dati economici ufficiali, seppur meno grave di quanto temuto. A dicembre 2020 la produzione industriale è aumentata di oltre il 7% su base annua in Cina, mentre negli Stati Uniti e nell'Area Euro è diminuita rispettivamente del 3,6% e 0,6% su base annua, le flessioni più contenute da febbraio. Sul versante della domanda, le vendite al dettaglio hanno rallentato rispetto al mese precedente, rivelandosi inferiori alle attese del mercato in Cina (+4,6% su base annua), Stati Uniti (+2,9%) e Giappone (+0,7%). Dall'Europa sono giunti a sorpresa dati più solidi, soprattutto in Francia (una stima del +15% su base annua a dicembre grazie alla riapertura dei negozi) e Germania (5,6% in vista dell'aumento dell'IVA a gennaio).



> 1.000
MILIARDI
di dollari
di stimoli fiscali
per l'economia
statunitense
nel 2021

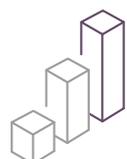
I CONSUMI PRIVATI COME PRINCIPALE MOTORE DELLA CRESCITA USA

Guardando avanti, la ripresa appare più robusta negli Stati Uniti, con i consumi privati che dovrebbero essere il principale motore della crescita nel primo semestre del 2021. I risparmi personali sono progressivamente scesi nel Paese dopo il picco di aprile 2020 (dal 34% al 12,9%), ma restano eccezionalmente elevati. In quest'ottica, gli aiuti fiscali per 900 miliardi di dollari USA introdotti a dicembre 2020 dovrebbero stimolare la domanda già nel T1 2021, in particolare poiché sono rivolti alle famiglie meno abbienti, con maggiori pensioni al consumo. Tali misure dovrebbero

alleviare gli effetti causati dalla recente impennata dei contagi e dall'aumento delle richieste di sussidi alla disoccupazione (900 mila a metà gennaio rispetto alle 782 mila a fine 2020). Il nuovo piano proposto da Biden ed attualmente in discussione prevede fondi per 1.900 miliardi di dollari da destinare *in primis* alle fasce a minor reddito: aumento dei pagamenti diretti (da 600 a 2.000 dollari), maggiori sussidi federali settimanali alla disoccupazione (da 300 a 400 dollari) e loro proroga fino a settembre, salario minimo federale più alto, con l'obbligo per i datori di lavoro di offrire congedi per malattia retribuiti durante la pandemia, crediti d'imposta per famiglie a reddito medio e basso e, infine, estensione a settembre della moratoria contro gli sfratti. Il pacchetto sarà

ridimensionato, ma alcuni elementi chiave (incentivi, sussidi alla disoccupazione e salario minimo) potrebbero essere approvati con un iter rapido, senza che siano necessari i voti dei repubblicani. Secondo le stime del Congressional Budget Office (CBO), il nuovo programma di sostegno, se attuato come previsto, potrebbe incrementare il PIL di circa 1.100 miliardi di dollari (5%).

In Europa le campagne di vaccinazione procedono al rilento rispetto agli Stati Uniti (Grafico 4), mettendo a rischio la normalizzazione dell'attività economica entro l'estate. Nei primi tre mesi si prospetta una crescita modesta, ma l'attività dovrebbe risalire nel secondo semestre del 2021 con l'aumento del numero di vaccinati, la revoca delle limitazioni ai viaggi e l'erogazione di contributi a fondo perduto/prestiti alle economie fragili nell'ambito del Recovery Fund europeo da 750 miliardi di euro. Per quanto non si intraveda alcuna ripresa a V, nel 2021 si prevede un'espansione dell'Area Euro di circa il 4% (dopo un declino stimato di oltre il 7% nel 2020). Le prospettive sul breve termine per l'economia britannica sono anch'esse cupe, penalizzate da restrizioni particolarmente rigide nonostante l'accordo sulla Brexit siglato in extremis a dicembre. Tuttavia, il programma di vaccinazione è sulla buona strada per conseguire l'obiettivo dei governi, ovvero allentare il lockdown da metà febbraio (rispetto a marzo in Germania).



Area Euro
crescere del
4%
nel 2021

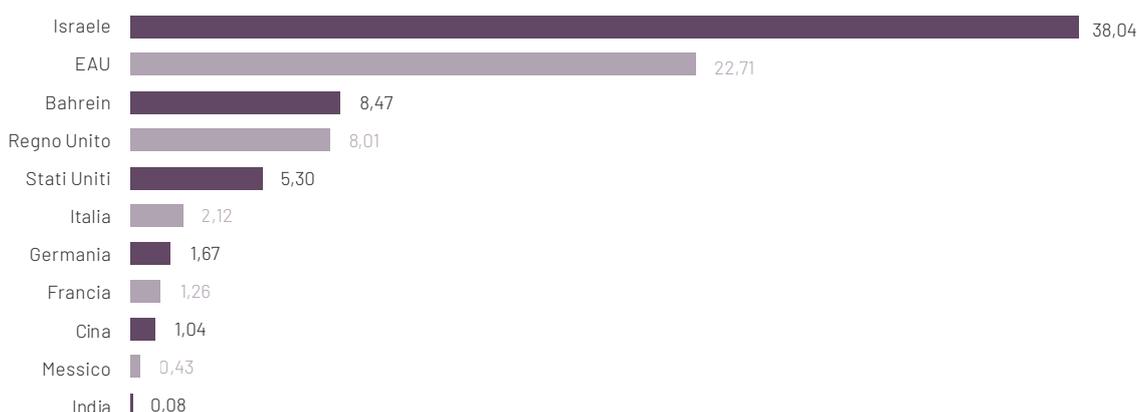


prima di fine febbraio, mentre i consensi del primo ministro Suga crollano (dal 74% al 42% in tre mesi). Di conseguenza, le elezioni saranno probabilmente posticipate al tardo autunno. Tuttavia, sono anche presenti rischi di rialzo per la crescita del PIL nel 2021; oltre all'introduzione degli stimoli fiscali da 700 miliardi di dollari USA approvati a fine 2020, il Paese beneficia di un'esposizione commerciale equilibrata alla ripresa economica cinese (23% delle esportazioni totali) e statunitense (11%). Le esportazioni cinesi continuano a crescere (18% su base annua a dicembre), trainate dagli articoli legati alla COVID-19 e dai focolai invernali nella maggior parte delle economie mature. In vista delle tensioni commerciali a livello globale attese nell'anno, è importante notare che sono soprattutto la Germania (esportazioni verso la Cina in aumento del 14% su base annua a novembre), gli Stati Uniti (+40%), la Corea del Sud (+3%) ed il Giappone (+3,8%) a trarre vantaggio dalle maggiori importazioni cinesi (+6,5% su base annua a dicembre).

ESPORTAZIONI CINESI A GONFIE VELE

Spostandoci infine in Asia, nel 2021 il Giappone esibirà il rimbalzo macroeconomico meno significativo (2%), ma dopo un calo stimato del PIL nel 2020 più contenuto (5%). Dato il tradizionale scetticismo dei cittadini, la campagna di vaccinazione non inizierà

GRAFICO 4: VACCINI CONTRO LA COVID-19 SOMMINISTRATI GIORNALMENTE OGNI 100 PERSONE



Fonti: Our World in Data (aggiornamento del 21.01.2021), Indosuez Wealth Management.

TUTTI GLI OCCHI PUNTATI SULLA CURVA DEI RENDIMENTI AMERICANI



Dopo un 2020 straordinario in termini di volatilità, chiuso con solide performance dei mercati, il 2021 è iniziato con tassi prossimi a minimi storici e premi di rischio compressi. Il quadro economico permane incerto nelle economie mature, mentre i Paesi asiatici sono nella maggior parte dei casi tornati a crescere. In questo contesto, permangono sacche di valore nell'universo del reddito fisso.

Il principale mercato dei tassi USA ha aperto l'anno in rialzo, con i Treasury decennali che hanno raggiunto a gennaio l'1,17%, un massimo da febbraio 2020. Ancora più importante è stato l'irripidimento della curva dei rendimenti a 2-10 anni, passata dallo zero all'1%, un livello visto l'ultima volta ad aprile 2017. I rendimenti sono sospinti dalla prospettiva di maggiori stimoli fiscali introdotti dall'amministrazione Biden negli Stati Uniti. Questo incremento dei rendimenti a lungo termine riflette sia il migliore *outlook* per l'economia sia il potenziale sostegno delle previsioni inflazionistiche, poiché vari contributi federali saranno trasferiti direttamente ai consumatori statunitensi.

Inoltre, non avendo la Fed intenzione di controllare la curva dei rendimenti, potrebbero emergere strategie di protezione che si «autorealizzano». L'irripidimento potrebbe quindi proseguire, ma di strada ne ha già percorsa molta ed i mercati ormai scontano aspettative di inflazione superiori al 2%. Pertanto, l'ascesa dei rendimenti è probabilmente limitata e non possiamo aspettarci, nell'immediato futuro, che tale movimento sia il preludio di un netto rialzo. Infatti, per guadagnare vigore e colmare il divario di produzione, la ripresa necessita di rendimenti reali saldamente negativi. In ogni caso, gli investitori continueranno a concentrarsi su questo aspetto centrale nei prossimi mesi e su come reagirà la Fed ad un eventuale ulteriore irripidimento.

LE PROSPETTIVE MACROECONOMICHE MINACCIATE DALLA PANDEMIA

Alla fine del 2020, con l'accordo sulla Brexit, i rendimenti europei sono saliti di alcuni punti base, ma non sono stati influenzati dal trambusto proveniente dagli Stati Uniti. Sull'*outlook* macroeconomico ha pesato ancora la crisi legata alla COVID-19, oltre alle misure restrittive più rigorose o i nuovi confinamenti imposti in molteplici Paesi. Per ora non sono previsti ulteriori stimoli fiscali a livello dell'UE. Quest'anno la scena politica sarà di nuovo importante in Europa, con le dimissioni dell'esecutivo in Olanda, una coalizione più fragile in Italia, un nuovo primo ministro tedesco in autunno e, infine, l'inizio della corsa all'Eliseo in Francia nel 2022. I recenti sviluppi politici in Italia non hanno minato il rally degli *spread* periferici, grazie alle prospettive di finanziamenti comuni nell'UE.

Nelle economie mature i mercati del credito si sono rivelati molto robusti nei primi giorni di negoziazione del 2021, sospinti dalla solidità dei listini azionari, da afflussi costanti e dall'assenza di rischi specifici all'orizzonte. In un contesto segnato da un *carry* molto basso, anticipiamo un periodo di pausa per il mercato europeo, mentre aumenterà l'interesse per quello *investment grade* (IG) statunitense alla luce di crescenti rendimenti. I mercati *high yield* (HY) restano al primo posto tra le nostre convinzioni d'investimento, grazie al *carry* superiore ed all'attesa compressione degli *spread*, con i *default* che non dovrebbero raggiungere i livelli previsti dalle agenzie di *rating*. Il punto critico di questa crisi sarà indubbiamente molto inferiore ai massimi osservati nel 2008, mentre l'incertezza persisterà più a lungo a causa dei possibili ritardi nella riapertura delle economie.

Dopo l'ondata di declassamenti durante la scorsa primavera, il *rating drift* (si veda il Grafico 5) risulta più favorevole e le strategie volte a risanare i bilanci si tradurranno nei prossimi trimestri in revisioni al rialzo.

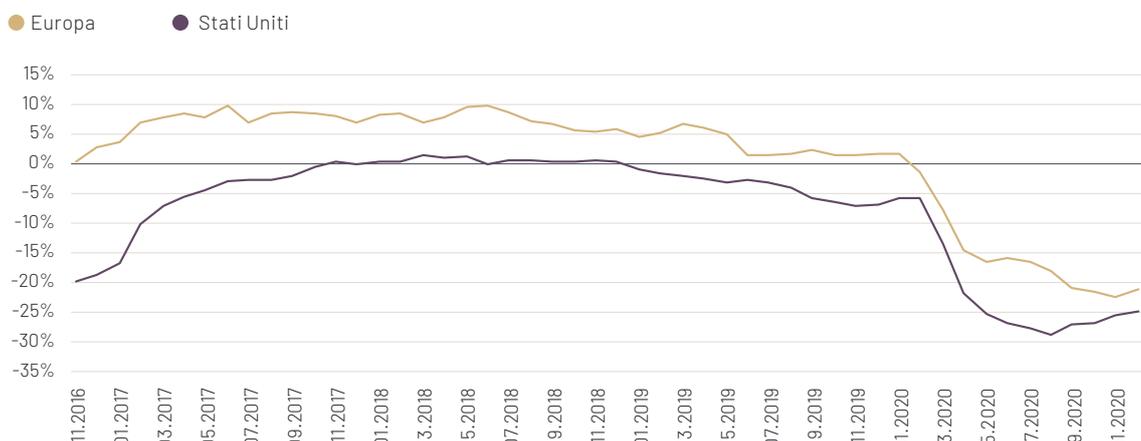
IL 2021 È L'ANNO DEL BUE DI METALLO

Con la Cina che si appresta ad inaugurare l'anno del bue di metallo, il nostro giudizio sul mercato obbligazionario asiatico permane costruttivo. In questa regione, il mercato del credito è maturato negli ultimi 10 anni, con una crescita delle attività finanziarie dal 2010 pari al +380%. All'interno dell'universo emergente, quelli asiatici sono tradizionalmente percepiti come «mercati di qualità». Le relative obbligazioni offrono interessanti premi di rendimento rispetto ai mercati maturi o ai titoli di debito globali con caratteristiche simili. L'*asset allocation* asiatica degli investitori esteri risulta in netto aumento e le recenti sanzioni inflitte dagli Stati Uniti a specifiche società cinesi non hanno portato ad una diffusione generalizzata del sentiment di rischio.

Spostandoci in America Latina, il 2020 si è chiuso con una solida performance, poiché è proseguita la ricerca di rendimento. La categoria sembra vicina ad un prezzo equo, soprattutto dato il perdurare dei rischi associati alla COVID-19. Essa è stata sostenuta dal *carry* relativo delle numerose obbligazioni con rendimenti sotto zero presenti sui mercati maturi, nonché da fattori tecnici positivi quali un'offerta equilibrata e finanziamenti netti negativi.

Crescita delle attività finanziarie pari al **+380%** sui mercati del credito asiatici dal 2010

GRAFICO 5: RATING DRIFT, %



Fonti: Moody's, Indosuez Wealth Management.

UN ENTUSIASMO PALPABILE SUI MERCATI AZIONARI



Si prevede che il 2021 sia un anno positivo per i mercati azionari, grazie alla distribuzione dei vaccini, la riapertura dei servizi e, infine, la ripresa economica. Ci attendiamo pregevoli rendimenti azionari nel nuovo anno, ma la forte performance da novembre (Grafico 6) ha già assorbito una parte rilevante del potenziale rialzo.

Tra i principali motori nel nuovo anno si confermano il deciso recupero degli utili (+25% per l'indice MSCI World) ed un *rating* stabile in termini di multipli P/E. Anche la politica monetaria dovrebbe restare accomodante ed è verosimile che siano introdotti ulteriori stimoli fiscali.

Tuttavia, il posizionamento estremo sui derivati e l'eccessivo ottimismo accentuano il rischio di una correzione sul breve termine ma, in questo caso, il ribasso dovrebbe essere contenuto.

STATI UNITI

Il Presidente eletto Joe Biden ha proposto un piano di sostegno da 1.900 miliardi di dollari, un impegno ambizioso data l'esigua maggioranza democratica al Congresso. Janet Yellen, possibile nuovo Segretario del Tesoro, ha affermato che, alla luce delle esigenze economiche e di tassi storicamente ridotti, la cosa più intelligente in questo momento è «agire in grande», prevedendo altri aiuti. Gli stimoli fiscali restano un elemento centrale per la dinamica rialzista delle azioni. Ma dalle parole di Yellen si evince anche che, nell'ambito dell'agenda democratica, Biden si concentrerà inizialmente sulla crescita anziché sugli aumenti delle imposte.

EUROPA

A nostro parere, quest'anno le regioni in ritardo recupereranno il terreno perso rispetto agli Stati Uniti, in particolare il mercato europeo. Le basse valutazioni e l'orientamento ciclico/sul beta potrebbero rappresentare i nuovi *driver*. La regione è inoltre all'avanguardia in ambito ESG (ambientale, sociale e di governance) e si prefigura come una valida alternativa per esporsi a Temi di crescita secolare, soprattutto quello del cambiamento climatico.



Crescita attesa degli utili sui mercati azionari europei del
+30%

Il nostro giudizio positivo sul mercato azionario europeo si basa sulla convinzione che ci sarà un recupero economico nel corso dell'anno, anche se la pandemia peserà nel breve periodo su attività e profitti. La stagione degli utili è alle porte e dovrebbe portare con sé nelle prossime settimane una certa volatilità. Tuttavia, quest'anno si prevede una crescita dei risultati superiore al 30%, con i mercati europei che dovrebbero essere tra i principali beneficiari di tale ripresa.

MERCATI EMERGENTI

Il 2021 si è aperto sotto buoni auspici per l'Asia e l'ampia liquidità globale dovrebbe favorire le azioni della regione. Conserviamo una visione costruttiva sulla Cina. Guardiamo con favore alla «*New Economy*» cinese ed al settore sanitario, che rivestono un carattere strategico sul lungo termine, nonché ad alcuni titoli industriali e ciclici dell'Asia.

Nel Sud-Est asiatico preferiamo al momento Singapore, Indonesia e le Filippine a Malesia e Thailandia. Sarà essenziale monitorare l'evolversi della pandemia, poiché potenziali *lockdown* e difficoltà nelle campagne di vaccinazione potrebbero generare in futuro una persistente volatilità.

In modo analogo all'Asia, i mercati emergenti (ME) globali dovrebbero beneficiare di un dollaro USA debole, valutazioni ragionevoli ed una discreta dinamica degli utili per azione (EPS).

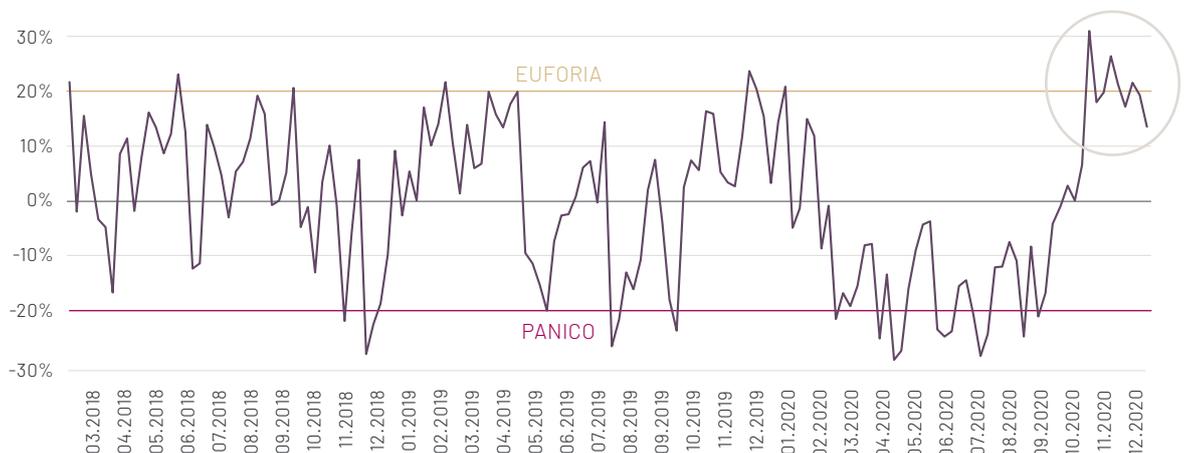
STILE E TEMI

Continuiamo a privilegiare un *mix* di titoli ciclici/ *Smart Value* supportati da PIL più solidi e da una curva dei rendimenti più ripida.

Tra gli altri criteri per rafforzare e variare la medesima tendenza sottostante vi sono anche il beta più elevato e la minore capitalizzazione.

A queste posizioni abbiamo affiancato titoli appartenenti a Temi di crescita secolare come «sviluppo sostenibile» o «tecnologia dirompente».

GRAFICO 6: INDICE BULL/BEAR*, %



* Il numero di investitori rialzisti rispetto a quelli ribassisti si colloca su recenti record e riflette un eccessivo ottimismo.
Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

LA TENDENZA RIBASSISTA DEL DOLLARO USA NON SI È INVERTITA, È SOLO IN PAUSA



I primi giorni del 2021 hanno dato un po' di respiro al dollaro, grazie al posizionamento teso ed alla scalata dei rendimenti USA. Tuttavia, finché proseguirà il recupero post-crisi è probabile che il 2021 sia un altro anno negativo per il biglietto verde. I rendimenti reali americani fungeranno presumibilmente da importante sostegno per l'oro; intravediamo ancora rialzi per l'euro e lo yuan cinese dopo la pausa nel T1, mentre la sterlina inglese sarà frenata da nuovi ostacoli.

EURO (EUR)

Dopo un solido T4, con le speranze di un vaccino che hanno indotto i mercati a scontare una ripresa del commercio globale (della quale l'euro sarebbe tra i principali beneficiari data l'ampia base di esportazioni), la moneta unica ha iniziato il 2021 in affanno. Una battuta d'arresto imputabile a fattori provvisori, quali il peggioramento dei fattori tecnici per il dollaro (dovuto ad un posizionamento troppo esteso), una dinamica macro divergente da quella americana e l'arrivo anticipato dell'incertezza politica in Italia (che si sta placando, come avviene di solito). È ancora probabile che il 2021 si riveli un anno solido per l'euro se il commercio globale dovesse risalire. Inoltre, gli effetti dell'accordo sul fondo per la ripresa, raggiunto la scorsa estate, continueranno a sostenere la valuta, ma nel T1 2021 si prospetta un lieve consolidamento nel range 1,185-1,24.

DOLLARO USA (USD)

Nonostante gli sconvolgenti eventi di Washington, i mercati valutari si sono concentrati sugli ambiziosi stimoli del neo-presidente Biden e hanno lanciato un'ancora di salvezza al dollaro. Una volta digerito l'ulteriore debito richiesto, i rendimenti dei Treasury decennali hanno raggiunto l'1,19% e sostenuto il biglietto verde. Questa tregua cela una possibile correzione e rispecchia le domande chiave che si pongono i mercati: la nuova amministrazione e la Federal Reserve interverranno quest'anno per limitare i crescenti rendimenti obbligazionari e quando lo faranno? Con gli Stati Uniti chiamati a rinnovare un'emissione record di debito esistente da 8.000 miliardi di dollari prima di aggiungere ulteriore deficit annuo per 2.000 miliardi, a nostro parere la Fed non ha alternative: dovrà agire per mantenere i rendimenti bassi più a lungo. Tale intervento dovrebbe limitare i rimbalzi del dollaro, che proseguirà sulla via della sottoperformance.

EUR

nel 2021:
si preannuncia
un'ottima annata

Più ribasso
DELL'USD
rispetto allo
YUAN CINESE

YUAN CINESE (CNY)

A livello globale, i titoli di Stato cinesi sono gli unici ad offrire «rendimenti reali» ai gestori patrimoniali. Intravediamo a metà anno un'altra svalutazione del dollaro rispetto allo yuan cinese a circa 6,25, livello che risalirà a 6,35 nel 2022. Questa coppia dovrebbe essere ancora trainata da una maggiore disparità della ripresa ed i titoli di Stato cinesi (CGB) con rendimenti reali positivi continueranno a ricevere afflussi diretti esteri. Una dinamica che sarà ulteriormente sostenuta dalla prevista inclusione dei CGB nell'indice FTSE World Government Bond. Inoltre, è probabile che il Fondo monetario internazionale (FMI) aumenti nel T3 2021 la ponderazione del renminbi nel paniere dei diritti speciali di prelievo dal 10,9% al 13,9%. Alla luce degli attesi flussi di investimenti diretti esteri e riponderazioni degli indici, sarebbe opportuno sfruttare ogni episodio di debolezza.

STERLINA INGLESE (GBP)

A dicembre è stato siglato un accordo sulla Brexit, ma restano molte questioni irrisolte ed i negoziati sui servizi (molto importanti per Londra) non sono ancora iniziati. La sterlina è salita dopo che il governatore della Banca d'Inghilterra Andrew Bailey ha allontanato eventuali tagli futuri dei tassi. Tuttavia, le prospettive economiche sul lungo termine del Regno Unito permangono incerte. La sterlina resterà comunque bloccata fino a quando non sarà raggiunta un'intesa sullo scambio di servizi, con un potenziale secondo referendum per l'indipendenza scozzese che potrebbe rilanciare l'incertezza politica nel 2021. Al livello di 1,36/1,37, riteniamo che gran parte delle notizie positive sulla Brexit sia scontata e ci aspettiamo che la valuta rimanga al di sotto di 1,40.



ORO (XAU)

Riteniamo che l'anno in corso sarà molto favorevole per il prezzo dell'oro (dollari/oncia), in virtù della forte correlazione inversa con i rendimenti reali statunitensi a 10 anni (si veda il Grafico 7, rendimento dei Treasury decennali meno l'inflazione a 10 anni «scontata» dai Treasury indicizzati all'inflazione). Gli stimoli fiscali continueranno a reprimere i rendimenti reali americani, una situazione propizia alle aspettative di inflazione, visti soprattutto gli assegni destinati ai cittadini. Inoltre, la politica monetaria accomodante della Fed manterrà i tassi di interesse a lungo termine su livelli ridotti. Anche se un nuovo rally del 10-20% richiederebbe ulteriori shock economici e pur diffidando del recente «double top» tecnico a 1.960 dollari l'oncia, a nostro avviso è poco probabile che nel 2021 l'oro scenda sotto i minimi del T4 a 1.760.

GRAFICO 7: CONFRONTO TRA XAU/USD E RENDIMENTI REALI AMERICANI A 10 ANNI (INVERTITI)



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



INCERTEZZE

dovrebbe
prevalere
in T1



STRATEGIA DI ALLOCAZIONE

QUADRO MACROECONOMICO

- Un anno di ripresa macroeconomica con un crescente divario tra le regioni: in breve, accelerazione dell'Asia con in testa la Cina, Stati Uniti ben orientati ed Europa di nuovo in *lockdown*.
- Nel T1 dovrebbero prevalere le incertezze in Europa, con una terza ondata della pandemia e lente campagne di vaccinazione, seguite da un'accelerazione nel secondo semestre. Tuttavia, ci vorrà più tempo per tornare ai livelli del PIL pre-crisi.
- Negli Stati Uniti l'economia beneficia di un positivo *mix* di politica sia sul fronte monetario che su quello fiscale, con un Senato democratico che dovrebbe accrescere gli stimoli. I rischi potrebbero quindi giungere da un eccessivo irripidimento della curva dei rendimenti.
- In Asia, la Cina continua a sorprendere al rialzo, con una crescita del 6,5% su base annua nel quarto trimestre.
- Nel 2021 si prevede una crescita degli utili a due cifre, in recupero dai bassi livelli del 2020. Anticipiamo tassi di *default* in aumento fino a raggiungere il picco, ma comunque inferiori alle attese.

PRINCIPALI CATALIZZATORI DEL MERCATO

- Normalizzazione dell'inflazione: effetti di base tecnici sui prezzi energetici nel T2, possibile accelerazione in seguito. In generale, riteniamo che non ci siano ancora tutti gli elementi per un aumento sostenuto dell'inflazione: il tasso di disoccupazione si manterrà sopra i livelli pre-COVID-19 limitando le pressioni rialziste sui salari e la maggiore produttività risultante in particolare dall'innovazione tecnologica frenerà l'inflazione.
- L'irripidimento della curva dei rendimenti statunitense da questi livelli dovrebbe pertanto essere limitato: nell'anno è prevista una sua continuazione, ma a nostro parere l'attuale contesto macro depone a favore di una pausa.
- Le banche centrali dovrebbero restare accomodanti in questo scenario con una prevalenza di rendimenti reali negativi.
- La dinamica degli utili potrebbe essere rallentata ad inizio anno ma, nel complesso, dopo un 2020 molto negativo dovremmo assistere nel 2021 ad una crescita a due cifre in gran parte delle regioni, con possibili sorprese positive nei settori ciclici/*value*.

MESSAGGI DI ALLOCAZIONE

- Un anno di rotazione e valore relativo sui mercati azionari, con una ripresa dei titoli ciclici e *value* che dovrebbe proseguire di pari passo con il recupero economico. Rotazione anche a livello geografico, con una sovraperformance delle azioni internazionali rispetto a quelle statunitensi.
- Un anno di *carry* sui mercati del credito, con la ricerca globale di rendimento, il sostegno delle banche centrali ed il picco dei tassi di *default* che spingeranno gli investitori verso il segmento più rischioso dell'universo.
- Un anno di diversificazione sul fronte valutario.



Una visione
costruttiva sui
**MERCATI
EMERGENTI**

CONVINZIONI STRATEGICHE

- Manteniamo una visione costruttiva sugli attivi rischiosi nonostante le incertezze e le inquietudini sul breve termine.
- Un contesto propizio per i mercati emergenti, in particolare l'Asia, che permane una forte convinzione.
- Un giudizio più positivo a medio termine sull'Europa, in virtù della favorevole esposizione ai temi *value*/ciclici e strutturali (ambiente), sostenuti da solide aspettative di crescita degli EPS. Ciononostante, nel breve periodo potrebbero prevalere i timori, con investitori esteri alla larga dalla regione.

POSIZIONAMENTO SUL BREVE TERMINE

- I mercati azionari sembrano scontare gran parte delle recenti notizie positive. Senza tener conto dell'ondata pandemica, sul breve termine l'asimmetria potrebbe risultare meno favorevole per gli investitori, soprattutto in Europa.
- I mercati del credito offrono prevalentemente una strategia «*buy and hold*», con un minore potenziale di compressione degli *spread*.
- Gli *spread* periferici potrebbero essere più vulnerabili, in base all'esito delle vicissitudini politiche italiane.

FATTORI DI RISCHIO

- La direzione dei tassi statunitensi a lungo termine supporterà il proseguimento della rotazione azionaria.
- La terza ondata di contagi potrebbe causare delusioni e revisioni micro.
- Nel corso dell'anno il rischio geopolitico non svanirà ed in Europa potrebbe tornare alla ribalta l'incertezza politica.
- È opportuno monitorare i rischi normativi/di sanzioni, soprattutto nel settore tecnologico.

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.

08 • Monitor dei mercati (valuta locale)

PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI



DATI AGGIORNATI AL 20 GENNAIO 2021

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	1,08%	13,72	16,70
Francia 10A	-0,30%	0,90	3,90
Germania 10A	-0,53%	2,00	4,20
Spagna 10A	0,07%	0,20	3,00
Svizzera 10A	-0,45%	5,80	10,40
Giappone 10A	0,04%	2,80	1,90

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	45,10	0,65%	-0,33%
Titoli di Stato in EUR	221,74	-0,03%	-0,19%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	208,26	0,71%	0,58%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	319,94	1,13%	0,56%
Titoli di Stato USA	324,88	-0,21%	-0,31%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	52,84	-0,26%	-0,49%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	1,08	-0,52%	-0,39%
GBP/USD	1,37	1,19%	-0,12%
USD/CHF	0,89	0,15%	0,51%
EUR/USD	1,21	-0,66%	-0,90%
USD/JPY	103,54	-0,03%	0,28%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIATION 2020 (PUNTI)
VIX	21,58	-1,73	-1,17

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	3.851,85	4,39%	2,55%
FTSE 100 (Regno Unito)	6.740,39	3,77%	4,33%
Stoxx Europe 600	410,84	3,88%	2,96%
Topix	1.849,58	4,78%	2,49%
MSCI World	2.761,48	4,15%	2,66%
Shanghai SE Composite	5.476,43	9,37%	5,09%
MSCI Emerging Markets	1.400,97	11,36%	8,50%
MSCI Latam (America Latina)	2.467,23	1,82%	0,63%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	252,87	5,35%	4,81%
MSCI Asia Ex Japan	923,23	12,89%	9,53%
CAC 40 (Francia)	5.628,44	1,82%	1,39%
DAX (Germania)	13.921,37	2,46%	1,48%
MIB (Italia)	22.650,78	2,35%	1,88%
IBEX (Spagna)	8.204,10	1,62%	1,62%
SMI (Svizzera)	10.945,46	5,12%	2,26%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	4.168,00	-4,54%	-1,23%
Oro (USD/Oncia)	1.871,84	-0,06%	-1,40%
Greggio WTI (USD/Barile)	53,24	10,64%	9,73%
Argento (USD/Oncia)	25,77	-0,22%	-2,45%
Rame (USD/Tm)	8.044,50	2,56%	3,59%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	2,54	-2,65%	0,00%

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

	OTTOBRE 2020	NOVEMBRE 2020	DICEMBRE 2020	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (20 GENNAIO 2021)
MIGLIORI	2,76%	21,61%	11,60%	12,89%	9,53%
+	2,35%	13,93%	7,15%	11,36%	8,50%
	1,98%	13,73%	6,62%	9,37%	5,09%
	-1,19%	12,66%	6,32%	5,35%	4,81%
	-2,77%	12,35%	5,06%	4,78%	4,33%
	-2,84%	11,12%	4,14%	4,39%	2,96%
	-3,14%	10,75%	3,71%	4,15%	2,66%
	-4,52%	9,21%	3,10%	3,88%	2,55%
	-4,92%	7,98%	2,84%	3,77%	2,49%
PEGGIORI	-5,19%	5,64%	2,48%	1,82%	0,63%

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» («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 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 Comercio 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 22.01.2021.

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.

