

# MONTHLY HOUSE VIEW

Documento di Marketing - Dicembre 2021

Focus

Brasile: stagflazione o grandi opportunità in vista nel 2022?

• Sommario

01• Editoriale	P3
DALLA PAURA DELL'INFLAZIONE ALLA PAURA DI UN RALLENTAMENTO	
02• Focus	P4
BRASILE: STAGFLAZIONE O GRANDI OPPORTUNITÀ IN VISTA NEL 2022?	
03• Macroeconomia	P6
PASSAGGIO DA UN'ECONOMIA BASATA SULLA DOMANDA AD UNA BASATA SULL'OFFERTA	
04• Reddito fisso	P8
RENDIMENTI A LUNGO TERMINE RIDOTTI: COMPRENDERE LE DINAMICHE DI QUESTO MERCATO RIBASSISTA	
05• Azioni	P10
RALLY DI FINE ANNO!	
06• Cambi	P12
IL POSSENTE DOLLARO USA CHIUDE L'ANNO SUI MASSIMI	
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

## DALLA PAURA DELL'INFLAZIONE ALLA PAURA DI UN RALLENTAMENTO



VINCENT  
MANUEL

Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth  
Management

Cari Lettori,

Mentre ci avviciniamo alla fine dell'anno con gli investitori desiderosi di conoscere le prospettive d'investimento per il 2022, è opportuno dare un'occhiata ai principali rischi che interessano lo scenario di crescita. In questa fase di ripresa davvero insolita e caratterizzata da forti squilibri, il rischio di previsione resta elevato e potrebbe essere amplificato da una frenesia nell'ambito delle previsioni economiche che, dall'inizio della pandemia, fanno maggiore affidamento sugli indicatori di attività ad alta frequenza.

Il primo rischio di incertezza riguarda le tendenze di crescita negli Stati Uniti, rispetto alle quali i modelli previsionali delle banche centrali regionali forniscono segnali contrastanti. Tra gli indicatori meno ottimistici figura ad esempio il modello della Fed di New York, che prevede una crescita dell'1,7% per il quarto trimestre 2022, in forte rallentamento rispetto alla tendenza attesa per il quarto trimestre 2021. Considerando le principali istituzioni, le previsioni relative agli USA risultano più eterogenee rispetto a quelle sull'Europa, con l'OCSE che si aspetta per il 2022 una crescita del 3,9% negli Stati Uniti mentre la previsione del FMI è al 5,2%. Sono molteplici i fattori responsabili di questa decelerazione, tra cui il venir meno degli effetti base, le pressioni sulle forniture, le *supply chains* e la riduzione del piano di Biden. Anche se al momento il dibattito economico è concentrato sull'inflazione, l'andamento della crescita sarà determinante per le decisioni di politica monetaria del prossimo anno.

Il secondo rischio macroeconomico riguarda la velocità del crollo del settore immobiliare cinese e la gestione macroeconomica. Date le forti ripercussioni sulla crescita cinese che potrebbero derivare dalla bolla del settore immobiliare, sarebbe stato logico aspettarsi una risposta economica più decisa dalle autorità cinesi in modo da cercare di controbilanciare la ristrutturazione del settore con il sostegno monetario e fiscale al resto dell'economia. Attualmente le autorità mostrano una certa moderazione a livello di risposta, in netta contrapposizione con la solidità osservata nel 2009 e nel 2015. Con il FMI e l'OCSE che prevedono una crescita fra il 5,6% e il 5,8% nel 2022, non è da escludere che il settore immobiliare cinese possa costare all'economia cinese 1-2 punti di crescita.

Il terzo rischio riguarda il riaccutizzarsi della pandemia in Europa e le reazioni dei diversi Paesi che potrebbero divergere ancora di più tra i Paesi, a conferma non solo delle strategie sanitarie differenti ma anche dei contesti politici specifici, che potrebbero ritardare il ritorno al lavoro a distanza che sta già emergendo in Germania. Data questa tendenza alla riaccutizzazione della pandemia, anche le previsioni di crescita per il 2022 al 4-4,5% potrebbero essere riviste al ribasso.

L'ultimo rischio è globale e fa riferimento ai problemi delle *supply chain*, i cui effetti potrebbero farsi sentire per tutto il 2022. Nel terzo trimestre, questo fattore è costato probabilmente 1-2 punti di crescita, come dimostrato dal deludente indicatore della crescita USA (2%) o dalla produzione industriale in Cina, in stagnazione a settembre rispetto al mese precedente. Senza dubbio questi problemi alla fine saranno risolti, ma è difficile prevedere quanto tempo sarà necessario e gli scenari per il 2022 ne tengono conto solo in parte.

Considerando tutti questi rischi nel loro complesso, potremmo assistere al passaggio da uno scenario di crescita globale ben superiore al 4% a uno scenario solo lievemente oltre la soglia del 3%, un livello che per gli investitori rappresenta il punto al di sotto del quale è generalmente opportuno ridurre gli investimenti negli *asset* rischiosi.

Al momento non ci aspettiamo questo scenario ma, dopo aver rivisto al rialzo le probabilità di un'accelerazione reflazionistica, dovremmo considerare il rischio di delusioni sul fronte della crescita.

L'altra implicazione fondamentale riguarda le banche centrali. In un contesto di forte crescita e inflazione superiore al target, di solito la normalizzazione dei tassi di interesse della Fed non sarebbe neppure in discussione.

Tuttavia, con l'inflazione ancora elevata e il tasso di crescita che potrebbe deludere, l'intervento dei *policymaker* non è tanto scontato. Forse questo giustifica l'approccio prudente di Jerome Powell, il cui futuro presso la Fed resta in bilico.

## BRASILE: STAGFLAZIONE O GRANDI OPPORTUNITÀ IN VISTA NEL 2022?

Mentre la stagflazione al momento sembra solo uno scenario alternativo negli USA e in Europa, il rischio sembra più concreto in Brasile dove l'inflazione a doppia cifra è affiancata da prospettive di crescita deboli. Inoltre, ad un anno dalle elezioni, in Brasile regna l'incertezza, mentre la sostenibilità fiscale è motivo di preoccupazione per gli investitori e la politica monetaria è tuttora restrittiva.

### UNA RIPRESA INCERTA

La crescita brasiliana è diminuita meno rispetto a quella dei suoi vicini sudamericani nel 2020 (-4,1% rispetto al -6,6%, secondo il FMI), ma si prevede anche una ripresa più debole nel 2021 (5,3% rispetto al 6,3%, secondo il FMI). Nel report di ottobre 2021, il FMI ha rivisto nuovamente al ribasso le previsioni di crescita del Brasile per il 2022, dall'1,9% di luglio e dal 2,6% di aprile all'1,5% (Grafico 1). Tuttavia, anche sulla crescita brasiliana il consenso non è unanime, con alcuni economisti che prevedono una crescita stabile o negativa nel 2022.

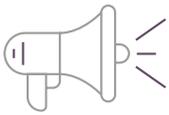
L'attività economica è migliorata nel secondo trimestre 2021 sulla scia di una notevole ripresa nel settore dei servizi, trainata dal miglioramento della domanda, dalla riapertura delle attività e dall'accelerazione della campagna vaccinale, con la percentuale di brasiliani che hanno completato il ciclo vaccinale salita dal 10% di giugno all'attuale 58%.

Ciononostante, non mancheranno le difficoltà per l'economia brasiliana alle prese con un'inflazione alle stelle (10,7% a ottobre) sostenuta dall'impennata dei prezzi dell'energia, un tasso di disoccu-

pazione ancora nettamente superiore al livello pre-pandemico (13,2% ad agosto 2021 rispetto all'11,9% del 2019), una politica monetaria gradualmente restrittiva, un clima di incertezza rispetto alle elezioni in programma nel quarto trimestre del 2022 e il rallentamento della crescita cinese che dovrebbe pesare sulle esportazioni brasiliane. Nel caso tutti questi fattori dovessero persistere potrebbero nel loro insieme spingere l'economia brasiliana in stagflazione? Il nostro scenario prevede una crescita moderata dell'1,2% nel 2022 e dell'1,6% nel 2023, mentre l'inflazione dovrebbe rimanere elevata nel 2022 al 6,2% prima di scendere al 3,5% (poco al di sopra del target d'inflazione della banca centrale pari al 3%).

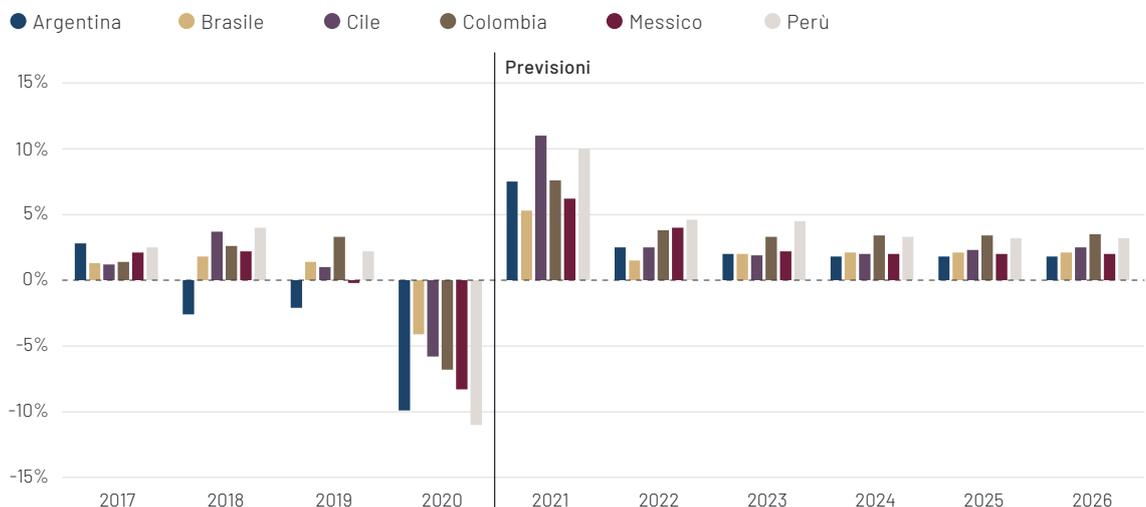
### RISCHI PER LA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO

Visto il deterioramento delle prospettive di crescita e le intenzioni di voto per il 2022 sempre meno orientate verso il Presidente Jair Bolsonaro, l'attuale governo ha annunciato la propria intenzione di creare un nuovo programma di spesa sociale (estensione dell'attuale piano Bolsa Familia) destinato ai cittadini a basso reddito: Auxilio Brasil.



L'annuncio dell'Auxilio Brasil segnala il rischio di uno sgan-  
ciamento della  
**POLITICA  
FISCALE**  
brasiliiana

GRAFICO 1: LE DIFFICOLTÀ METTONO A RISCHIO LE PROSPETTIVE DI CRESCITA BRASILIANE, IN %



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

Il piano prevede un ampliamento della platea di destinatari da 14,7 a 17 milioni e un incremento degli assegni mensili da 190 a 400 real brasiliani. Il problema è che questo piano richiede il superamento del tetto di spesa che garantisce la sostenibilità del debito brasiliano, attualmente al 92% del PIL (FMI). Questo annuncio evidenzia il rischio di uno sganciamento della politica fiscale che potrebbe far salire le aspettative inflazionistiche brasiliane, mentre l'attuale favorito alle elezioni presidenziali, Lula, ha in programma di sostituire il tetto di spesa con un obiettivo di spesa che, in pratica, dovrebbe far accelerare la dinamica del debito in Brasile.

Per ottenere l'approvazione per Auxilio Brasil, il Presidente Bolsonaro ha in programma di utilizzare alcuni stratagemmi contabili mediante il cambiamento del tasso di inflazione a cui è indicizzato il tetto di spesa. La misura è stata autorizzata dalla Camera dei Deputati a inizio novembre, ma deve ancora essere votata in Senato.

### UNA BANCA CENTRALE SEMPRE PIÙ RESTRITTIVA

Il rischio implicito rispetto al contesto fiscale ha indotto la banca centrale brasiliana a diventare ancora più restrittiva mediante l'incremento del tasso di riferimento di 150 punti base a fine ottobre – il sesto incremento consecutivo dato che il tasso Selic è passato dal 2% al 7,75% nel 2021. Il comitato ha dichiarato che l'incertezza sulla politica fiscale comporta un aumento del premio al rischio e ha incrementato il rischio che le aspettative di inflazione non siano ancorate. Le prospettive di consenso riferite al tasso Selic dovrebbero raggiungere l'11% nel 2022.

La politica restrittiva della banca centrale brasiliana dovrebbe permettere di allentare la dinamica inflazionistica a partire dal 2022 (l'inflazione dovrebbe attestarsi intorno al 3,8% a fine 2022), ma il problema sarà trovare il giusto equilibrio dato che ciò comporta anche una riduzione significativa delle prospettive di crescita del Paese.

### ANNO ELETTORALE, UN PERIODO DI MAGGIORE INCERTEZZA

Mentre gli investitori sono preoccupati per il contesto fiscale e la stretta delle condizioni di finanziamento, nel 2022 il problema principale sarà rappresentato dalle elezioni presidenziali in programma a ottobre 2022.

Attualmente l'ex Presidente Lula è in testa ai sondaggi, grazie a un nutrito bacino di sostenitori tra i lavoratori a basso reddito. Lula beneficia inoltre della scarsa popolarità di Jair Bolsonaro, che è stato penalizzato dalla cattiva gestione della crisi del COVID-19, dall'erosione dei salari reali dovuta all'inflazione elevata, da un tasso di disoccupazione alle stelle e dalla debolezza delle prospettive di crescita. Anche dai recenti sondaggi emerge che le problematiche economiche stanno assumendo un ruolo fondamentale nelle decisioni di voto. Il piano Auxilio Brasil è la risposta di Bolsonaro al suo calo di popolarità e mira ad attrarre i lavoratori con bassi salari, attualmente più legati a Lula.

Ciò premesso, a meno di un anno dalle elezioni, l'ipotesi che nel 2022 si presenti un terzo candidato non è da escludere, dati gli elevati tassi di rifiuto di Lula e soprattutto di Bolsonaro da parte degli elettori. A inizio novembre l'ex Ministro della Giustizia Sérgio Moro, che stando agli ultimi sondaggi avrebbe un consenso dell'8%, ha annunciato l'intenzione di tornare in politica.

In questo contesto di peggioramento delle prospettive di crescita e di rischio di squilibrio fiscale, i mercati brasiliani hanno subito una brusca correzione, con l'indice Bovespa che ha ceduto quasi il 18% tra inizio giugno e fine ottobre, mentre il cambio USD/BRL è salito all'8,5% nello stesso periodo, a conferma del peggioramento del *sentiment* degli investitori in un contesto di turbolenze politiche e incertezze rispetto al contesto fiscale. Al contempo, la politica restrittiva della banca centrale ha determinato un'inversione della curva brasiliana dei rendimenti, con il rischio di una recessione in Brasile che diventa impellente.

### CONCLUSIONE

Con il proseguimento del *repricing* del rischio brasiliano, potrebbe essere opportuno tenere sotto osservazione il Brasile il prossimo anno. Mentre il *carry* elevato non giustifica da solo l'esposizione al debito brasiliano in valuta locale, in presenza di un'inflazione in rallentamento a partire dal 2022, il real brasiliano dovrebbe essere molto volatile nel 2022 e gli sviluppi elettorali saranno un tema fondamentale da tenere monitorato il prossimo anno, mentre l'eventuale candidatura di un «salvatore della patria» potrebbe rappresentare un'opportunità interessante in questo segmento dei mercati brasiliani.



Il tasso Selic dovrebbe toccare

L'11%  
nel 2022

## PASSAGGIO DA UN'ECONOMIA BASATA SULLA DOMANDA AD UNA BASATA SULL'OFFERTA



Nel 2021 abbiamo attraversato diverse fasi dell'economia: dalla ripresa all'accelerazione fino all'attuale normalizzazione delle attività. Ma al di là di questa transizione, è il motore della crescita ad essere cambiato: se per lungo tempo è stata la domanda a sostenere la crescita, all'inizio del 2022 la capacità delle economie di adattarsi e assorbire le carenze di offerta sarà cruciale per consentire la crescita delle attività.



LE PROBLEMATICHE SUL FRONTE DELL'OFFERTA dovrebbero continuare a penalizzare la crescita il prossimo anno

### STATI UNITI

Sull'altra sponda dell'Atlantico, l'economia continua a fare progressi ma resta penalizzata da problematiche sul fronte dell'offerta, come dimostrato dai sondaggi relativi all'attività: il PMI statunitense relativo al settore manifatturiero ha continuato a scendere fino a toccare il minimo da 10 mesi a ottobre (58,4). La crescita dell'economia statunitense ha rallentato a un tasso trimestrale annualizzato del 2% nel terzo trimestre (rispetto al 6,7% del secondo trimestre). Inoltre, a dispetto del miglioramento del mercato del lavoro e di dati sull'occupazione del settore non agricolo superiori alle attese (+550 migliaia rispetto alle +450 migliaia previste), i dati sottostanti indicano ancora una carenza di lavoratori, con un livello record di posti di lavoro non occupati e un tasso di partecipazione ai minimi (61,6% rispetto al 63% di un anno e mezzo fa). Nonostante l'incertezza diffusa in merito alle prospettive salariali, è in discussione soprattutto la capacità delle società di attrarre i lavoratori necessari a soddisfare la domanda, alimentando ulteriormente le preoccupazioni per le prospettive di crescita per il 2022.

Di conseguenza, se gli ultimi indicatori macroeconomici segnalano un rimbalzo nel quarto trimestre (+4,8% secondo il consenso), strozzature e problemi di fornitura dovrebbero continuare a penalizzare l'attività economica, come dimostrato dalle revisioni al ribasso delle previsioni sul PIL del 2022 a opera degli analisti dal 4,3% di inizio settembre al 3,8% di metà novembre. La ricostituzione delle scorte, i consumi delle famiglie e la spesa pubblica, con la recente approvazione del disegno di legge sulle infrastrutture da 1.200 miliardi di dollari USA (anche se inferiore all'importo inizialmente stanziato), dovrebbero tuttavia aiutare la crescita a restare al di sopra della media di lungo periodo.

Inoltre, le limitazioni alla produzione petrolifera in atto e la domanda energetica sempre elevata hanno spinto l'inflazione al di sopra delle stime a ottobre (6,2% rispetto al 5,8% atteso su base annua, +0,9% su base mensile). Nel 2022 l'inflazione dovrebbe comunque essere sostenuta da fattori diversi a fronte di una sua diffusione in vari settori dell'economia (alloggi, servizi, trasporti), come abbiamo già osservato nell'ultima rilevazione dell'inflazione di base.

Di conseguenza, se l'inflazione dovesse persistere più a lungo del previsto – come abbiamo sottolineato nel precedente *Monthly House View* – e se gli effetti secondari restano sotto controllo come accaduto finora, l'inflazione dovrebbe invertire la rotta a partire dalla metà del 2022 per poi tornare gradualmente vicino agli obiettivi delle banche centrali entro il 2023.

## ASIA

Come osservato in Giappone, dove nel terzo trimestre l'economia ha deluso le aspettative subendo una contrazione dello 0,8% su base trimestrale, anche il continente asiatico è stato caratterizzato da problemi di approvvigionamento negli ultimi mesi. Inoltre, mentre gli ultimi indicatori in Cina, come le vendite al dettaglio e la bilancia commerciale hanno sorpreso in positivo, nei prossimi trimestri potrebbero entrare in gioco diversi fattori di rischio per la crescita. Le restrizioni autoimposte, come la politica della «tolleranza zero» nei confronti del COVID-19, i tagli alla produzione per il razionamento dell'elettricità a scopi ambientali e la riduzione dell'indebitamento del settore immobiliare hanno già indotto gli analisti a rivedere al ribasso le stime di crescita del PIL per il 2022 (al momento intorno al 5%). Di conseguenza, l'attività economica globale dovrebbe normalizzarsi più rapidamente del previsto, favorendo una riduzione delle pressioni inflazionistiche sulle materie prime e incidendo sui Paesi sensibili all'andamento della Cina. Più in generale, tuttavia, il miglioramento della situazione sanitaria dovrebbe sostenere i Paesi del sud-est asiatico, contribuendo al contempo a un allentamento delle strozzature nella regione.



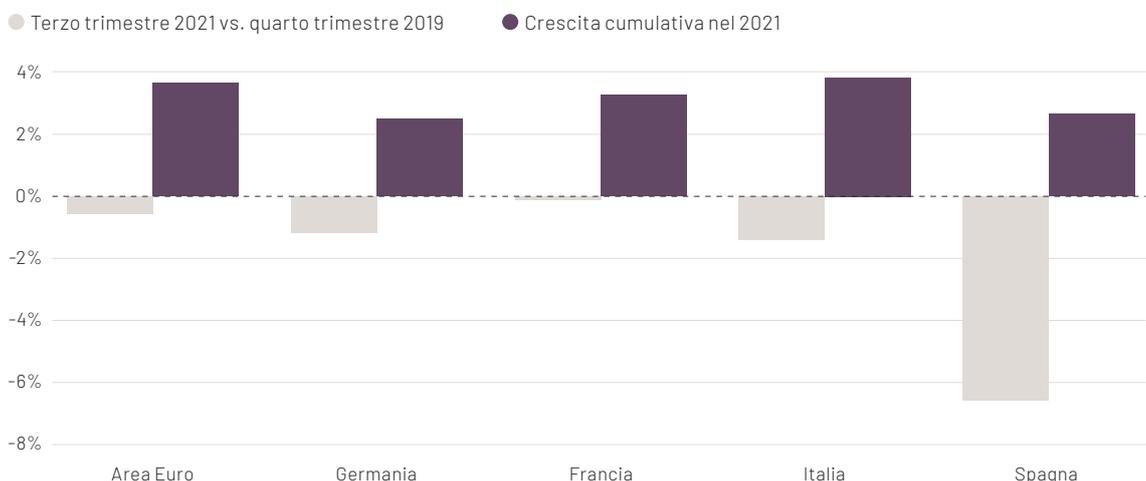
## LA RIPRESA EUROPEA appare piuttosto disomogenea

### AREA EURO

In Europa, il quadro è sostanzialmente simile ma con un relativo ritardo: l'inflazione ha accelerato al 4,1% e dovrebbe continuare a crescere mentre rallenta il ritmo dell'attività economica. Ciononostante, l'economia europea è in buona salute ed è quasi tornata sui livelli precedenti alla pandemia, anche se la ripresa appare piuttosto disomogenea (Grafico 2). Francia e Italia avanzano a un ritmo più sostenuto del previsto, mentre il PIL spagnolo resta del 6,6% al di sotto del livello del quarto trimestre 2019.

A livello globale, i minori risparmi delle famiglie europee e il sostegno delle politiche fiscali dovrebbero consentire ai consumi di essere ancora un forte volano della crescita nei prossimi trimestri. Ci aspettiamo una crescita del 3,9% nel 2022, ancora nettamente superiore al tasso potenziale. Tuttavia, gli sviluppi in termini di pressioni sulle forniture e il riacutizzarsi dell'epidemia di COVID-19, come si osserva già in questi giorni in Germania o in Austria dove il governo ha iniziato ad introdurre misure restrittive sulle persone non vaccinate, potrebbero incidere sulla domanda e dovrebbero essere monitorati attentamente.

GRAFICO 2: UNA RIPRESA PIUTTOSTO DISOMOGENEA ALL'INTERNO DELL'AREA EURO, VARIAZIONI DEL PIL, %



Fonti: Refinitiv, Eurostat, Indosuez Wealth Management.

## RENDIMENTI A LUNGO TERMINE RIDOTTI: COMPRENDERE LE DINAMICHE DI QUESTO MERCATO RIBASSISTA

In una fase in cui un numero sempre maggiore di banche centrali aumenta i principali tassi di riferimento, l'inflazione e i dati sulla crescita sono ancora elevati e duraturi, i rendimenti a lungo termine (trent'anni) dei Paesi sviluppati non sono saliti al ritmo previsto da molti operatori del mercato.

### BANCHE CENTRALI

Recentemente, alcune banche centrali hanno deciso di ridurre, in alcuni casi anche bruscamente, le misure di sostegno monetario introdotte all'apice della crisi economica nei rispettivi Paesi. Ad esempio, la Bank of Canada ha deciso di interrompere il proprio programma di *quantitative easing* (QE), la Bank of Australia ha abbandonato le misure di controllo della curva dei rendimenti fino alle scadenze a tre anni, mentre la Bank of England non è intervenuta al rialzo sui tassi nell'ultima riunione.

In un contesto di crescita sostenuta in diversi Paesi e di elevati livelli d'inflazione che non si toccavano da 30 anni, i rendimenti a lungo termine faticano a salire. Questo sorprende molti investitori obbligazionari, a partire dai veterani degli *hedge fund* che, a ottobre, hanno archiviato la performance peggiore dall'inizio degli anni Duemila.

Al momento della redazione di questo report, i trentennali USA si trovano nettamente al di sotto della soglia psicologica del 2%, lontanissimi da un semplice tasso a lungo termine implicito basato sulla regola di Taylor.

Il mercato dei cambi e alcuni mercati dei tassi a breve scontano invece due rialzi nel 2022. Questo potrebbe far scivolare la performance dei tassi a lungo termine? Quali sono i fattori trainanti delle performance dei tassi a lungo termine?

La domanda di *asset a duration* lunga continua a crescere vista la necessità di investire i sempre maggiori risparmi. Gli investitori istituzionali e le banche hanno invece bisogno di detenere *asset* liquidi nei propri bilanci per soddisfare i requisiti normativi. Le banche centrali di tutti i Paesi detengono anche titoli di Stato quale investimento per le proprie riserve valutarie in euro o per finalità di QE. Infine, stando agli studi condotti su un orizzonte di lungo periodo, l'indebitamento globale tende ad incidere sui rendimenti a lungo termine, mantenendo i rendimenti reali stabilmente in territorio negativo. In questo ambito, passiamo dai rendimenti nominali a quelli reali per segnalare lo sbalorditivo -0,5% su base *spot* dei rendimenti reali dei trentennali (derivati dal mercato dei TIPS) (Grafico 3).



Rendimenti a lungo termine  
**NEGATIVI**  
per un periodo di tempo indefinito

GRAFICO 3: RENDIMENTI NOMINALI E REALI DEI TRENTENNALI USA, %



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



La Fed avvia il *tapering* con un taglio degli acquisti di **15 MILIARDI DI DOLLARI** al mese

Tornando alla situazione attuale, i mercati estremamente rialzisti hanno subito un appiattimento a seguito della decisione della Bank of England (BoE) di mantenere invariati i tassi, aprendo invece a un rialzo nella riunione di dicembre. La Fed avvia il *tapering* con un taglio degli acquisti di 15 miliardi di dollari al mese, mentre il mercato sconta più di due rialzi dei tassi entro la fine del 2022.

La Fed dovrebbe avviare un ciclo rialzista dei tassi nel secondo semestre 2022 ma non è sicuramente atteso un ritmo tanto sostenuto come quello di questa impennata dell'inflazione. Di conseguenza, indipendentemente dall'andamento dei tassi a breve negli USA, i tassi reali resteranno in territorio molto negativo.

In Europa la BCE dovrebbe alzare i tassi una sola volta nel 2022. Con la fine dell'anno sempre più vicina, l'aumento dei tassi non dovrebbe essere fonte di rischi per i mercati globali. Ciononostante, teniamo sotto controllo l'aumento della volatilità nei segmenti obbligazionari e le dislocazioni dei mercati degli *swap* visto che i mercati entrano (molto precocemente per la stagione!) nella fase finale dell'anno caratterizzata da un andamento più regolare.

## CREDITO

Sul fronte del credito, le performance hanno risentito della volatilità sui tassi. I premi al rischio del segmento *investment grade* restano molto ridotti nei Paesi sviluppati, mentre l'*high yield* realizza sempre buone performance in Europa e negli Stati Uniti. Il debito subordinato in euro offre ancora valore nell'Area Euro in quanto il prossimo anno le obbligazioni dovrebbero essere richiamate e vi sarà un pari ammontare di nuove emissioni.

Il mercato *high yield* cinese resta estremamente volatile (Grafico 4) in quanto risente degli annunci dei pagamenti in extremis delle cedole da parte di Evergrande o degli annunci delle misure di sostegno statale al settore immobiliare tramite le aziende pubbliche (SOE, State-Owned Enterprise). Diverse società immobiliari sono andate in *default* nelle ultime due settimane, mentre Sunac ha raccolto oltre 950 milioni di dollari USA con la vendita delle proprie azioni. La maggiore volatilità in questo segmento è una conseguenza della scarsità di liquidità e dei rischi di natura fondamentale. Ciononostante, con il mercato che non discrimina le società e il governo che adotta misure di sostegno al settore, gli investitori di medio periodo dovrebbero beneficiare dei rendimenti elevati e dei potenziali ritorni elevati derivanti dalla detenzione di posizioni.

GRAFICO 4: RENDIMENTO DEL MERCATO HIGH YIELD CINESE, DENOMINATO IN DOLLARI USA, %



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

## RALLY DI FINE ANNO!

Confermiamo il giudizio positivo sulle Azioni nella convinzione che l'avvio della stagione degli utili potrebbe essere un catalizzatore positivo per il mercato. Agli inizi della parte migliore dell'anno a livello di stagionalità, gli indicatori del *sentiment* hanno segnalato per la maggior parte un orientamento di prudenza che è stato un buon indicatore contrarian. Dopo il recente rimbalzo, il potenziale di rialzo è più limitato ma l'attuale *momentum* dovrebbe continuare fino a fine anno, ancora trainato dalle revisioni al rialzo degli utili, dai flussi e dalla.

L'ultimo sviluppo positivo è legato alla buona comunicazione della Fed in merito all'avvio del *tapering*. La reazione positiva del mercato conferma che i principali indici azionari sono in grado di sopportare il *tapering*, in quanto la liquidità in eccesso è ai massimi, ma non si esaurirà.

soprattutto in riferimento alle aspettative di una crescita economica globale ancora al di sopra del tasso potenziale di lungo periodo nei prossimi mesi.

## STAGIONE DEGLI UTILI

La stagione degli utili del terzo trimestre è apparsa positiva e rassicurante, soprattutto rispetto alle preoccupazioni per i margini.

Abbiamo la conferma che i margini dipendono soprattutto dall'andamento delle vendite e dall'incremento della domanda piuttosto che dai salari e dai costi dei fattori produttivi. Infatti i margini sono cresciuti ancora dall'inizio della stagione e sono stati rivisti al rialzo per il periodo 2022-2023.

Ora per gli investitori è tempo di pensare alle prospettive per gli utili 2022. Le aspettative per l'EPS del 2022 restano abbastanza ragionevoli (+7/8%),

## STATI UNITI

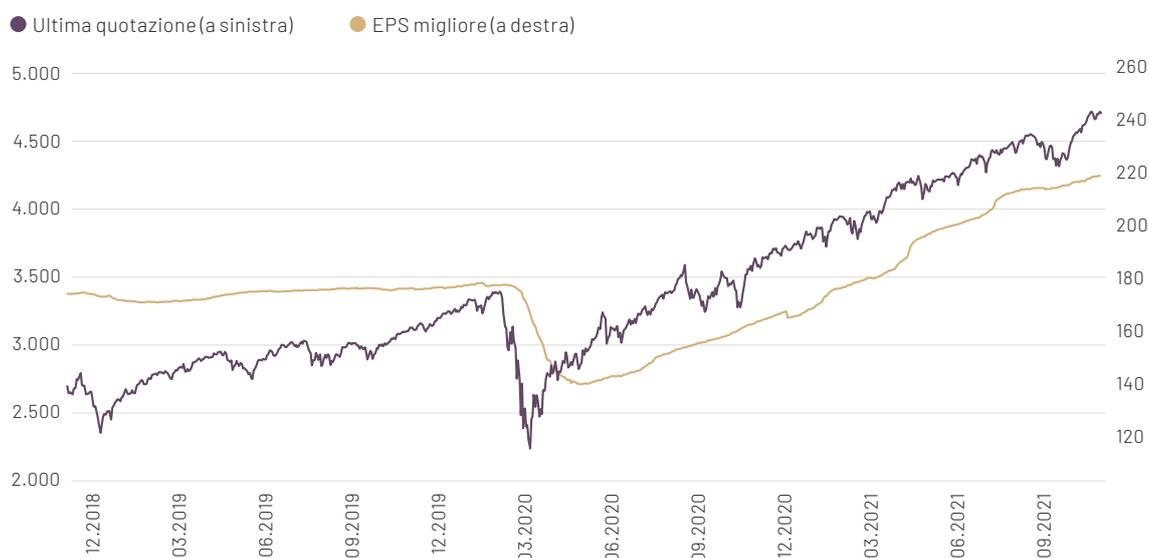
A dispetto delle preoccupazioni circa la capacità di tenuta delle società rispetto all'inflazione delle materie prime e ai costi della manodopera, la stagione di pubblicazione dei risultati del terzo trimestre è stata in gran parte rassicurante.

Ormai a chiusura della stagione degli utili, l'81% di queste società ha registrato un EPS effettivo superiore alle stime. L'EPS dell'indice S&P 500 nel terzo trimestre<sup>1</sup> è cresciuto (Grafico 5) del +41% su base annua, superando le aspettative del 10%. Nel frattempo, la percentuale di società incluse nell'indice S&P 500 che hanno rivisto al rialzo le stime dell'EPS è vicina ai massimi del decennio.



L'81%  
delle società  
ha registrato EPS  
superiori alle stime

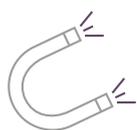
## GRAFICO 5: S&amp;P 500 RISPETTO ALL'EPS



Nota: La forte crescita dell'EPS ha spinto al rialzo i mercati, con l'indice S&P 500 che ha toccato il massimo storico.

Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

La performance passata non è una garanzia di risultati futuri.



L'Europa offre una  
**VALUTAZIONE  
INTERESSANTE**

Infine, la conclusione più obiettiva di questa fase di pubblicazione dei risultati è senza dubbio la reazione degli indici americani dall'inizio della stagione a metà ottobre. Dal 12 ottobre, gli indici MSCI USA e Russell 2000 sono saliti del 9%, il Nasdaq 100 e il FANG del 12%, mentre il SOX (l'indice dei semiconduttori) ha addirittura registrato un rialzo del 21%!

## MERCATI EMERGENTI

Crediamo che una parte sostanziale dell'attuale contesto normativo cinese sia stata scontata e sia riflessa nelle attuali valutazioni di alcune specifiche società asiatiche orientate alla crescita.

Infine le autorità cinesi potrebbero annunciare misure di allentamento mirate e un riequilibrio della politica nei prossimi mesi. Ciò potrebbe in qualche modo smorzare alcune delle preoccupazioni che affliggono gli investitori e migliorare il *sentiment* nei confronti delle azioni cinesi.

La campagna vaccinale anti-COVID-19 prosegue in tutta l'Asia (con la popolazione cinese vaccinata con ciclo completo ormai vicina all'80%). Tuttavia, l'attuale politica della «tolleranza zero» della Cina nei confronti del COVID-19 e i conseguenti *lockdown* temporanei circoscritti ad alcune zone sembrerebbero ritardare per il momento una ripresa economica completa del Paese, incidendo negativamente sul *momentum* degli utili.

## EUROPA

L'Europa continua a offrire una valutazione interessante (in termini assoluti e relativi), una buona crescita dell'EPS (secondo il consenso è ragionevole presumere un +8% per il 2022e<sup>2</sup>) e tendenze positive sul fronte delle revisioni dell'EPS (migliori rispetto agli USA). La stagione degli utili del terzo trimestre è stata molto rassicurante su questo fronte a dispetto delle note problematiche (inflazione dei costi dei fattori produttivi, interruzioni alle filiere, nuova tornata di *lockdown* in alcune aree geografiche, ecc.), con la maggior parte delle imprese che è stata in grado di dimostrare la propria capacità di far fronte a questo contesto difficile. Inoltre, la forza del dollaro ha sostenuto ulteriormente i mercati azionari, soprattutto nel caso di esportatori e società internazionali.

## SETTORI

L'aumento dei rendimenti dei decennali tende a favorire i settori *Value* e a penalizzare i Difensivi, ma lo stesso si può dire in merito alle aspettative inflazionistiche. Titoli bancari, *Value* e Ciclici sono favoriti in uno scenario segnato dai timori inflazionistici, che invece potrebbe essere penalizzante per Difensivi, Alimentari e Bevande, e Sanità.

Il segmento tecnologico è immune dalle previsioni su rendimenti obbligazionari e inflazione, in quanto il forte potere di determinazione dei prezzi potrebbe superare l'impatto negativo sulla valutazione.

## IL POSSENTE DOLLARO USA CHIUDE L'ANNO SUI MASSIMI

Mentre ci avviciniamo alla fine dell'anno, il dollaro USA sta beneficiando della liquidità in circolazione e dell'assenza di buone notizie relative alle altre valute, anche se la sterlina inglese ha inaspettatamente registrato una performance sorprendente. Confermandosi valuta rifugio dall'inflazione, il franco svizzero mostra sempre una tenuta degna di nota, mentre l'oro ha ripreso a salire a novembre.



LE DELUDENTI  
SORPRESE SUL  
FRONTE  
DELLA CRESCITA  
e l'orientamento  
ACCOMODANTE  
in altre aree  
hanno sostenuto  
il dollaro

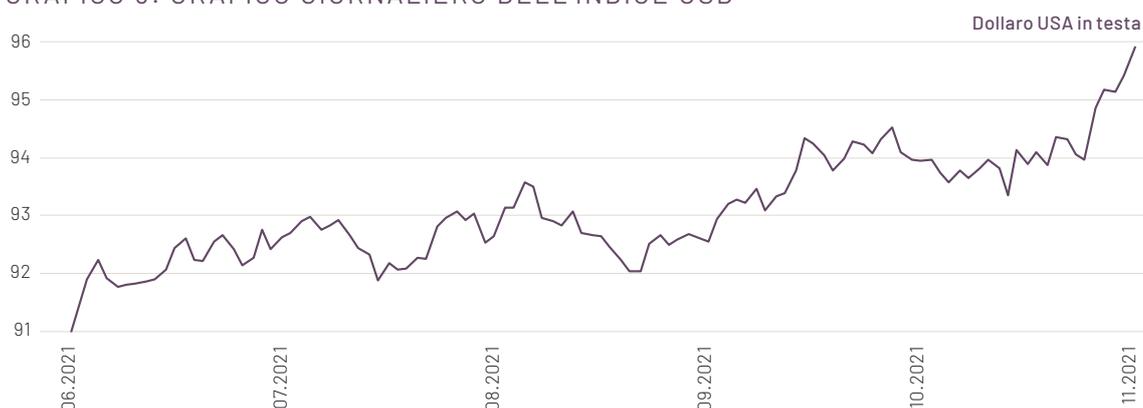
### USD - IL BIGLIETTO VERDE SALE A DISPETTO DI RENDIMENTI «REALI» SEMPRE PIÙ NEGATIVI

In maniera del tutto inattesa, l'appiattimento della curva dei rendimenti USA, sulla scia della pubblicazione di un CPI (indice dei prezzi al consumo) inerziale ai massimi da 30 anni, non è riuscito a intaccare l'appetito di fine anno per il dollaro (Grafico 6). Nemmeno il tanto atteso annuncio del FOMC relativo ad un *tapering* accomodante è riuscito ad incidere sulla forza del biglietto verde rispetto ai rendimenti negativi di euro, yen e franco svizzero. Le deludenti sorprese sul fronte della crescita e l'orientamento accomodante in altre aree hanno effettivamente sostenuto il dollaro in mancanza di alternative. Inoltre, il peggioramento della congiuntura legata al COVID-19, in Europa in primis, ha acuito la debolezza dell'euro. Da un punto di vista tecnico, il *momentum* rialzista del dollaro potrebbe continuare ancora per qualche tempo, soprattutto in caso di tempestiva risoluzione dell'*impasse* circa l'imminente scadenza del tetto del debito. Tuttavia, a lungo termine rimaniamo scettici rispetto alla sostenibilità dell'attuale corsa del dollaro oltre il primo trimestre del 2022, poiché i mercati valutari prezzano più rialzi rispetto ai mercati obbligazionari e poiché vi sono crescenti necessità di finanziamento legate al piano *Build Back Better* che è ancora in discussione.

### XAU - L'ORO TORNA A BRILLARE SULLA SCIA DEI TIMORI DI UN'INFLAZIONE FUORI CONTROLLO

Il metallo giallo torna sotto i riflettori per la sua capacità di fungere da strumento di copertura dalle pressioni inflazionistiche sempre meno «transitorie» all'interno dei portafogli. Il dato estremamente elevato relativo al CPI USA ha spinto gli operatori del mercato ad andare alla ricerca della protezione degli *hard asset* «reali». Dato che è improbabile «trovare rifugio» per tutti nel mondo delle cripto, l'oro potrebbe iniziare a recuperare il suo ruolo tradizionale all'interno dei portafogli esposti alle azioni. Dato che il posizionamento speculativo sull'oro è piuttosto ridotto dopo mesi di infiniti movimenti laterali, la formazione di un *breakout* tecnico del tipo spalle-testa-spalle sopra i 1.835 dollari USA l'oncia non passerà inosservata. Le tensioni geopolitiche legate ai migranti sulle frontiere dell'Europa orientale potrebbero rafforzare l'attrattività del metallo giallo come «porto sicuro» a breve termine, aprendo a un possibile nuovo test del massimo iniziale di 1.917 dollari USA l'oncia dello scorso giugno.

GRAFICO 6: GRAFICO GIORNALIERO DELL'INDICE USD



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



### CHF - LA FORZA DEL FRANCO SVIZZERO

Dopo aver ceduto quasi il 2,5% a ottobre e aver violato la soglia di 1,06, il cambio EUR/CHF si è avvicinato a quota 1,05 a inizio novembre, un livello che non si raggiungeva da marzo 2020. A quei tempi la Banca Nazionale Svizzera (BNS) ammetteva di essere intervenuta per stabilizzare la coppia valutaria durante la crisi pandemica. Oggi potremmo aspettarci lo stesso comportamento dalla Banca Nazionale Svizzera nel caso in cui gli investitori decidessero di testare di nuovo questo livello. Il dato complessivo sui depositi a vista è salito lievemente a novembre ma nulla induce a ipotizzare un intervento della banca centrale. Il fatto che in Svizzera l'inflazione sia ancora molto più contenuta rispetto al livello raggiunto nell'Area Euro, rispettivamente 1,2% e 4,1% a fine ottobre, è tra le motivazioni alla base della forza del franco svizzero.

### GBP - LA BANK OF ENGLAND DELUDE

Conclusasi con un nulla di fatto sul fronte dei tassi, la riunione di novembre della Bank of England ha sorpreso i mercati poichè gli investitori si aspettavano un primo rialzo dei tassi. La delusione ha spinto al ribasso il cambio GBP/USD (da 1,38 a 1,34),

che potrebbe restare sotto pressione a causa delle aspettative inflazionistiche sempre elevate; i rialzi dei tassi dovrebbero invece essere più graduali. Oggi la Bank of England pare divisa tra la gestione dell'inflazione e il sostegno all'economia in una fase di persistente incertezza. In questo contesto, preferiamo restare prudenti su tale cambio.

### CNY - IN COSTANTE ASCESA

Inaspettatamente il renminbi ha proseguito senza sosta il suo trend rialzista, incurante del rafforzamento del dollaro USA nei confronti delle controparti del G3 con rendimenti negativi. Quanto più i tassi «reali» statunitensi scendono in territorio negativo, tanto più il capitale viene investito senza copertura nei rendimenti «reali» relativamente elevati offerti in Cina, a dispetto del rallentamento della crescita interna. Lo conferma il fatto che il renminbi abbia appena toccato un massimo da cinque anni nel cambio con un euro traballante. Tuttavia, a seguito di tale apprezzamento seppur utile a ridurre i prezzi delle materie prime importate, la People's Bank of China (PBoC) sembra ora alle prese con l'attuale *overshoot*, richiedendo alle banche di contenere volumi e limiti del *trading* proprietario speculativo per porre un freno agli afflussi.

## SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE

### SCENARIO DI INVESTIMENTO

#### TENDENZE MACROECONOMICHE

- Nel 2022 la crescita del PIL dovrebbe tornare a livelli più consoni rispetto al 2021, ancora al di sopra del tasso potenziale ma limitata dal rincaro dei prezzi energetici e dagli squilibri sul fronte dell'offerta.
- La flessione della crescita del PIL statunitense nel terzo trimestre 2021 è stata confermata, con simultanee limitazioni dell'offerta ed un recupero incompleto della domanda a causa delle misure restrittive residue.
- Anche il pronunciato rallentamento della Cina è stato confermato nel terzo trimestre, ma la bilancia esterna e le vendite al dettaglio mostrano una buona tenuta; le preoccupazioni si sono spostate dalle pressioni normative al settore immobiliare.

#### INFLAZIONE E BANCHE CENTRALI

- Negli ultimi mesi ci aspettavamo che l'inflazione accelerasse a ritmi elevati nel secondo semestre 2021 verso il 5%. Le notizie recenti hanno convalidato questa visione che manteniamo per tutto il primo trimestre 2022 sulla scorta delle limitazioni sul fronte dell'offerta e dei prezzi dell'energia. Successivamente l'inflazione dovrebbe scendere, pur restando al di sopra del target delle banche centrali per tutto il 2022.
- Ciononostante, siamo convinti che le banche centrali resteranno fedeli al proprio piano di progressivo *tapering* o ricalibrazione delle politiche, con una riduzione degli acquisti di *asset* a partire da fine anno negli Stati Uniti e da marzo in Europa, nonché probabilmente due rialzi dei tassi USA da settembre a dicembre 2022.

#### CICLO DEGLI UTILI E FONDAMENTALI AZIENDALI

- Il *momentum* degli utili continua a sorprendere al rialzo a dispetto dei problemi legati ai margini in vari settori. La stagione degli utili del terzo trimestre ha prodotto revisioni positive e conferma il potere di determinazione dei prezzi delle società.
- I tassi di *default* resteranno limitati nei mercati sviluppati e rappresentano un supporto per gli *spread*.

- Il processo di ristrutturazione del settore immobiliare cinese e le revisioni al ribasso dei *rating* hanno determinato un forte ampliamento degli *spread* creditizi; il contesto resterà volatile e la liquidità quasi assente verso fine anno ma le valutazioni sono interessanti.

#### FATTORI DI RISCHIO

- Ulteriore rallentamento e ristrutturazione del settore immobiliare in Cina.
- Un'inflazione meno temporanea del previsto tale da mettere sotto pressione le banche centrali.
- Rallentamento della crescita del PIL a causa delle limitazioni sul fronte dell'offerta.
- Riacutizzazione dei rischi geopolitici nell'Europa orientale e incertezze legate alle elezioni francesi del 2022.

### CONVINZIONI SULL'ALLOCAZIONE

#### AZIONI

- Restiamo ottimisti sulle azioni in questa fase rialzista del mercato in chiusura d'anno ma meno positivi per l'inizio del 2022, data l'euforia attualmente espressa dagli indicatori ed il rallentamento della crescita degli utili il prossimo anno.
- Abbiamo una predilezione per i mercati sviluppati, in particolare per l'Area Euro nei portafogli in euro. Restiamo relativamente costruttivi in un orizzonte di lungo periodo sulla Cina ma ravvisiamo pochi catalizzatori per una rapida ripresa data la debolezza delle revisioni sugli utili, le incertezze normative e la ristrutturazione del settore immobiliare.
- Manteniamo un giudizio positivo sui segmenti *Value* e *Growth*, in quanto i titoli orientati alla crescita secolare proteggono ancora in maniera efficace dall'impatto dell'inflazione sui margini. Inoltre, lo stile *Value* dovrebbe continuare a sfruttare le forti revisioni al rialzo degli utili ed offrire valutazioni attraenti. Nel segmento *Value*, abbiamo una predilezione per i settori energetico, bancario e automobilistico. Restiamo in sottopeso sui settori difensivi.



Predilezione  
per i

**MERCATI  
SVILUPPATI**  
nel comparto  
azionario

## REDDITO FISSO

- Abbiamo mantenuto una posizione di sottopeso sui titoli di Stato; l'atteso aumento dei tassi a lungo termine si è concretizzato ed è probabile che proseguirà, ma il ritmo sta rallentando e cede il testimone ad ulteriori pressioni rialziste sul segmento a breve termine della curva.
- Siamo più prudenti sugli *inflation breakeven* che hanno guadagnato parecchio terreno negli ultimi due mesi e ora scontano il rimbalzo dell'inflazione realizzata e l'incremento delle aspettative inflazionistiche.
- È stato confermato un giudizio positivo sul credito dei mercati maturi e soprattutto sul debito subordinato e *high yield corporate*.
- Debito emergente: la selettività è fondamentale, in quanto le interessanti valutazioni sono compensate da un *sentiment* molto debole e dall'incertezza normativa. La dislocazione del credito cinese è una fonte di opportunità.

## VALUTE E METALLI PREZIOSI

- L'atteso rafforzamento del dollaro USA è stato confermato sotto quota 1,15; il biglietto verde potrebbe essere ancora sostenuto a breve termine, date le politiche monetarie divergenti e le incertezze politiche in essere nell'Area Euro.
- Lo yen giapponese è ritenuto ancora una buona copertura per la volatilità e il contesto macroeconomico, soprattutto nei portafogli in Euro.
- Inoltre, restiamo ottimisti sul renminbi nel lungo periodo, ma il recente apprezzamento (soprattutto rispetto all'Euro) offre meno potenziale e potrebbe esporlo a breve termine nel cambio con l'Euro.
- Le altre valute dei mercati emergenti resteranno volatili in questa congiuntura temporanea caratterizzata da un'elevata volatilità, ma potrebbero iniziare a offrire opportunità nel 2022 con il progressivo chiarimento della situazione.
- Di recente, l'oro ha beneficiato delle inattese dinamiche inflazionistiche, ma il suo andamento potrebbe risentire del processo di normalizzazione della Fed.

## 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	=/-	=
EUR breakeven inflazione	=	=
USD breakeven inflazione	=/-	=
<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	=	-/=
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.

DATI AGGIORNATI AL 17 NOVEMBRE 2021



TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	1,59%	-6,78	67,57
Francia 10A	0,11%	-10,20	45,20
Germania 10A	-0,25%	-12,10	32,40
Spagna 10A	0,49%	-1,80	44,20
Svizzera 10A	-0,12%	-4,50	42,80
Giappone 10A	0,07%	-1,50	5,70

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	41,46	-2,06%	-8,38%
Titoli di Stato in EUR	219,79	0,33%	-1,07%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	213,64	0,42%	3,18%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	328,93	-0,15%	3,38%
Titoli di Stato USA	320,12	-0,09%	-1,77%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	51,22	-0,70%	-3,54%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	1,0508	-1,86%	-2,82%
GBP/USD	1,3487	-2,44%	-1,34%
USD/CHF	0,9286	1,06%	4,90%
EUR/USD	1,1319	-2,85%	-7,34%
USD/JPY	114,08	-0,20%	10,49%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	17,11	1,62	-5,64

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	4.688,67	3,36%	24,83%
FTSE 100 (Regno Unito)	7.291,20	0,94%	12,86%
Stoxx Europe 600	489,95	4,23%	22,79%
Topix	2.038,34	0,53%	12,95%
MSCI World	3.221,03	2,33%	19,74%
Shanghai SE Composite	4.885,75	-0,50%	-6,25%
MSCI Emerging Markets	1.286,87	-1,10%	-0,34%
MSCI Latam (America Latina)	2.113,63	-5,17%	-13,79%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	291,47	-2,59%	20,81%
MSCI Asia Ex Japan	826,90	-0,59%	-1,90%
CAC 40 (Francia)	7.156,85	6,73%	28,92%
DAX (Germania)	16.251,13	4,69%	18,46%
MIB (Italia)	27.824,94	4,68%	25,15%
IBEX (Spagna)	8.993,40	-0,27%	11,39%
SMI (Svizzera)	12.600,15	4,89%	17,72%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	4.362,00	-21,73%	3,36%
Oro (USD/Oncia)	1.867,48	4,79%	-1,63%
Greggio WTI (USD/Barile)	78,36	-6,57%	61,50%
Argento (USD/Oncia)	25,17	2,95%	-4,71%
Rame (USD/Tm)	9.406,50	-7,65%	21,12%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	4,82	-6,85%	89,68%

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

	AGOSTO 2021	SETTEMBRE 2021	OTTOBRE 2021	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (17 NOVEMBRE 2021)
MIGLIORI (+)	3,26%	3,54%	6,91%	4,23%	24,83%
	3,14%	1,26%	5,59%	3,36%	22,79%
	2,90%	0,30%	4,55%	2,33%	20,81%
	2,42%	-0,47%	2,43%	0,94%	19,74%
	2,35%	-3,41%	2,13%	0,53%	12,95%
	2,08%	-4,25%	1,32%	-0,50%	12,86%
	1,98%	-4,29%	0,93%	-0,59%	-0,34%
	1,24%	-4,36%	0,87%	-1,10%	-1,90%
	0,21%	-4,76%	-1,43%	-2,59%	-6,25%
PEGGIORI (-)	-0,12%	-11,39%	-5,38%	-5,17%	-13,79%

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



**AIE:** Agenzia internazionale dell'energia.

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

**Blockchain:** Tecnologia per l'archiviazione ed il trasferimento di informazioni. Assume la forma di una banca dati che può essere condivisa simultaneamente con tutti i suoi utenti e che, in generale, non dipende da alcun organo centrale.

**BLS:** Bureau of Labor Statistics.

**BNEF:** Bloomberg New Energy Finance.

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

**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.

**Deflazione:** Opposto dell'inflazione. Diversamente da quest'ultima, si distingue per un calo duraturo ed autosostenuto del livello generale dei prezzi.

**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.

**Economia di scala:** Riduzione del costo unitario di un prodotto che ottiene un'impresa aumentando i volumi di produzione.

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

**ESG:** Sistema di *rating* extra-finanziario delle imprese incentrato sulle sfere Ambientale, Sociale e di Governance, che consente di valutare la sostenibilità e l'impatto etico di un investimento in una società.

**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.

**Gig economy:** Sistema caratterizzato da posti di lavoro flessibili, temporanei od autonomi.

**Giapponesizzazione dell'economia:** Fase di stagnazione che ha segnato l'economia giapponese negli ultimi trent'anni. L'espressione viene in genere utilizzata con riferimento al timore degli economisti che altri paesi sviluppati seguano la medesima tendenza.

**Inflazione di pareggio (o «inflation breakeven» in inglese):** Livello di inflazione al quale i rendimenti delle obbligazioni nominali e di quelle indicizzate all'inflazione (di scadenza e qualità identiche) sono in equilibrio. In altre parole, è il livello di inflazione al quale un investitore può indifferentemente scegliere di detenere un'obbligazione nominale od un'obbligazione indicizzata all'inflazione. Rappresenta pertanto le previsioni inflazionistiche in una regione geografica per una determinata scadenza.

**IPCC:** Gruppo intergovernativo sul cambiamento climatico.

**IRENA:** Agenzia internazionale per le energie rinnovabili.

**ISM:** Institute for Supply Management

**Metaverso:** Un metaverso (dall'inglese *metaverse*, contrazione di *meta universe*, ossia meta-universo) è un mondo virtuale fittizio. Il termine viene comunemente utilizzato per descrivere una futura versione di Internet dove degli spazi virtuali, permanenti e condivisi, sono accessibili tramite interazione 3D.

**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.

**OCSE:** Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico.

**Oligopolio:** Una situazione che si verifica quando sono presenti pochi offerenti (venditori) che producono un bene omogeneo, e un numero elevato di richiedenti (acquirenti).

**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).

**Pricing power:** Espressione della lingua inglese che designa la capacità di un'impresa o di un marchio di aumentare i prezzi, senza che tale incremento influisca sulla domanda per i suoi prodotti.

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

**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.

**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.

**Stagnazione secolare:** La stagnazione secolare designa un periodo prolungato di crescita economica debole o assente.

**Tasso swap d'inflazione 5 anni tra 5 anni:** Indica dove si attesteranno tra cinque anni le previsioni inflazionistiche a cinque anni. Mostra quindi come possono evolvere in futuro tali previsioni.

**Uberizzazione:** Termine ispirato al nome della società americana Uber, che sviluppa e gestisce piattaforme digitali volte a mettere in contatto gli autisti e gli utenti. Indica un nuovo modello di business che utilizza le nuove digitali e si iscrive nel quadro dell'economia collaborativa, ponendo in relazione diretta clienti e fornitori, con un costo di produzione ridotto e prezzi più bassi.

**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.

**WTI (West Texas Intermediate):** Insieme al Brent, il WTI è un parametro di riferimento per i prezzi del greggio. Il petrolio è prodotto in America ed è una miscela di diversi greggi dolci.

## DICHIARAZIONE DI ESCLUSIONE DI RESPONSABILITÀ

Il documento dal titolo «Monthly House View» («l'Opuscolo») è rilasciato unicamente a fini di comunicazione commerciale.

Le lingue in cui è redatto rientrano tra le lingue di lavoro di Indosuez Wealth Management.

Le informazioni contenute nell'Opuscolo non sono state riviste, né sono soggette all'approvazione o all'autorizzazione di alcuna autorità di regolamentazione o di sorveglianza del mercato in qualsiasi giurisdizione.

L'Opuscolo non è destinato o rivolto a persone di un paese specifico.

L'Opuscolo non è destinato a cittadini, persone domiciliate o residenti in un paese o in una giurisdizione in cui la distribuzione, la pubblicazione, la messa a disposizione o l'utilizzo dello stesso sono contrari alle leggi o ai regolamenti applicabili.

Il presente documento non costituisce o contiene un'offerta o un invito ad acquistare o vendere qualsivoglia strumento e/o servizio finanziario. Analogamente, esso non costituisce in alcun modo una strategia, una raccomandazione o un consiglio di investimento o disinvestimento di carattere personalizzato o generale, una consulenza legale, fiscale o di audit oppure qualsiasi altro tipo di consulenza di natura professionale. Non viene fornita alcuna garanzia che un qualsivoglia investimento o strategia sia idoneo e appropriato alle circostanze personali o che un qualsivoglia investimento o strategia costituisca una consulenza di investimento personalizzata per qualsiasi investitore.

La data rilevante del presente documento è, salvo diversa indicazione, la data di redazione indicata nell'ultima pagina della presente dichiarazione. Le informazioni contenute nel presente documento sono basate su fonti ritenute affidabili. Facciamo del nostro meglio per garantire l'attualità, l'accuratezza e la completezza delle informazioni contenute nel presente documento. Tutte le informazioni, così come il prezzo, le valutazioni di mercato e i calcoli indicati nel presente documento sono soggetti a modifiche senza preavviso. Le performance e i prezzi passati non sono un'indicazione di performance e prezzi futuri.

I rischi includono, tra gli altri, rischi politici, di credito, di cambio, economici e di mercato. Prima di concludere qualsiasi transazione, è necessario consultare il proprio consulente in materia di investimenti e, se necessario, ottenere una consulenza professionale indipendente in merito ai rischi, nonché a qualsiasi conseguenza legale, regolamentare, creditizia, fiscale e contabile. Si consiglia di rivolgersi ai propri consulenti di fiducia per prendere decisioni in modo autonomo e tenendo conto della propria situazione, conoscenza ed esperienza in ambito finanziario.

I tassi di cambio delle valute estere possono influire negativamente sul valore, sul prezzo o sul reddito dell'investimento quando questo viene realizzato e riconvertito nella valuta di base dell'investitore.

CA Indosuez, società di diritto francese, capogruppo per l'attività di gestione patrimoniale del gruppo Crédit Agricole, nonché le rispettive controllate ed entità collegate, ovvero CA Indosuez, CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, le rispettive controllate, filiali e uffici di rappresentanza, ovunque si trovino, operano sotto il marchio unico Indosuez Wealth Management. Ciascuna delle controllate nonché le rispettive controllate, le filiali e gli uffici di rappresentanza, così come ognuna delle altre entità di Indosuez Wealth Management sono definite singolarmente la «Entità» e congiuntamente le «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:** la presente pubblicazione è distribuita da CA Indosuez, società anonima con capitale di 584.325.015 euro, istituto di credito e broker assicurativo, iscritta nel Registro degli intermediari assicurativi con il numero 07 004 759 e nel Registro di commercio e delle società di Parigi con il numero 572 171 635, con sede legale in 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 Parigi e supervisionata dall'Autorità francese di controllo prudenziale e di risoluzione e dall'Autorità francese dei mercati finanziari;
- **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 Espana, operante sotto la supervisione del Banco de Espana (www.bde.es) e della Commissione Nazionale del Mercato Azionario (Comision 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 Espana 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<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 Regione amministrativa speciale:** 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-007 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;

- **altri paesi:** la distribuzione della presente pubblicazione potrebbe inoltre essere limitata da leggi e regolamenti in vigore in altri paesi. I soggetti in possesso della presente pubblicazione devono informarsi sulle eventuali restrizioni legali e rispettarle.

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 22.11.2021.

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.

