

# MONTHLY HOUSE VIEW

Documento di Marketing - Marzo 2021

Focus

Ritorno al futuro per i prezzi del petrolio

• Sommario

01• Editoriale	P3
V.I.S.A.: UN NUOVO PARADIGMA DI MERCATO?	
02• Focus	P4
RITORNO AL FUTURO PER I PREZZI DEL PETROLIO	
03• Macroeconomia	P6
LA LEPRE E LA TARTARUGA	
04• Reddito fisso	P8
CURVA PIU' RIPIDA E SPREAD MAGGIORMENTE RIDOTTI	
05• Azioni	P10
LE AZIONI AI MASSIMI STORICI	
06• Cambi	P12
L'INSTABILITÀ DEL DOLLARO USA DESTINATA A DURARE	
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

Cara Lettrice, caro Lettore,

Dati gli eccellenti utili societari per il quarto trimestre pubblicati nelle scorse settimane, l'euforia dei listini azionari da inizio anno non ha teoricamente bisogno di spiegazioni.

Più in generale, tuttavia, sembra che siano altri fattori a dettare il ritmo sui mercati finanziari in questi giorni. È quella che abbiamo ribattezzato la sindrome V.I.S.A.:

Vaccini/Inflazione/Stimoli/Accomodamento:

- **Vaccini:** le campagne di vaccinazione procedono in ordine sparso e trainano attualmente le prospettive di crescita per il 2021. Stati Uniti e Regno Unito sono in netto vantaggio, mentre l'Area Euro risulta in ritardo.
- **Inflazione:** nell'arco di pochi mesi gli investitori sono passati dal timore di una recessione a quello di una ritrovata inflazione, con un conseguente rialzo dei rendimenti a lungo termine. Il rischio è che la loro reazione sia stata verosimilmente eccessiva: dopotutto, al di là degli effetti base nel breve periodo che avevamo anticipato, la disoccupazione resta elevata e le pressioni deflazionistiche dello scorso decennio persistono. Tuttavia, un nuovo equilibrio politica economica potrebbe però stravolgere la situazione.
- **Stimoli:** è sempre più probabile che negli Stati Uniti verrà raggiunto un accordo su un imponente pacchetto di stimoli fiscali, sullo sfondo di un'economia già in ripresa che dovrebbe concludere le vaccinazioni prima della metà dell'anno. Questo determina sia maggiori aspettative di crescita che paure di un eccessivo sostegno fiscale.
- **Accomodamento:** ci troviamo in una situazione insolita, segnata da un recupero molto rapido dell'economia americana, nonostante la Fed intenda mantenere la sua posizione accomodante fino al 2023. La reale preoccupazione dei mercati è quindi che la ripresa si tramuti in un surriscaldamento, inducendo la Fed ad abbandonare la sua politica di tassi a zero.

Dietro questa sigla potrebbe celarsi un cambio di paradigma o quanto meno un nuovo equilibrio, trainato dalla politica economica più prociclica di sempre in un'economia USA che quest'anno dovrebbe già crescere del 6%. In definitiva, è al momento impossibile stabilire se questo recupero produrrà un'accelerazione più marcata e duratura di salari ed inflazione. Una cosa però è certa: una ripresa più sostenuta dovrebbe tradursi in un celere calo della disoccupazione, che potrebbe nuovamente sollevare il problema di una normalizzazione dei tassi a breve termine. La Fed ha per ora escluso questa ipotesi.

Pertanto, in questo frangente gli economisti si interrogano su come valutare i rischi eventualmente risultanti dal sostegno fiscale chiesto a gran voce, ma i cui effetti positivi sulla crescita nel breve periodo potrebbero infine essere compensati da una normalizzazione monetaria.

I rendimenti a lungo termine non hanno atteso la risposta della Fed o degli economisti, e hanno iniziato ad irripidirsi fin dalla scorsa estate. Una dinamica dalla quale si possono trarre due insegnamenti. Il primo è più che altro un'amara realtà: la Fed non è onnipotente e soprattutto non controlla i rendimenti decennali. Il secondo è che i rendimenti a lungo termine non rispecchiano soltanto le aspettative di inflazione (susceptibili di perdere slancio), ma anche il vigore della ripresa (sospinta dagli stimoli).

Emerge una complessa equazione per gli investitori: restare fedeli alle obbligazioni che iniziano a stabilizzarsi o venderle per acquistare azioni più volatili, alcune delle quali non sono immuni dagli aumenti dei tassi? C'è ancora tempo per introdurre coperture o sono presenti stili azionari che beneficiano di questo contesto reflazionistico?

Sono questi i temi che approfondiremo nella presente *House View*.

Buona lettura a tutti!

## RITORNO AL FUTURO PER I PREZZI DEL PETROLIO

Dopo un rialzo superiore al 10% nello scorso mese, i prezzi del petrolio sembrano leggermente più avanti della ripresa economica, sostenuti in prevalenza dalle restrizioni dell'offerta. Guardando avanti, i fattori geopolitici confondono il quadro ma, attenendoci ai soli fondamentali, è poco probabile che le quotazioni continueranno a crescere all'attuale ritmo.

## IL GREGGIO SI RIPRENDERÀ PRIMA DELL'ECONOMIA?

I prezzi del Brent sono risaliti oltre la soglia dei 60 dollari USA al barile, dopo essere sprofondati sotto i 40 a novembre 2020, quando è stata annunciata l'efficacia del primo vaccino, e sotto i 20 ad aprile, all'apice della pandemia. Le quotazioni si avvicinano alle medie del 2019 (Grafico 1), sospinte principalmente da fattori momentanei.



Domanda di petrolio al  
**-9%**  
nel 2020

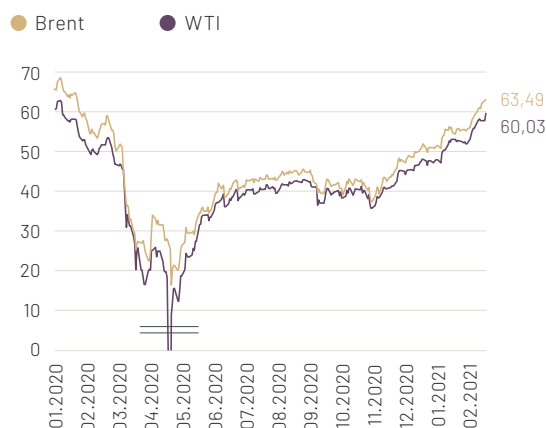
## METEO SFAVOREVOLE, CARTELLO E SHOCK DELL'OFFERTA INDOTTO DAL MERCATO

Nel 2020 la domanda globale di petrolio è crollata in media di 8,9 milioni di barili al giorno (-9%) a 92,3 milioni di barili, una delle flessioni più significative della storia. L'offerta ha sopravanzato ampiamente la domanda nel primo semestre del 2020, con scorte che hanno pertanto raggiunto livelli record. I prezzi sono diminuiti sotto il peso delle pressioni ribassiste, fino a quando non sono giunti in loro soccorso tre eventi inattesi:

- Date le scorte enormi e la minaccia di inaugurare il 2021 con nuovi *lockdown*, l'Arabia Saudita ha annunciato a gennaio un taglio di 1 milione di barili al giorno sulla produzione di febbraio e marzo.
- Il meteo di inizio anno eccezionalmente avverso, sia negli Stati Uniti che in Asia, ha frenato l'estrazione in Texas e spinto i produttori asiatici di elettricità a preferire i generatori a petrolio in seguito all'impennata dei prezzi del gas.
- L'ottimismo del mercato per un recupero della domanda una volta concluse le vaccinazioni ha dato impulso all'euforia del mercato per i consumi petroliferi.

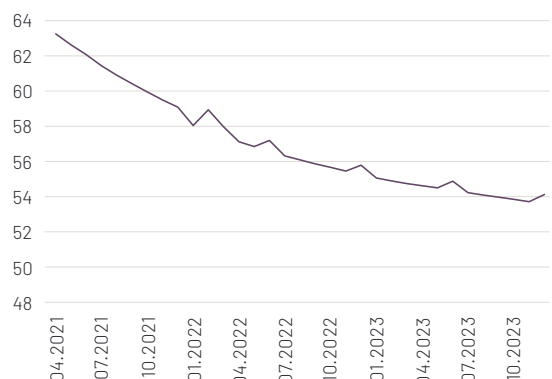
Con queste restrizioni all'offerta ed una domanda migliore del previsto, i prezzi sono aumentati e sul mercato del Brent si è affermata con forza la cosiddetta *backwardation*; in sostanza, il Brent consegnato ad aprile è scambiato a valori più alti rispetto alle consegne di novembre (Grafico 2), suggerendo che i *trader* anticipano la necessità di una maggiore produzione nel resto di quest'anno.

GRAFICO 1: PREZZI DEL PETROLIO, DOLLARI USA AL BARILE



Fonti: Refinitiv, Indosuez Wealth Management.

GRAFICO 2: CONTRATTI FUTURE SUL PETROLIO BRENT IN BACKWARDATION, DOLLARI USA AL BARILE



Fonti: Refinitiv, Indosuez Wealth Management.



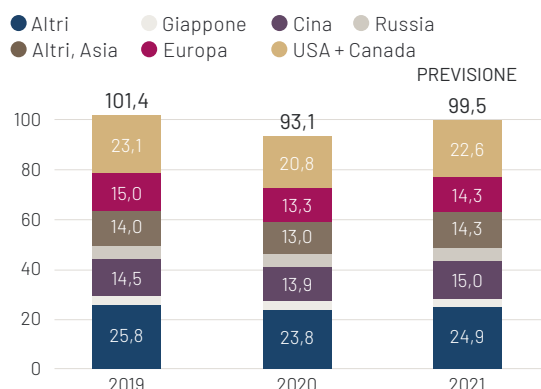
## LA DOMANDA NON È IL PRINCIPALE FATTORE, MA POTREBBE RIVELARSI PIÙ SOLIDA DEL PREVISTO

Nel primo trimestre del 2021 la domanda globale di petrolio si attesta a circa 96 milioni di barili al giorno, superiore all'offerta (94 milioni) ma ancora sensibilmente al di sotto dei livelli antecedenti la pandemia (101 milioni, Grafico 3). La domanda dovrebbe calare di 1 milione di barili al giorno nel primo trimestre del 2021 rispetto al quarto trimestre del 2020, ma le migliori prospettive economiche preannunciano un suo incremento nel 2° semestre del 2021. La Energy Information Administration (EIA) ha di recente rivisto al rialzo le previsioni sui consumi di carburante a febbraio per gli Stati Uniti e, in minor misura, per l'Europa. Secondo l'agenzia, la domanda globale non dovrebbe però ritrovare i livelli pre-COVID-19 prima del secondo trimestre del 2022, salvo la Cina (14% di tale domanda) e l'India, che dovrebbero tagliare il traguardo verso la fine del 2021. Da un punto di vista settoriale, la ripresa del trasporto globale sarà un motore chiave del consumo di petrolio. Tutti gli occhi sono puntati sull'incertezza che circonda il traffico aereo (circa l'8% dei consumi globali nel 2019), nuovamente in declino da dicembre, seppur in modo diverso da una regione all'altra. A inizio febbraio la International Air Transport Association (IATA) ha fatto sapere che, nella migliore delle ipotesi, il numero di chilometri percorsi per passeggero pagante nel 2021 si limiterà al 50% dei livelli del 2019 (rispetto all'odierno 13% circa).



Il petrolio nel  
**T2-2022**  
l'atteso ritorno di  
domanda ed  
offerta globale  
ai livelli  
pre-pandemia

GRAFICO 3: DOMANDA GLOBALE COMPLESSIVA DI PETROLIO, MB/G\*



\* Mb/g: migliaia di barili al giorno.

Fonti: EIA Short Term Energy Outlook, febbraio 2021, Indosuez Wealth Management.

## I PREZZI DEL PETROLIO DOVREBBERO RALLENTARE MAN MANO CHE SVANISCONO LE PRESSIONI TEMPORANEE SULL'OFFERTA

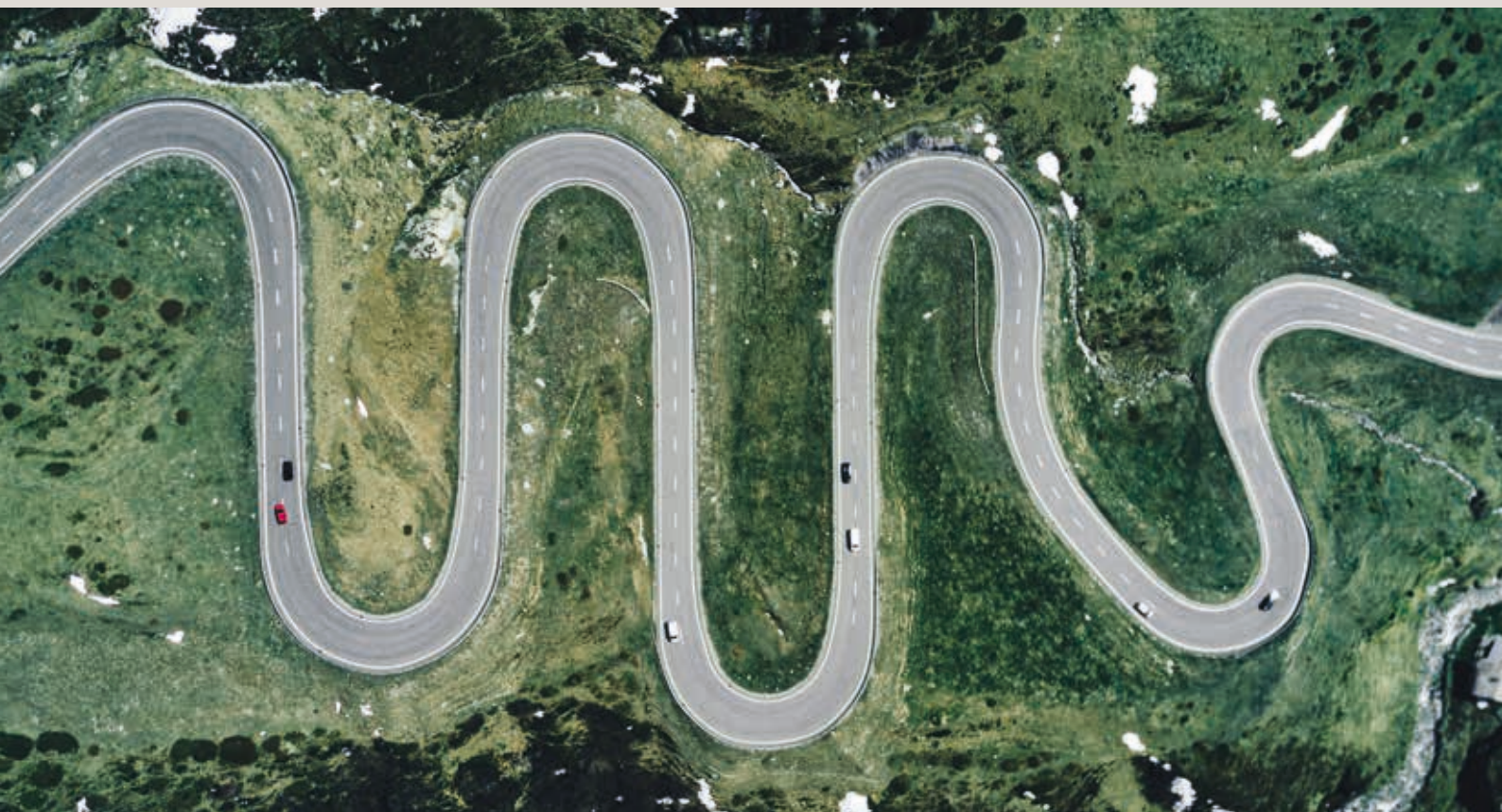
Secondo la EIA, l'offerta globale dovrebbe tornare ai livelli pre-COVID-19 entro maggio 2022, grazie ad un allentamento delle restrizioni dell'OPEC ed una maggiore attività in Nord America ed Eurasia. La produzione statunitense dovrebbe accelerare, poiché i nuovi pozzi (trivellati sulla scia del recente aumento dei prezzi) dovrebbero fornire petrolio a sufficienza per compensare nel 1° semestre del 2021 i minori tassi dei pozzi esistenti (nelle scorse tre settimane le scorte americane di greggio sono costantemente diminuite). Con le scorte in esaurimento e le campagne di vaccinazione che forniscono una migliore visibilità sulla domanda rispetto alla fine dello scorso anno, ad aprile 2021 l'Arabia Saudita dovrebbe revocare le limitazioni all'offerta. Seguiremo attentamente la prossima riunione tra OPEC e JMMC in programma il 3 marzo.

Nel complesso, se l'offerta di petrolio si allenta, i prezzi del petrolio dovrebbero tornare su livelli intorno ai 55 dollari al barile nel 2021, rimanendo sotto i livelli pre-pandemici fino al 2022. Non ci aspettiamo che i produttori di petrolio permettano ai prezzi del petrolio di tornare ai loro massimi storici, perché non sarebbe nel loro interesse di lungo periodo, data la già alta pressione per ulteriori investimenti in soluzioni energetiche decarbonizzate, i prezzi elevati del greggio non farebbero altro che «aggiungere benzina sul fuoco».

Tuttavia, non possiamo escludere una pressione a breve termine (soprattutto al rialzo) dovuta al fatto che le previsioni EIA non tengono conto del possibile impatto dello stimolo statunitense e/o dell'accelerazione delle vaccinazioni nei mercati maturi che potrebbero portare a una ripresa più rapida della domanda.

Rischi geopolitici, come evidenziato di recente dal ritorno delle tensioni in Medio Oriente (rischio di prezzo del petrolio al rialzo) e dalla diminuzione delle relazioni USA/Iran ed il loro impatto intrinseco sui prezzi del petrolio (rischio al ribasso).

Se i prezzi dovessero stabilizzarsi intorno agli attuali livelli elevati (questo non è il nostro scenario centrale), si aggiungerebbe pressione all'inflazione totale, con ricadute iniziali sui prezzi delle materie prime per la produzione.



Non basta correre, bisogna partire in tempo<sup>1</sup>. Il pacchetto statunitense di stimoli economici, se adottato nella sua interezza, catapulterebbe l'economia in una robusta ripresa guidata dai consumi, mentre l'Area Euro resta indietro. Tuttavia, le politiche di rilancio varate in quest'ultima regione mirano alla crescita sul lungo termine e gli Stati Uniti rischiano possibili contraccolpi negativi, mentre la Cina fa gara a sé verso la normalizzazione.

#### GLI STATI UNITI CON IL VENTO IN POPPA

Il mercato americano del lavoro è la principale preoccupazione dei *policymaker*. L'ultimo rapporto sull'occupazione per il mese di gennaio mostrava soltanto un modesto aumento dei posti di lavoro (+49 mila dopo il -227 mila di dicembre), che ha portato il numero di impieghi persi dall'inizio della crisi a 9,9 milioni. Le vendite al dettaglio hanno superato le attese a gennaio (7,4% a/a a Gennaio), mentre gli studi sulle imprese indicavano una crescita più sostenuta nel settore manifatturiero che in quello dei servizi. Nei prossimi mesi, con la graduale riapertura dell'economia trainata dalla campagna di vaccinazione in pieno slancio, tale crescita dovrebbe rafforzarsi. I democratici insistono per approvare a maggioranza semplice il vasto piano di stimoli fiscali, pari a 1.900 miliardi di dollari USA e con impatti in prevalenza sul

breve termine, per dare respiro a disoccupati e piccole imprese. Il processo di riconciliazione, che permetterebbe loro di fare a meno dei voti repubblicani, apre la porta ad un pacchetto più ampio, con misure concentrate nella fase iniziale e perlopiù sui consumi. Nell'accordo non sono per ora menzionati i provvedimenti strutturali promessi in campagna volti a promuovere una ricostruzione «verde», in particolare delle infrastrutture americane. Gli analisti temono uno scenario di «boom-bust», in cui gli USA crescerebbero del 2% sopra il potenziale nel 2021 e dell'1% nel 2022 (stime del Congressional Budget Office) creando pressioni artificiali sui prezzi (i pareggi inflazionistici a 10 anni superano il 2%) e lasciandosi sfuggire l'opportunità di introdurre importanti riforme in cambio di un maggiore consumismo. Come sottolineato dalla Brookings Institution, si rischia che un ritorno del PIL al suo



Crescita USA al

**2%**

sopra il potenziale se il piano di Biden dovesse essere approvato

<sup>1</sup> - Esopo, scrittore di favole e cantastorie greco.

livello massimo sostenibile possa generare una dinamica economica incerta quando nel 2021 saranno revocate tali misure di sostegno.

## L'AREA EURO È (FINORA) INDIETRO

Con meno del 3% della popolazione vaccinata (contro il 12% negli Stati Uniti ed il 23% nel Regno Unito), l'Area Euro è in netto ritardo sulla strada della ripresa. Ai pregevoli sviluppi politici (bentornato Mario Draghi) non si sono affiancati miglioramenti significativi sul fronte economico (il PMI torna a 48,1 a febbraio). Nemmeno la ricomparsa dell'inflazione (0,9%, a/a) a gennaio è un motivo per rallegrarsi, dato che è attribuibile esclusivamente a fattori provvisori/tecnici. L'UE prevede di vaccinare il 70% della sua popolazione entro la fine di luglio 2021. Una scadenza che coincide con gli esborsi previsti nell'ambito del fondo europeo per la ripresa, il 37% dei quali deve essere destinato a finalità «green» ed il 20% alla rivoluzione digitale. La Spagna intende utilizzare circa il 70% dei sussidi pari a 72 miliardi di euro che riceverà tra il 2021 ed il 2023 per investimenti green e digitalizzazione. In questo contesto, dopo una temporanea recessione a W nel primo trimestre, la crescita del PIL dovrebbe guadagnare vigore nel 2° semestre, chiudendo il 2021 al 3,7% (dopo il -6,8% del 2020), con l'inflazione all'1,4% dallo 0,3% del 2020 (Previsioni d'inverno della Commissione europea).

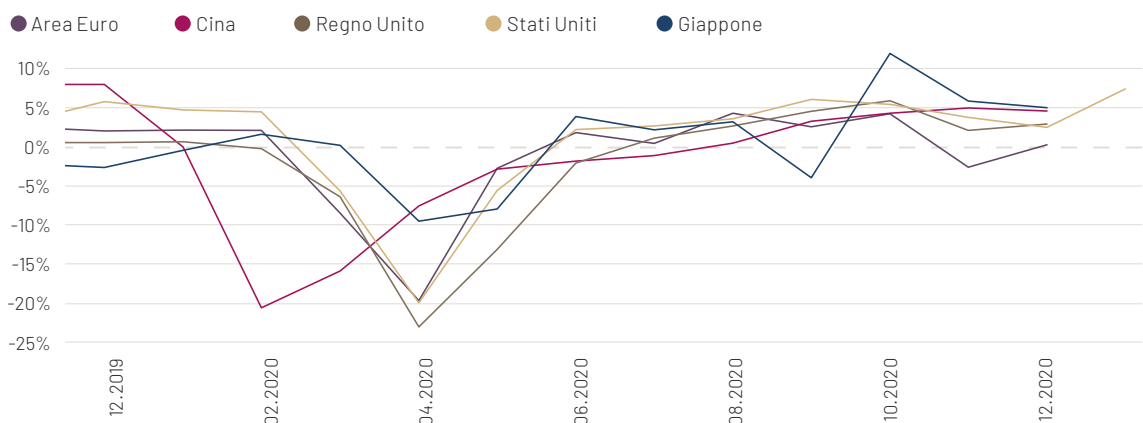


La Spagna destinerà il **70%** delle sovvenzioni UE ad investimenti verdi e trasformazione digitale

## LA CINA SULLA VIA DELLA NORMALIZZAZIONE

L'economia cinese dovrebbe espandersi dell'8,5% nel 2021 e collocarsi al primo posto in termini di PIL. Tuttavia, il +6,6% registrato a fine 2020 suggerisce che la ripresa cinese non è così solida come sembra. Il settore industriale ha chiuso il 2020 in grande spolvero (+7,3% a dicembre), ma nel 2021 si prevede che la crescita sia sospinta dal recupero dei consumi. Questi ultimi si sono però rivelati più deboli (Grafico 4) e dovrebbero confermarsi tali ad inizio anno, poiché il Capodanno cinese cade in un periodo di nuove restrizioni ai viaggi. I *polymaker* cinesi stanno cercando di normalizzare la crescita ed evitare squilibri macro, frenando progressivamente l'aumento del credito che nel 2020 aveva favorito l'impennata degli investimenti. Infine, l'incremento delle esportazioni risulta più incerto; la ripresa sui mercati sviluppati nel 2° semestre del 2021 dovrebbe sostenerle, ma le esportazioni di prodotti sanitari e per il lavoro da remoto, che avevano trainato la crescita nel 2020, sono destinate a perdere vigore nel 2021. Nel complesso, non si dovrebbe scambiare il riequilibrio della crescita cinese verso la domanda interna per un rallentamento. Le autorità nazionali continueranno a concentrarsi sull'espansione, ma dovranno monitorare attentamente i coefficienti di leva. Sono possibili ulteriori ma graduali azioni di politica per stabilizzare l'economia, con un atteso innalzamento dei tassi pari a 25 punti base nel 2° semestre del 2021.

GRAFICO 4: VENDITE AL DETTAGLIO, A/A, %



Fonti: Fonti nazionali, Refinitiv, Indosuez Wealth Management.



## CURVA PIU' RIPIDA E SPREAD MAGGIORMENTE RIDOTTI



Alla luce delle politiche molto accomodanti delle banche centrali, gli investitori scontano ora il migliore scenario possibile per gli attivi rischiosi rispetto all'evolversi del coronavirus. Restiamo costruttivi sulle obbligazioni *corporate*, grazie alla stabilizzazione delle metriche creditizie; tuttavia, occorre seguire molto attentamente le elevate valutazioni e le attese di una crescente inflazione, soprattutto negli Stati Uniti.

### AUMENTO DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE E BANCHE CENTRALI CHE GUARDANO AI RISCHI DI RIBASSO

Dopo la ricalibratura della politica monetaria da parte della Banca Centrale Europea (BCE) a dicembre, la Fed ha confermato l'approccio accomodante alla riunione del FOMC di gennaio,

lasciando intendere che la sua attenzione è sempre rivolta ai rischi di rallentamento. Secondo il presidente Powell, il principale rischio continua ad essere una politica non sufficientemente calibrata per tenere sotto controllo la pandemia, non una maggiore inflazione. In caso di sorprese negative, la Fed è pronta a rafforzare gli acquisti di attivi. Il mercato dei tassi di interesse prevede il primo rialzo alla fine del 2023.



Costante  
sovrapformance  
dei mercati  
*high yield*

Da inizio anno, la curva statunitense ha mostrato un forte «irripidimento ribassista» (il rendimento decennale si è attestato sopra l'1,2%, quello trentennale ha varcato la soglia del 2%). L'attuale pressione è imputabile al *reflation trade*. Alla base di questi fenomeni vi sono le prospettive di ulteriori misure di sostegno, ma anche le attese di una crescente inflazione. I livelli di pareggio di inflazione (*breakeven inflation*) americani hanno infatti ampiamente sovraperformato dall'inizio del 2021 (Grafico 5). Tuttavia, questo andamento rialzista dovrebbe essere frenato da potenti forze opposte, quali una politica monetaria accomodante, un divario nel livello di disoccupazione tuttora negativo e le incertezze sul ritmo della ripresa.

Sul versante europeo, il decennale tedesco (+15 punti base lo scorso mese) è risultato volatile, sulle orme della curva americana, mentre il trentennale è salito sopra lo 0% per la prima volta da inizio settembre. La credibilità della BCE e l'integrazione dell'Area Euro non sono più in dubbio, come dimostrano i recenti sviluppi politici in Italia. Il nuovo governo guidato da Mario Draghi ha spinto lo *spread* BTP-Bund sotto i 100 punti, come non succedeva dalla fine del 2015.

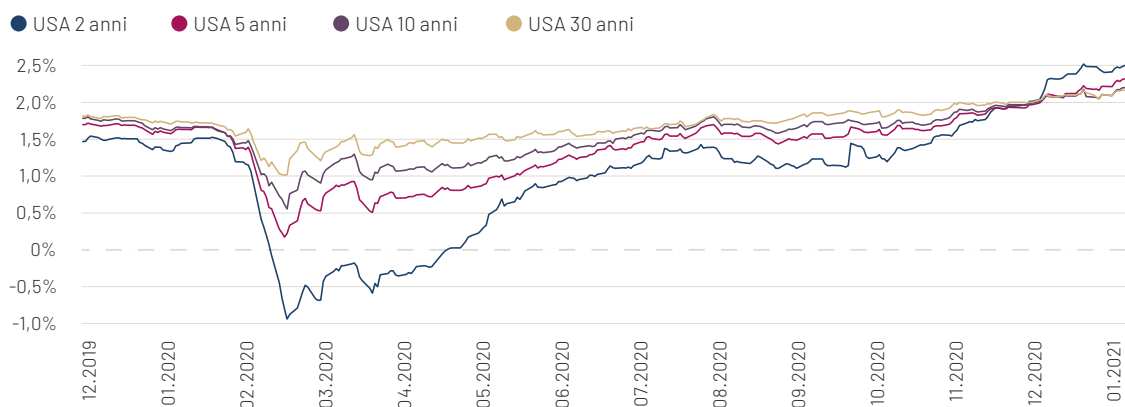
Non siamo distanti dai livelli pre-pandemia in termini di valutazioni per il credito *investment grade* (IG) in euro e dollari USA. I mercati *high yield* (HY) continuano a sovraperformare, grazie a metriche creditizie sulla via della stabilizzazione. L'atteso miglioramento delle insolvenze (i cui tassi nel segmento *high yield* dovrebbero scendere a marzo sia negli Stati Uniti che in Europa, rispettivamente dal 9,1% e 5,4% dello scorso mese all'8,4% e 4,9%) e la minore offerta dovrebbero essere sempre d'aiuto. I titoli con *rating* CCC ed i settori «*deep value*» come trasporti, energia e trasmissioni hanno conseguito i guadagni più elevati.

I dati sull'attività dei mercati emergenti (ME) permangono robusti con il procedere dell'incompleta ripresa. La pandemia di COVID-19 è tornata alla ribalta, ma non sembra poter minare il rimbalzo globale previsto nel 2021. I *corporate* dei mercati emergenti dovrebbero continuare a sfruttare fondamentali più resilienti, con un deterioramento molto limitato della leva e solo modesti aumenti dei *default*. Malgrado gli *spread* più elevati del credito societario latino-americano, le valutazioni asiatiche restano più interessanti secondo una prospettiva di rendimento corretto per il rischio.

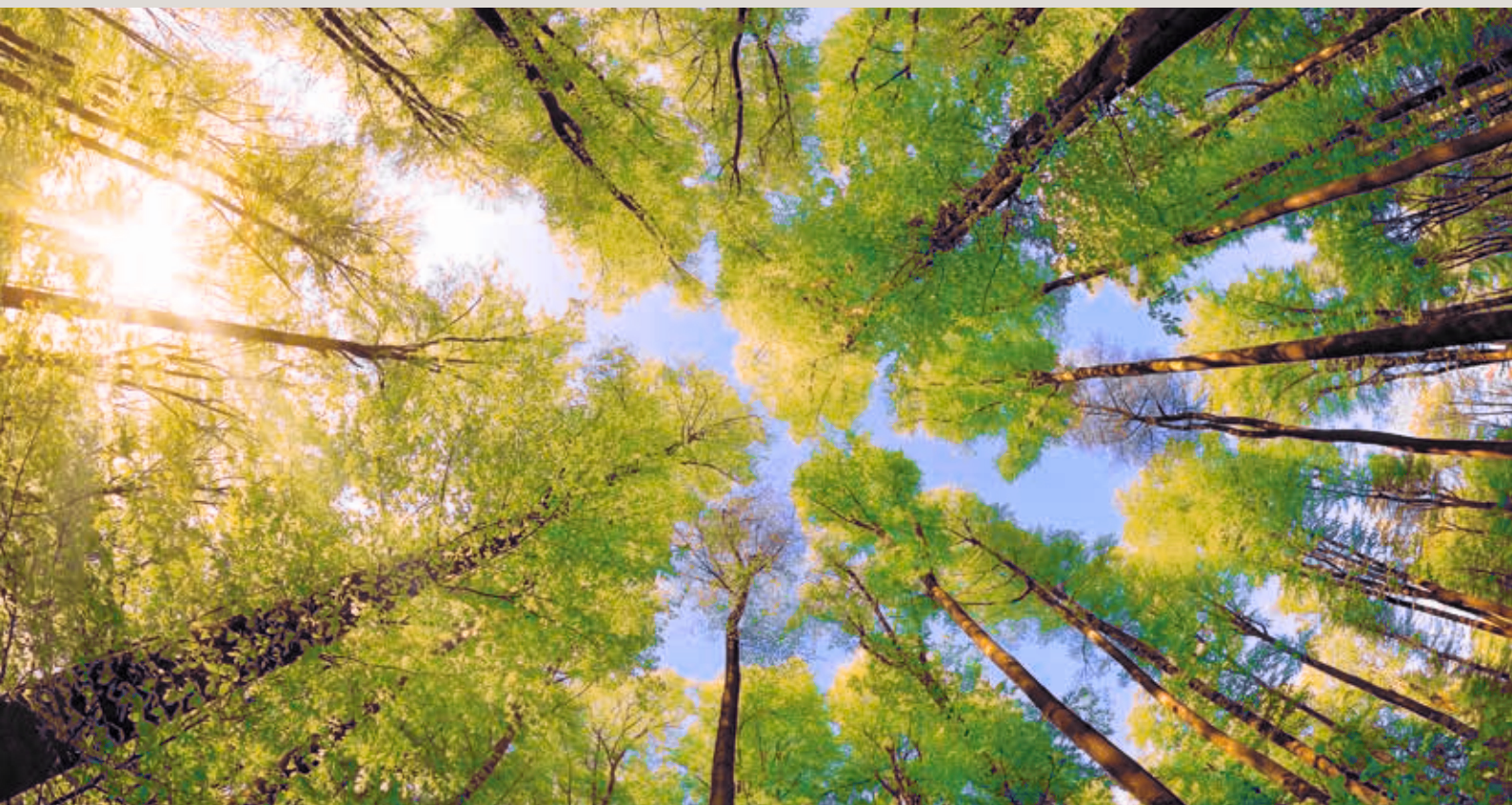
## VISIONE POSITIVA SUGLI SPREAD DI CREDITO

Gli *spread* di credito proseguono la loro corsa nel 2021, sostenuti dall'ottimismo per un nuovo pacchetto di stimoli negli Stati Uniti, la distribuzione dei vaccini ed una stagione degli utili migliore del previsto.

GRAFICO 5: TASSO DELL'INFLAZIONE DI BREAKEVEN AMERICANA: ANDAMENTO, %



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Mentre le turbolenze create dalla frenesia delle vendite al dettaglio negli Stati Uniti si sono affievolite (ma non sono scomparse), molti dei principali indici stanno raggiungendo nuovimassimi storici. Le azioni devono ancora confrontarsi con la terza ondata del virus ed i relativi *lockdown*, ma finché la fiducia sull'efficacia dei vaccini non viene scalfita, i mercati azionari saranno in grado di guardare oltre la crisi economica.

Alla base del nostro scenario rialzista per le azioni vi sono la politica monetaria accomodante, gli stimoli fiscali ed un'attesa ripresa dei profitti. Su quest'ultimo fronte, l'attuale stagione degli utili è rassicurante. Infatti, gli utili risultano ovunque superiori alle attese, più negli Stati Uniti che in Europa, e le loro revisioni sono in rialzo ad un ritmo visto raramente nello scorso decennio. La ritrovata solidità del decennale americano preoccupa in misura crescente gli investitori. Tuttavia, poiché questa dinamica dipende quasi esclusivamente dal tasso di inflazione implicito, non riteniamo che rappresenti al momento un problema per l'intero mercato azionario.

della media quinquennale pari al 6,3%. Nella scorsa settimana le sorprese positive sugli utili riportate dalle aziende in più settori sono state alla base del miglioramento degli utili complessivi per l'indice.

Tra gli eventi che hanno di recente tenuto banco sul mercato americano vi è il forte impatto degli investitori *retail*. Cresce infatti l'interesse dei singoli investitori per i mercati finanziari, come dimostra l'impennata dei conti aperti. Un certo numero di questi nuovi investitori sembra adottare un approccio molto speculativo, soprattutto alle *small cap* e sui mercati delle opzioni.

## EUROPA

Anche in Europa si è assistito ad una stagione degli utili molto favorevole, per quanto meno spettacolare di quella americana. In media il 12% delle società (a fronte del 19% negli USA) ha sorpreso in positivo.

## STATI UNITI

Il mercato statunitense continua a concentrarsi sulla stagione degli utili per il quarto trimestre, caratterizzata da un numero record di sorprese positive. Nell'insieme, le società hanno riportato utili superiori alle stime del 15,1%, ben al di sopra



# +15%

rispetto alle stime  
sugli utili per le  
società USA nel T4

Riguardo alla crescita degli utili, la variazione rispetto al quarto trimestre del 9 è in larga misura influenzata dal settore energetico (EPS a -70% a/a). Gli utili del mercato nella sua interezza sono ancora inferiori a quelli del quarto trimestre del 2019 (del -15%) ma, escludendo il settore energetico, sono rimasti stabili nell'anno per lo Stoxx 600.

Questo dimostra la capacità delle imprese di adattarsi all'attuale contesto, nonché gli importanti benefici dei programmi varati dai governi per sostenere il settore privato. Al di là delle recenti notizie, la nostra visione positiva sul mercato europeo si basa su due fattori strutturali. Innanzitutto, tale mercato è più orientato ai settori ciclici e *value* rispetto al resto del mondo, una condizione che dovrebbe costituire un vantaggio quando l'attività economica accelererà. Inoltre, l'Europa è in prima linea sul versante ESG e rappresenta una valida alternativa per esporsi a solidi temi di crescita secolare (ad esempio tecnologia *disruptive*, sviluppo sostenibile o nuove tendenze dei consumi).

## MERCATI EMERGENTI

A gennaio e febbraio 2021 le azioni asiatiche hanno proseguito la loro ascesa. La ripresa economica della Cina, l'unico Paese finora ad essere uscito dalla crisi legata al COVID-19, è sempre in corso. A nostro parere, le pregevoli attese sulla crescita degli utili societari, l'abbondante liquidità globale ed i ridotti tassi di interesse nel mondo sono tutti di buon auspicio per il futuro delle azioni asiatiche. Anche il posizionamento settoriale risulta interessante in Asia, con un adeguato *mix* di crescita secolare, principalmente in Cina, e settori ciclici, ben rappresentati sui mercati ASEAN.

Al contrario, lo scorso mese i listini dell'America Latina hanno subito deflussi dopo un solido quarto trimestre.

Al momento, restiamo sovrappesati sulla Cina. Siamo più fiduciosi riguardo a determinati titoli ciclici, industriali e delle infrastrutture in tutta l'Asia ed in particolare nel Sud-est asiatico. La selettività sarà ancora decisiva. I rischi nell'immediato futuro permangono una campagna di vaccinazione globale incerta, potenziali *lockdown* e le incerte relazioni tra USA e Cina, così come tassi a lungo termine più elevati ed un dollaro USA più forte che potrebbero pesare sui flussi.

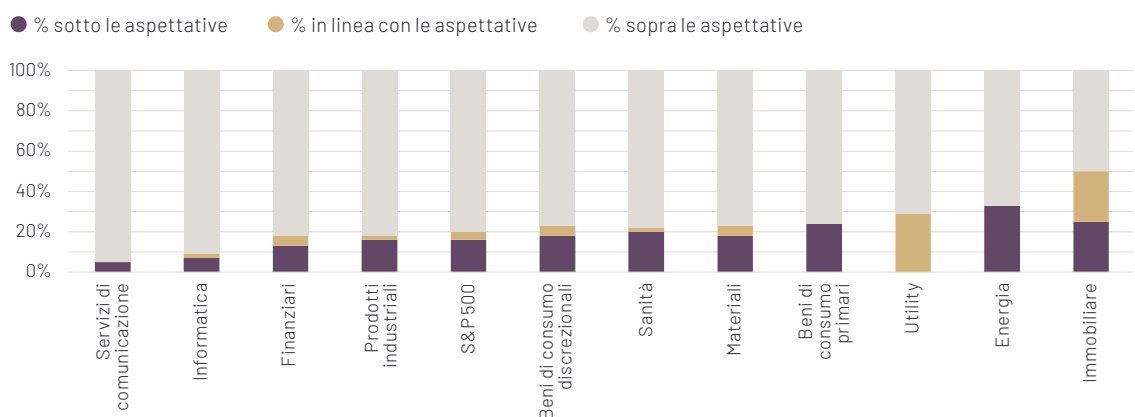
## STILE D'INVESTIMENTO

L'aumento dei rendimenti dei titoli di stato a 10 anni e le aspettative di inflazione hanno storicamente avuto un impatto sulla performance relativa tra gli stili ciclici/difensivi e *value/growth*. La recente variazione nelle aspettative d'inflazione negli Stati Uniti è di supporto per il nostro posizionamento ciclico/*value* ed è positivo per gruppi di settori come quello bancario, automobilistico, delle risorse di base e delle costruzioni.

## SETTORI

Gli utili societari hanno sorpreso in positivo nel settore finanziario, informatico e dei servizi di comunicazione, da tali comparti sono giunti, sin dalla fine del quarto trimestre (Grafico 6), i maggiori contributi all'aumento globale degli utili per l'indice. Si rammenta che Alphabet, Facebook, Netflix, Snap e Pinterest appartengono al settore «Servizi di comunicazione». Per contro, il settore energetico continua a soffrire ed è la grande delusione di questa stagione degli utili.

GRAFICO 6: UTILI DELL'INDICE S&P 500, T4-2020, %



Fonti: FactSet, aggiornamento della stagione degli utili al 12.02.2021, Indosuez Wealth Management. La performance passata non è una garanzia di risultati futuri.



## L'INSTABILITÀ DEL DOLLARO USA DESTINATA A DURARE



Nel breve periodo il dollaro potrebbe fluttuare insieme ai *Treasury* USA a più lungo termine. Tuttavia, in assenza di importanti sviluppi macro il suo andamento resterà confinato in un *range*. In un 2021 reflazionistico, privilegiamo le «*commodity currency*», come il dollaro australiano (AUD), il dollaro canadese (CAD) e la corona norvegese (NOK), mentre la sterlina inglese (GBP) conserva ancora un potenziale di rialzo dopo sei mesi di ascesa. Date le loro applicazioni industriali, argento e platino stanno sovraperformando ampiamente l'oro, che resterà comunque ben supportato .



Previsto calo del  
**USD**  
nel 2° semestre  
del 2021

### DOLLARO USA (USD)

Nonostante i toni persistentemente accomodanti della Fed, che non aumenterà i tassi per un certo tempo (fino a quando l'inflazione media non risalirà e quindi potenzialmente a lungo), il dollaro si è confermato altalenante, così come i rendimenti dei *Treasury* USA a 5-10 anni ed i negoziati sugli stimoli. È opportuno notare che, in genere, sono i tassi a breve termine (fino a 2 anni) ad incidere sul cambio del dollaro USA. Ma quando le banche centrali congelano i tassi a breve termine ed il rischio politico svanisce, il *momentum* relativo macro è l'unica opzione che rimane. La migliore dinamica macro negli Stati Uniti rispetto all'Area Euro ha contribuito al rialzo del dollaro USA nel breve periodo, unitamente all'aspettativa di una crescita del PIL superiore al 6% sotto l'impulso di un ampio pacchetto di stimoli. A lungo andare, è tuttavia possibile che il dollaro USA si svaluti nel secondo semestre del 2021, quando i

mercati smetteranno di concentrarsi su quale campagna vaccinale procede più lenta per rivolgere lo sguardo alle reali implicazioni macro dei vaccini nel mondo, ossia la crescita globale al di fuori degli USA che tende a far diminuire il biglietto verde.

### COMMODITY CURRENCY: DOLLARO AUSTRALIANO, CORONA NORVEGESE E DOLLARO CANADESE

Con le crescenti aspettative dei mercati di pressioni inflazionistiche in tutto il mondo sviluppato per effetto degli incentivi fiscali in un contesto di ripresa economica globale, riteniamo che un paniere di *commodity currency* come il dollaro australiano e quello canadese nonché la corona norvegese potrebbero rappresentare una posizione lunga molto interessante a fronte di una posizione corta sul dollaro USA.

Tutte e tre le valute beneficiano di un beta elevato rispetto ai prezzi delle materie prime e alla generale propensione al rischio del mercato, dato che le loro economie si basano in particolare sulla produzione di energia e di materie prime industriali (grafico 7). In caso di concretizzazione delle pressioni inflazionistiche, è probabile che i prezzi delle materie prime continuino a salire, mentre una ripresa della crescita economica sosterebbe ulteriormente l'alto beta del rischio; pertanto il dollaro australiano, e quello canadese nonché la corona norvegese potrebbero continuare a beneficiare di significativi fattori di slancio a livello macroeconomico se il 2021 si dovesse rivelare un anno di reflazione.

Occorre tuttavia notare che, qualora la ripresa economica sia compromessa, è probabile che tutte e tre le valute siano duramente penalizzate (come successo nel 2020). Al riguardo, potrebbe essere necessario monitorare la *backwardation* dei *future* sul petrolio (ossia prezzi di dicembre 2021 inferiori ai prezzi a pronti).

#### STERLINA INGLESE (GBP)

Come ci aspettavamo a fine dicembre, dopo l'accordo commerciale la sterlina si è normalizzata a circa 1,38, superando persino le nostre attese a 1,395 dollari USA. Da un'analisi più approfondita, ci si accorge che la tendenza rialzista è piuttosto stabile, con la coppia EUR/GBP in costante calo da settembre dello scorso anno (salvo alcuni episodi di volatilità a metà dicembre con l'imminente scadenza della Brexit). Questa solidità è ascrivibile non solo all'accordo per l'uscita ma anche ad un saldo delle partite correnti in positivo per la prima volta da decenni, poiché la pandemia ha rallentato

il turismo all'estero e la domanda di importazioni. I flussi azionari potrebbero essere l'altra causa; i gestori di fondi stanno infatti riducendo il sottopeso sulle azioni britanniche, che durava da 5 anni, con conseguente ascesa della sterlina. Dopo un'attenta riflessione, escludiamo turbolenze legate ad un secondo potenziale referendum per l'indipendenza scozzese (quest'anno), in quanto è poco probabile una sua approvazione da parte del governo centrale, già alle prese con pandemia e Brexit. Se da un lato vi sono margini per un ulteriore apprezzamento, dall'altro l'unica resistenza per la sterlina potrebbe collocarsi ai massimi post-2016: EUR/GBP 0,83 e GBP/USD 1,434.

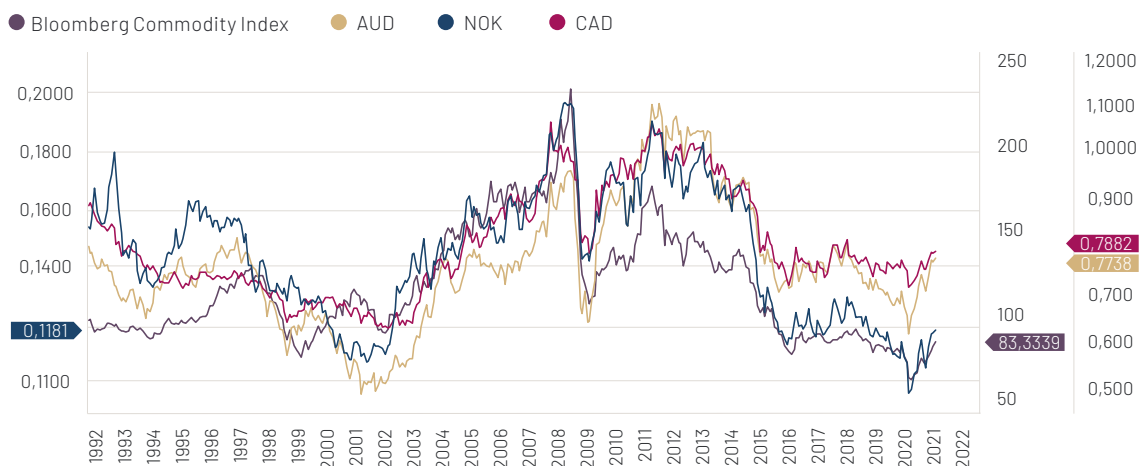
#### METALLI PREZIOSI

Al momento della redazione, l'oro si avvicina alla parte inferiore del *range* a 1.770 dollari USA, mentre argento e platino si sono impennati a febbraio. La sovraperformance di questi ultimi non dipende soltanto dalle speculazioni degli investitori *retail* che circolano su Reddit. Entrambi i metalli presentano un forte beta alla crescita globale ed alla propensione al rischio, date le loro applicazioni industriali. Nello specifico, l'argento è sospinto negli Stati Uniti dalle prospettive di maggiori «investimenti nell'economia verde», essendo utilizzato per produrre pannelli solari. Anche se argento e platino potrebbero esibire ulteriori rialzi significativi, in virtù della loro natura volatile e di mercati meno liquidi, siamo ancora convinti che l'oro resterà ben orientato quest'anno. La Fed e le aspettative di inflazione indotte dagli stimoli fiscali continueranno infatti a deprimere i rendimenti reali americani.



1.770  
USD  
oro verso la parte  
inferiore del *range*

GRAFICO 7: CONFRONTO TRA INDICE DELLE MATERIE PRIME ED AUD, CAD, NOK



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

## 5 TEMI PORTANTI NEL 2021

- **Un anno di ripresa della crescita**, trainata dalla campagna di vaccinazione negli Stati Uniti e nel Regno Unito, ma in ritardo nell'Area Euro.
- **Un anno di rimbalzo degli utili**, confermato ed amplificato dalla stagione per il quarto trimestre.
- **Un anno di forte sostegno offerto dal mix di politica**, sia sul fronte monetario che fiscale.
- **Un anno di normalizzazione** per i tassi a lungo termine e l'inflazione, con un impulso alla rotazione dai titoli obbligazionari a quelli azionari.
- **Un anno di trasformazione**, con la rivoluzione digitale che accelera e maggiori investimenti ambientali.

3 POSSIBILI INSIDIE  
SUL BREVE TERMINE

- **Frenesia retail**: in Cina e negli Stati Uniti i volumi di attività degli investitori *retail* assumono proporzioni quasi allarmanti: accelerazione delle opzioni call negoziate negli USA, incremento dei prestiti su margini in Cina. La storia ci insegna che, quando tutti vogliono partecipare, il mercato rialzista è prossimo a diventare maturo.
- **Aumento dei tassi**: una curva dei rendimenti più ripida può essere preoccupante per i possessori di obbligazioni a lunga scadenza ma questo non è necessariamente una cattiva notizia per i mercati azionari. Basti pensare all'ansia causata dalla curva piatta nel 2018-2019. È un segno di un'economia che accelera e molti settori potrebbero beneficiarne. Gli investitori ben posizionati su settori ciclici e value sono ben remunerati in questo momento di mercato. Tuttavia, poiché gran parte della crescita dei mercati azionari nello scorso decennio è dipesa da titoli di qualità/*growth*/tecnologici, è probabile

che vi sia una soglia oltre la quale i tassi a lungo termine peseranno sui mercati.

- **Ottimismo fiscale**: una parte consistente dell'accelerazione dei mercati da ottobre è attribuibile alle speranze di ulteriori stimoli fiscali negli Stati Uniti. A giudicare dall'effetto sugli utili, tale piano rilancerà effettivamente la crescita. Pertanto, in caso di delusioni per la sua entità, la tempistica o l'effetto moltiplicatore, gli investitori potrebbero rivedere il loro posizionamento.

3 QUESTIONI ECONOMICHE  
IRRISOLTE SUL MEDIO TERMINE

- **Gli stimoli americani** sollevano interrogativi riguardo all'impatto a medio termine su crescita ed inflazione, con il rischio che una calibrazione eccessiva del piano fiscale provochi un surriscaldamento. Per controbilanciarlo, sarebbe richiesta una normalizzazione monetaria che potrebbe infine tradursi in uno scenario *boom and bust* sui mercati.
- Più in generale ed oltre i confini statunitensi, il **regime inflazionistico** degli scorsi decenni è stato trainato da fattori strutturali ancora presenti (digitalizzazione e globalizzazione), ma anche da un *mix* di politica meno favorevole (austerità fiscale in Europa, obiettivi d'inflazione) di quello odierno, con la reflazione potenzialmente in agguato.
- Il dibattito sul *mix* di politica ruota esclusivamente intorno ad una adeguata calibrazione e ad obiettivi adeguati, per massimizzare l'impatto sulla crescita, mentre la questione della **sostenibilità del debito** è stata per ora accantonata. Occorre pertanto mantenere alta l'attenzione sui Paesi vulnerabili ad un aumento di tassi a lungo termine e al dollaro USA oltre il 2021.

---

UNA CURVA DEI  
RENDIMENTI  
PIÙ RIPIDA  
non è  
necessariamente  
una brutta notizia

---



## 6 IMPLICAZIONI SULL'ALLOCAZIONE PER CLASSE DI ATTIVI FINANZIARI E REGIONI GEOGRAFICHE

Giudizio positivo sugli  
**ATTIVI RISCHIOSI**

- Conserviamo un **giudizio positivo sugli attivi rischiosi**, con una preferenza per le azioni, il debito *high yield* ed emergente rispetto al costoso debito *investment grade* dei mercati maturi, dove il rendimento assoluto diventa vulnerabile all'irripidimento dei tassi.
- Continuiamo a privilegiare un giusto equilibrio tra i temi di crescita secolare ed i titoli ciclici/*value*, evitando i cosiddetti settori difensivi (o i *bond-proxy*), vulnerabili ai tassi più alti ed incapaci di sfruttare l'accelerazione del ciclo economico o le tendenze digitali ed ambientali. Questo posizionamento si è rivelato molto redditizio per i nostri portafogli negli scorsi mesi.
- In futuro, il **posizionamento a livello di stili e settori assumerà maggiore importanza** rispetto a quello geografico tra Stati Uniti ed Europa, due regioni dove siamo nel complesso neutrali ma nelle quali identifichiamo buone opportunità (innovazione e *mid cap* negli Stati Uniti, titoli ciclici, *value* e *small cap* in Europa).
- Manteniamo un **sovrappeso sui mercati emergenti**, con una rotazione dalla Cina (che permane una posizione strategica) ai mercati emergenti più ciclici.
- Una **rotazione dei fattori di rischio giustifica una rotazione dei beni rifugio** nei portafogli. Siamo meno costruttivi sull'oro a livello tattico, conserviamo un moderato sottopeso sulla *duration* ed abbiamo rafforzato l'esposizione alle obbligazioni indicizzate all'inflazione.
- Alla luce degli stimoli americani e di un *momentum* macro più robusto, abbiamo per ora accantonato la previsione di un indebolimento del dollaro USA; questo impone neutralità nel breve periodo sulla coppia EUR/USD ed opportunità di diversificazione a favore del renminbi e a favore delle valute legate alle materie prime.



Una rotazione dei  
**BENI RIFUGIO**

## CONVINZIONI CHIAVE

	GIUDIZIO TATTICO (CT)	GIUDIZIO STRATEGICO (LT)
<b>REDDITO FISSO</b>		
<b>TITOLI DI STATO</b>		
Decennale Core EUR(Bund)	=	=
Periferici EUR	=	=/-
Decennale USD	=/-	=
<b>CREDITO</b>		
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 <	=	=/-
<b>DEBITO EMERGENTE</b>		
Debito sovrano in valuta forte	=/+	=/+
Debito sovrano in valuta locale	=/+	=
Credito Am. Latina USD	=/-	=/-
Credito Asia USD	=/+	+
Obbl. cinesi CNY	=/+	+
<b>AZIONI</b>		
<b>REGIONI GEOGRAFICHE</b>		
Europa	=/+	=
Stati Uniti	=	=/+
Giappone	-/=	-/=
ME Globali	=/+	+
America Latina	-/=	=
Asia escluso Giappone	=/+	=
Cina	=/+	+
<b>STILI</b>		
Growth	=/+	+
Value	=/+	=
Qualità	-/=	=
Ciclici	=/+	=
Difensivi	-	-/=
<b>CAMBI</b>		
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 17 FEBBRAIO 2021

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	1,27%	19,01	35,71
Francia 10A	-0,13%	17,50	21,40
Germania 10A	-0,37%	16,10	20,30
Spagna 10A	0,29%	21,30	24,40
Svizzera 10A	-0,28%	17,50	26,70
Giappone 10A	0,10%	5,90	7,80

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	44,88	-0,49%	-0,82%
Titoli di Stato in EUR	220,78	-0,44%	-0,63%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	209,72	0,70%	1,29%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	321,69	0,55%	1,11%
Titoli di Stato USA	323,81	-0,33%	-0,64%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	52,98	0,26%	-0,23%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	1,08	0,45%	0,07%
GBP/USD	1,39	1,49%	1,37%
USD/CHF	0,90	1,03%	1,55%
EUR/USD	1,20	-0,56%	-1,46%
USD/JPY	105,87	2,25%	2,54%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	21,50	-0,08	-1,25

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	3.931,33	2,06%	4,67%
FTSE 100 (Regno Unito)	6.710,90	-0,44%	3,88%
Stoxx Europe 600	416,10	1,28%	4,28%
Topix	1.961,49	6,05%	8,69%
MSCI World	2.815,98	1,97%	4,68%
Shanghai SE Composite	5.768,38	6,05%	10,69%
MSCI Emerging Markets	1.444,93	3,14%	11,90%
MSCI Latam (America Latina)	2.415,93	-2,08%	-1,46%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	255,94	1,21%	6,08%
MSCI Asia Ex Japan	957,55	3,72%	13,60%
CAC 40 (Francia)	5.765,84	2,44%	3,86%
DAX (Germania)	13.909,27	-0,09%	1,39%
MIB (Italia)	23.178,56	2,33%	4,25%
IBEX (Spagna)	8.122,70	-0,99%	0,61%
SMI (Svizzera)	10.809,28	-1,24%	0,99%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	4.402,00	3,02%	4,31%
Oro (USD/Oncia)	1.776,13	-5,11%	-6,44%
Greggio WTI (USD/Barile)	61,14	14,84%	26,01%
Argento (USD/Oncia)	27,32	6,01%	3,42%
Rame (USD/Tm)	8.390,00	4,29%	8,04%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	3,22	26,78%	26,78%

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

	NOVEMBRE 2020	DICEMBRE 2020	GENNAIO 2021	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (17 FEBBRAIO 2021)
MIGLIORI (+)	21,61%	11,60%	3,98%	6,05%	13,60%
	13,93%	7,15%	2,97%	6,05%	11,90%
	13,73%	6,62%	2,70%	3,72%	10,69%
	12,66%	6,32%	1,07%	3,14%	8,69%
	12,35%	5,06%	0,23%	2,06%	6,08%
	11,12%	4,14%	-0,80%	1,97%	4,68%
	10,75%	3,71%	-0,82%	1,28%	4,67%
	9,21%	3,10%	-1,05%	1,21%	4,28%
	7,98%	2,84%	-1,11%	-0,44%	3,88%
PEGGIORI (-)	5,64%	2,48%	-6,80%	-2,08%	-1,46%

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 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 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 eroghino altri servizi in cui un'Entità o il Gruppo Crédit Agricole hanno o potrebbero avere un interesse diretto o indiretto, l'Entità darà la priorità all'interesse dell'investitore.

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

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

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

- **in Francia:** il presente Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (France), società anonima con capitale di 82.949.490 euro, istituto di credito e società di intermediazione assicurativa immatricolata al Registro Unico degli Intermediari assicurativi e riassicurativi con il numero 07 004 759 ed al Registro del Commercio e delle Società di Parigi con il numero 572 171 635, la cui sede sociale si trova in Rue du Docteur 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<sup>er</sup> - 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, 29<sup>th</sup> 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 1<sup>st</sup> Street - Al Muhairy Center, Office Tower, 4<sup>th</sup> 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, 37<sup>th</sup> 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 19.02.2021.

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.

