

MONTHLY HOUSE VIEW

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING – NOVEMBRE 2020

DOCUMENTO DI MARKETING



FOCUS

IL RENMINBI: LA VALUTA DEL XXI SECOLO?

AZIONI

LE PRESIDENZIALI USA ALLE BATTUTE FINALI

3 EDITORIALE
LA PANDEMIA, IL PRESIDENTE, I MERCATI

4 FOCUS
IL RENMINBI: LA VALUTA DEL XXI SECOLO?

7 MACROECONOMIA
PIANI DI EMERGENZA

9 AZIONI
LE PRESIDENZIALI USA ALLE BATTUTE FINALI

11 REDDITO FISSO
LA RICERCA DI RENDIMENTO RIMARRÀ INTATTA
MA LA SELETTIVITÀ È SEMPRE CRUCIALE

13 CAMBI
LA NOSTRA HOUSE VIEW

15 ASSET ALLOCATION
SCENARIO D'INVESTIMENTO
ED ALLOCAZIONE

16 MONITOR DEI MERCATI
PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI

17 GLOSSARIO

EDITORIALE



VINCENT MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth Management

LA PANDEMIA, IL PRESIDENTE, I MERCATI

Cara Lettrice, caro Lettore,

I mercati si stanno concentrando sui giusti catalizzatori e fattori di rischio?

Una domanda che agita le notti degli investitori, con una insolita tornata di elezioni statunitensi all'orizzonte.

Il recente andamento dei mercati cela in realtà un paradosso. Da un lato, la vittoria sempre più plausibile di Joe Biden non turba apparentemente gli investitori, come dimostra la favorevole dinamica delle azioni americane nelle scorse due settimane. Dall'altro, le crescenti probabilità di un'ondata blu alla Camera dei Rappresentanti (con i democratici che potrebbero aggiudicarsi anche il Senato) avvalorano l'ipotesi di una riforma fiscale, che potrebbe a sua volta pesare sugli utili delle società statunitensi.

Nelle ultime due settimane, l'attenzione dei mercati è stata polarizzata dalle speranze di un accordo fiscale, che non sarà necessariamente siglato prima delle elezioni ma, a prescindere da chi siederà nello "studio ovale" dal prossimo gennaio, dovrebbe essere in qualche modo raggiunto. In quest'ottica, le azioni cicliche hanno conquistato le luci della ribalta, mettendo forse in secondo piano il responso delle urne.

Tuttavia, questo non significa che gli investitori ignorano il rischio di un esito inatteso, ad esempio elezioni contestate sulle quali sarà la Corte suprema a pronunciarsi. È sufficiente guardare all'elevata volatilità implicita delle azioni per capire che sono state verosimilmente attuate molte strategie di copertura. La loro chiusura potrebbe tradursi in un positivo andamento dei mercati nel periodo post-elettorale, chiunque sia il vincitore e solo perché è venuto meno il fattore di incertezza.

Presidenziali statunitensi a parte, gli investitori devono restare lucidi e soffermarsi su cosa ci suggeriscono i fondamentali. Al riguardo, il quadro generale lancia messaggi discordanti tra Stati Uniti e Zona Euro, tra la macroeconomia ed i segnali *bottom-up* provenienti dalla stagione degli utili in corso.

Sul fronte macro, la divergenza tra Cina, Stati Uniti ed Europa sembra aumentare, confermando la nostra gerarchia tra le regioni a livello di allocazione azionaria: un giudizio molto positivo sulla Cina, l'unica grande economia in espansione nel 2020 rispetto al 2019, ed una preferenza per le azioni a stelle e strisce a scapito delle omologhe europee, con queste ultime pressoché stabili da giugno.

Sul fronte *bottom-up*, la stagione degli utili sembra aprirsi con sorprese positive, suscettibili di dare slancio alle previsioni sui profitti di fine anno, anche se quelle per il 2021 possono risultare ambiziose.

Un simile panorama ed una tale gerarchia nelle preferenze cambieranno con l'avvicinarsi della fine dell'anno e dopo la tornata elettorale? A nostro parere, queste elezioni lasceranno il segno sui mercati. Oltre alle reazioni sul breve termine, il programma della prossima amministrazione potrebbe influire sulla curva statunitense e sul dollaro, che inciderebbero a loro volta sui settori e le regioni eventualmente privilegiati nel nuovo contesto.

Un successo di Biden potrebbe favorire nel 2021 una sovraperformance delle azioni cicliche e degli *asset* emergenti, dopo un anno dominato dalle azioni USA, i titoli di qualità ed il settore tecnologico (che spiega anche la sovraperformance della Cina). Nella maggior parte dei casi, gli *asset* cinesi potrebbero continuare a mettersi in luce; permangono invece incertezze in Europa, nonostante il fascino esercitato dalle valutazioni più basse e le interessanti opportunità tra le *mid cap* e le società orientate all'ambiente.

In breve, gli investitori non dovrebbero reagire in maniera eccessiva alle elezioni americane, ma possono prepararsi per quello che accadrà dopo, adottando al contempo strategie che li mettano al riparo da esiti imprevedibili.

FOCUS

IL RENMINBI: LA VALUTA DEL XXI SECOLO?

FLASHBACK SULLA RECENTE ASCESA DEL RENMINBI

Negli scorsi cinque mesi il renminbi (RMB) si è apprezzato rispetto al dollaro USA e, da agosto, anche nei confronti dell'euro. Una crescita attribuibile a molteplici fattori, tra cui:

- una migliore ripresa macro legata anche ad una più efficace gestione della pandemia da COVID-19;
- una politica monetaria meno accomodante in Cina rispetto ad altri mercati maturi, con tassi di interesse reali positivi;
- il riacutizzarsi delle tensioni commerciali ed una corsa alla Casa Bianca che vede in testa Biden, il candidato sulla carta meno aggressivo ed imprevedibile;
- fondamentali più solidi in termini di bilancia commerciale e partite correnti.

In breve, questo contesto ha polarizzato i punti di forza e le debolezze pre-esistenti di ogni Paese e tende ad accelerare l'accesso della Cina alla *leadership* globale. Uno scenario che potrebbe porre il futuro della valuta cinese sotto una nuova luce.

IL RENMINBI: LE FASI PASSATE DI FORZA E DEBOLEZZA

Negli scorsi anni la valuta cinese ha attraversato in successione fasi di relativa forza e debolezza; di seguito presentiamo le principali, con annessa spiegazione, rammentando che, in gran parte dei casi, è stata soprattutto una variazione del biglietto verde a segnare il passaggio da una all'altra:

- 2014-2016: il calo del renminbi è imputabile ad un rallentamento macro e pressioni provenienti dai flussi di capitale, nonché all'adozione per il suo calcolo di un paniere di valute che include un maggior numero di Paesi appartenenti alla stessa area geografica;
- 2017: riapprezzamento della valuta che riflette principalmente una svalutazione del dollaro USA;
- 2018: indebolimento attribuibile alla guerra commerciale (da aprile 2018 fino all'accordo di Fase 1 siglato a novembre 2019), al quale ha anche concorso l'aumento dei tassi nel 2018; l'indebolimento è proseguito nell'estate del 2019 con l'utilizzo, da parte delle autorità cinesi, del renminbi come arma.

Nell'ultimo decennio il renminbi è stato scambiato tra 6,05 e 7,15 dollari USA, un *range* relativamente contenuto in un orizzonte temporale simile e che rispecchia la natura controllata della valuta.

IL VALORE EQUO DEL RENMINBI

Alla luce di queste oscillazioni pregresse e della sua natura "controllata", è lecito chiedersi quale sia il reale valore sottostante del renminbi. Per determinarlo, si adotta in genere un approccio basato sulla parità di potere d'acquisto, nel quale il valore della valuta corrisponde al prezzo degli stessi beni e servizi tra due Paesi.

Quest'approccio suggerisce che il valore equo si colloca ben al di sopra degli attuali livelli. Tuttavia, non si deve in alcun modo concludere che il renminbi presenti un significativo potenziale di rialzo, data la sua natura, appunto, "controllata" (la metodologia PPA è più adatta ai cambi fluttuanti di Paesi con analoghi livelli di produttività).

EVOLUZIONE DEL REGIME DEI CAMBI

La modalità tramite la quale viene calcolato il valore del renminbi è cambiata nel tempo. Fino al 2005 la valuta cinese era ancorata al dollaro USA, con una banda di oscillazione molto ristretta ($\pm 0,3\%$). In seguito, a luglio 2005 è subentrato un paniere di valute con oscillazioni variabili. Nell'ambito di tale modifica, e sulla scia dell'importante avanzo commerciale cinese nello scorso decennio, il tasso di cambio è migliorato, passando nel 2014 da 8,77 a 6,15.

Il renminbi è una moneta semi-fluttuante, influenzata in misura significativa dalla banca centrale, con il suo valore che rientra tra gli obiettivi della politica monetaria:

- la Banca Popolare Cinese (PBoC) ha fissato un tasso di cambio ideale, entro il quale sono ammesse oscillazioni tra il -2% ed il +2% circa;
- il tasso di apertura considera il valore di chiusura dell'ultimo giorno nonché le quotazioni fornite da 30 banche, 20 cinesi e 10 internazionali;
- non sono forniti dettagli esaustivi su come viene calcolato il tasso di cambio e la PBoC è libera di decidere quali tassi prendere in esame (le banche con una liquidità elevata hanno un peso maggiore sul tasso di cambio).

Questo regime dei cambi, nuovo ma in una certa misura ancora discrezionale, ha permesso alle autorità cinesi di:

- adattarsi alle fasi di stress dei flussi di capitale, come ad agosto 2015;
- entrare a far parte del ristretto club delle valute di riserva ad ottobre 2016, insieme a dollaro, yen, euro e sterlina inglese (meccanismo basato su diritti speciali di prelievo);
- usare la valuta come arma per mitigare le tensioni commerciali con gli Stati Uniti. Il messaggio inviato a Washington è chiaro: la Cina può superare barriere commerciali imposte unilateralmente svalutando la moneta (come successo ad agosto 2019 quando, in due settimane, il renminbi è passato da 6,88 a 7,17).

Tuttavia, sul lungo termine la PBoC mira ad imporre il renminbi come valuta leader, ampiamente presente negli scambi globali e nei bilanci di banche centrali e fondi sovrani. Questo presuppone:

- una maggiore flessibilità della valuta;
- lo sviluppo di mercati finanziari interni;
- flussi e conti di capitale più duttili.

FOCUS

IL RENMINBI: LA VALUTA DEL XXI SECOLO?

VERSO UNA VALUTA DI RISERVA INTERNAZIONALE?

Ora che entriamo in un nuovo contesto, nel quale l'economia cinese è soggetta a minori pressioni ed ha meno dubbi riguardo alla politica monetaria, vi sono probabilmente più margini per accelerare tale dinamica. Il renminbi è salito al sesto posto tra le valute più utilizzate al mondo per concludere operazioni commerciali e la "nuova via della seta", che oggi rappresenta il 20% degli scambi cinesi, dovrebbe dare impulso alla valuta.

Ma in termini di riserve globali, il renminbi rappresenta soltanto il 2% del totale (ben distante dal 62% del biglietto verde). La geopolitica potrebbe cambiare le carte in tavola: tra il 2018 ed il 2019 la Russia ha convertito parte delle sue riserve da dollari USA a renminbi. Circa il 15% delle stesse sono ora denominate nella valuta cinese, che ha superato il dollaro.

I criteri utilizzati dal Fondo monetario internazionale (FMI) per definire una valuta di riserva non sono ancora del tutto soddisfatti (e quindi l'inclusione del 2016 è stata in parte di natura politica). Questo potrebbe tracciare la rotta per la Cina nel prossimo decennio: una valuta liberamente scambiabile, utilizzata per concludere transazioni internazionali ed ampiamente adottata sui mercati finanziari. La recente decisione di abbassare le riserve in valute estere delle istituzioni finanziarie cinesi potrebbe essere un passo in tale direzione.

LA CINA È UNA DELLE POCHE GRANDI ECONOMIE CON TASSI DI INTERESSE REALI POSITIVI

Il valore del renminbi dovrebbe mantenersi elevato a prescindere dall'inquinio della Casa Bianca poiché, tra le maggiori economie, la Cina è una delle poche ad offrire tassi reali positivi e presenta, al contempo, un avanzo delle partite correnti come la Russia. A differenza di quest'ultima, tuttavia, la Cina non dipende dal prezzo del petrolio ed è meno esposta alle tensioni geopolitiche in Europa. Un aspetto che resterà centrale per il caso di investimento della valuta cinese.

Tale scenario potrebbe tuttavia mettere in dubbio la sostenibilità dell'attuale politica monetaria.

PBOC: UN CAMBIO DI PARADIGMA IN VISTA? (CRESCITA DEBOLE, BASSA INFLAZIONE, INVECCHIAMENTO DELLA POPOLAZIONE...)

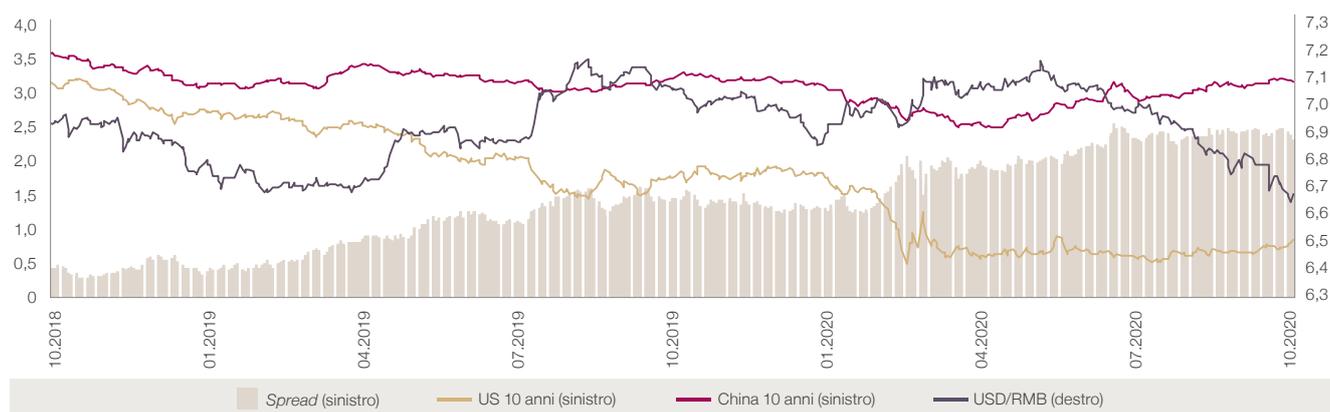
Le finalità ed il mandato della PBoC sono al momento diversi da quelli delle banche centrali occidentali; mentre queste ultime si concentrano sulla stabilità dei prezzi (con specifici obiettivi d'inflazione) e su crescita economica/piena occupazione, la PBoC è attenta soprattutto alla crescita ed alla stabilità del valore esterno della valuta. Tuttavia, l'istituto può contare su un'ampia gamma di strumenti per limitare l'inflazione o stimolare l'attività attraverso misure macroprudenziali, quali i coefficienti di riserva obbligatoria, importanti quasi quanto i tassi di interesse.

Per ora non si intravede in Cina alcun cambio di rotta sul fronte della filosofia monetaria o della dinamica associata ai tassi di interesse. La decisa ripresa economica post-pandemia aiuta a relativizzare il livello dell'inflazione. La capacità della Cina di promuovere un forte recupero mantenendo tassi reali positivi pone la banca centrale in una posizione privilegiata: non deve infatti affrontare gli stessi dilemmi degli istituti centrali di altri mercati emergenti, chiamati a scegliere tra crescita sostenuta e difesa della valuta. Questo spiega l'apprezzamento del renminbi e, nel lungo periodo, garantisce flessibilità per internazionalizzare la valuta ed accelerare l'apertura dei mercati dei capitali avviata, ad esempio, con il programma *Bond Connect*.

IL RENMINBI CON BIDEN: SEGNALI DI DISTENSIONE

Sul breve termine, qualora Biden dovesse aggiudicarsi le elezioni, gli investitori potrebbero guardare con maggiore ottimismo al valore del renminbi. È probabile che questo comporti un allentamento delle tensioni commerciali ed induca le autorità cinesi a ricorrere con minore frequenza alla valuta come un'arma: un'ulteriore ragione per restare *long* sullo yuan, anche se, in presenza di un esito controverso oppure un'affermazione a sorpresa di Trump, il suo valore potrebbe inizialmente risentirne.

DIFFERENZIALI NEI TASSI DI RENDIMENTO, %



Fonti: Datastream, Indosuez Wealth Management.



Prevalgono rischi di ribasso
per la traiettoria della crescita.

MACROECONOMIA

PIANI DI EMERGENZA

L'incertezza è alta al momento in cui redigiamo questa *House View*. L'esito elettorale negli Stati Uniti resta imprevedibile, mentre in Europa l'impennata dei contagi fa temere in misura crescente un nuovo calo dell'attività economica nella regione prima di fine anno.

I FATTI: LA RIPRESA PROCEDE PIÙ O MENO SPEDITA ECCETTO CHE IN EUROPA

Il Fondo Monetario Internazionale (FMI) ha di recente pubblicato il *World Economic Outlook*, nel quale stima una crescita globale del -4,4% nel 2020 e del +5,2% nel 2021 (rispetto alle previsioni di giugno pari rispettivamente al -4,9% e +5,4%). Tra le principali revisioni vi è un netto miglioramento del PIL statunitense (da -8% a -4,3% nell'anno in corso). I dati sono ascrivibili ad una contrazione meno marcata del previsto per il PIL del secondo trimestre in tutte le economie sviluppate, nelle quali le misure varate dai governi hanno sostenuto il reddito delle famiglie. Le vendite al dettaglio hanno recuperato terreno più rapidamente della produzione industriale su entrambe le sponde dell'Atlantico: mentre quest'ultima risulta inferiore ai livelli pre-crisi del 7% negli USA e del 4% nella Zona Euro, le vendite al dettaglio sono salite rispettivamente del 4% e 3%. Tuttavia, i risparmi precauzionali straordinari sono in rapido declino (negli Stati Uniti il tasso di risparmio è sceso dal 34% di aprile al 14% di agosto), sullo sfondo di una disoccupazione che permane elevata (7,9% rispetto al 3,7% del 2019). Nella Zona Euro, dove non è stato ancora rettificato il tasso di disoccupazione, i risparmi restano eccezionalmente elevati (al 24% nel secondo trimestre). In questo contesto, le pressioni ribassiste sui prezzi rimangono notevoli, soprattutto nel settore dei servizi della Zona Euro, e le aspettative inflazionistiche continuano a divergere tra i due continenti, con la Banca Centrale Europea (BCE) che potrebbe essere costretta ad allentare ulteriormente la politica monetaria.

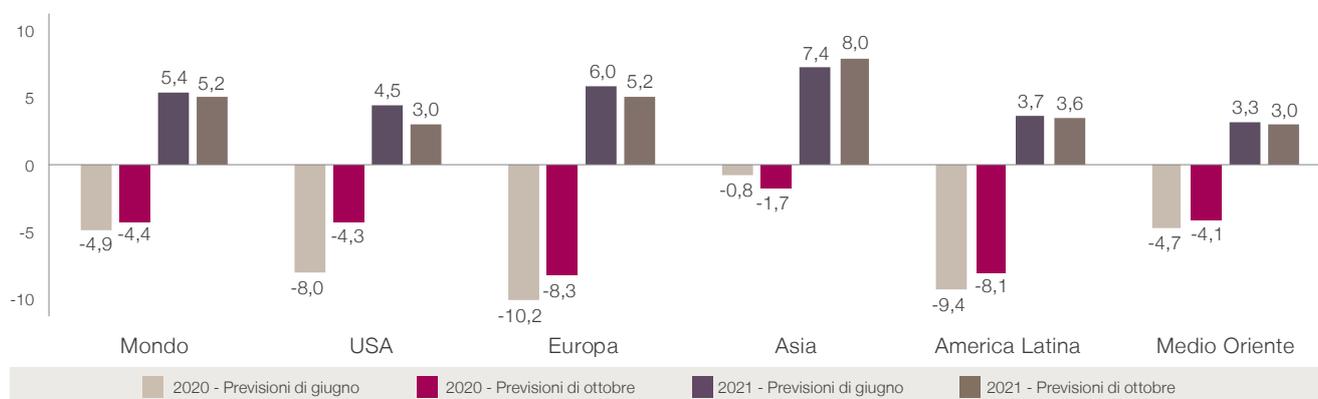
In Cina, il PIL per il terzo trimestre si è rivelato lievemente inferiore alle attese, pur con un'espansione del 4,9% su base annua rispetto al 3,2% del secondo, sospinta dagli sviluppi sul lato dell'offerta e

dalla domanda di esportazioni. La domanda ha appena iniziato a procedere di pari passo con la produzione, dato che le vendite al dettaglio cinesi sono tornate in territorio positivo per la prima volta a settembre (+2,3% su base annua). Altrove nel mondo emergente, il quadro è più in chiaroscuro. Alcuni Paesi del Sud-est asiatico beneficiano di un rimbalzo delle esportazioni (Corea, Vietnam), mentre l'economia indiana inizia a stabilizzarsi, dopo aver indotto il FMI a tagliare il PIL asiatico atteso nel 2020 (il PIL indiano per il 2020 è stato rivisto al ribasso dal -4% di giugno al -10,3% di ottobre). In America Latina, il Brasile comincia a fare passi decisi verso la ripresa economica, con contagi da COVID-19 in calo, un progressivo recupero della produzione industriale, una fiducia delle imprese in forte ripresa e vendite al dettaglio che crescono da due mesi, sostenute da un vasto piano di stimoli fiscali (-9% del PIL). Per contro, l'economia messicana continua a contrarsi, nonostante il miglioramento sul fronte dei nuovi casi e conti pubblici molto più sani, che avrebbero dovuto lasciare margini per stimoli fiscali aggiuntivi (il rapporto debito pubblico/PIL è al 54% rispetto al 90% del Brasile). Infine, in Medio Oriente il FMI ha messo in guardia contro un aumento della disoccupazione, soprattutto nei Paesi del Golfo chiamati ad affrontare una triplice crisi: sanitaria, petrolifera e del turismo (negli EAU si prevede una flessione del 6,6% nel 2020).

RISCHI DI CONTRAZIONE

Guardando avanti, prevalgono rischi di ribasso per la traiettoria della crescita. L'incertezza politica permane elevata, con il rischio di elezioni USA contestate. Il COVID-19 resta la principale minaccia, con i nuovi *lockdown* nazionali non ancora scontati ed alcune economie alle prese con gli effetti indiretti della prima ondata (aumento della disoccupazione, fallimenti) proprio quando arriva la seconda. Tuttavia, nel 2021 si prevede un mix aggiuntivo di manovre di politica fiscale negli Stati Uniti (soprattutto se dovesse vincere Biden) ed in Europa (attivazione del *Recovery Fund*). Nel frattempo, i consumi privati dovranno continuare ad adattarsi alle restrizioni imposte, fino a quando non sarà disponibile un vaccino, il fattore ultimo di rialzo.

PREVISIONI DEL FMI: EVOLUZIONE DA GIUGNO 2020 AD OTTOBRE 2021



Fonti: IMF, Indosuez Wealth Management.



L'Europa è in prima linea
sulle tematiche ESG.

AZIONI

LE PRESIDENZIALI USA ALLE BATTUTE FINALI

- I riflettori sono puntati sulle elezioni americane. Per quanto al momento non sia possibile escludere uno scenario estremo, Biden sale nei sondaggi ed aumentano dunque le probabilità di un esito chiaro.
- L'evolversi della crisi imputabile alla pandemia, con un potenziale secondo rallentamento economico, rappresenta l'altra fonte di preoccupazione per il mercato. Tuttavia, questo flusso negativo di notizie potrebbe essere invertito nei prossimi mesi dall'annuncio di un vaccino.
- Infine, anche la stagione degli utili per il terzo trimestre concorrerà a definire il quadro sul breve termine. Rifletterà infatti la potenziale ripresa dopo il confinamento di marzo-maggio, un aspetto decisivo per l'andamento del mercato.
- Se da questi diversi fattori dovessero scaturire volatilità e ricadute negative sui mercati azionari globali, è molto probabile che le banche centrali adottino misure più aggressive per fronteggiare la sostanziale debolezza.

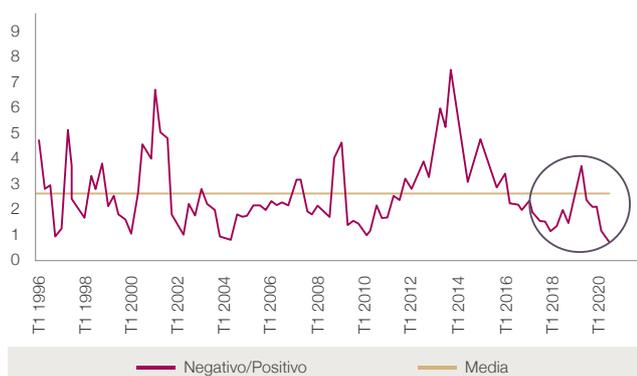
EUROPA

Rispetto al passato, gli investitori sono più attenti alle tematiche della sostenibilità (decarbonizzazione, cambiamento climatico, ecc.). Di conseguenza, da alcuni trimestri le strategie ESG hanno catturato l'attenzione degli investitori. In ragione del crescente sostegno politico e degli impegni assunti da molte società ed *asset manager*, le tematiche ESG sono sicuramente destinate a restare importanti. L'Europa è in prima linea su tale fronte. Le valutazioni in Europa risultano ancora basse rispetto a quelle statunitensi, anche tenendo conto delle differenze settoriali; inoltre, la prevalenza di titoli ciclici e value potrebbe costituire un vantaggio quando la situazione economica e la pandemia si stabilizzeranno o miglioreranno rispetto agli attuali livelli. Tuttavia, da giugno le azioni europee sono pressoché stabili, frenate da incertezze macro e dall'impatto negativo associato all'apprezzamento dell'euro.

STATI UNITI

Con le elezioni presidenziali che si avvicinano e continuano a sollevare significative incertezze, l'inizio della stagione degli utili per il terzo trimestre ha rappresentato una boccata di ossigeno per il mercato. In questo momento, soltanto il 15% delle società ha pubblicato i risultati, con sorprese molto positive: gli utili hanno superato del 18% le attese del consenso. Lo scorso mese gli utili sono stati rivisti al rialzo in 10 degli undici settori GICS ed abbassati ulteriormente in uno soltanto: l'immobiliare.

RAPPORTO NEGATIVO/POSITIVO PRIMA DELL'ANNUNCIO PER L'INDICE S&P 500



Fonti: Citi Research - US Equity Strategy, Indosuez Wealth Management.
La performance passata non è una garanzia di risultati futuri.

MERCATI EMERGENTI

L'economia cinese è stata la prima a riemergere dalla crisi del COVID-19 e sembra aver ritrovato vigore. Finora nel corso dell'anno l'Asia settentrionale si è comportata decisamente meglio della regione ASEAN. I mercati cinesi e dell'Asia settentrionale, come Taiwan e Corea, beneficiano inoltre di una maggiore crescita degli EPS rispetto agli altri Paesi emergenti, specchio di un'esposizione settoriale molto eterogenea in tale universo. Nei prossimi mesi le azioni emergenti potrebbero sfruttare un successo di Biden ed un dollaro più debole, a condizione che la pandemia sia sotto controllo ed il recupero globale prosegua.

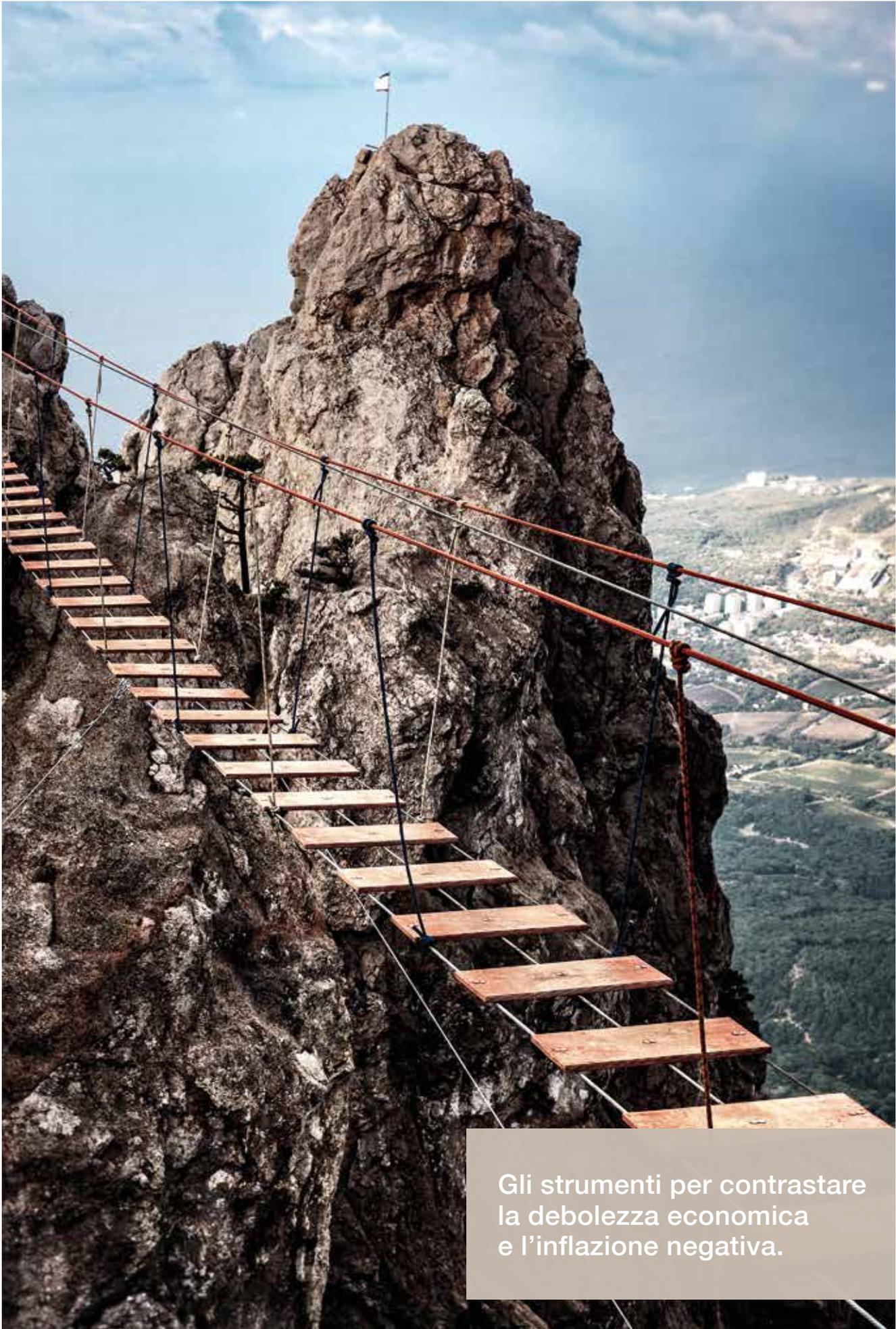
STILE D'INVESTIMENTO

Riguardo agli stili, pur mantenendo una preferenza sul lungo termine per le società *growth* ed i temi secolari (soprattutto sviluppo sostenibile e rivoluzione tecnologica), siamo relativamente più ottimisti sul segmento ciclico del mercato. Risorse di base, materiali per l'edilizia e parti dei settori industriale e chimico trarranno potenzialmente vantaggio dalla maggiore spesa infrastrutturale.

CONVINZIONI AZIONARIE CHIAVE

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.



Gli strumenti per contrastare la debolezza economica e l'inflazione negativa.

REDDITO FISSO

LA RICERCA DI RENDIMENTO RIMARRÀ INTATTA MA LA SELETTIVITÀ È SEMPRE CRUCIALE

- Aspettative di un nuovo pacchetto di stimoli: maggiore volatilità dei tassi USA.
- Posizionamento tattico più positivo sul credito *high yield* in euro e dollari USA.

BANCHE CENTRALI

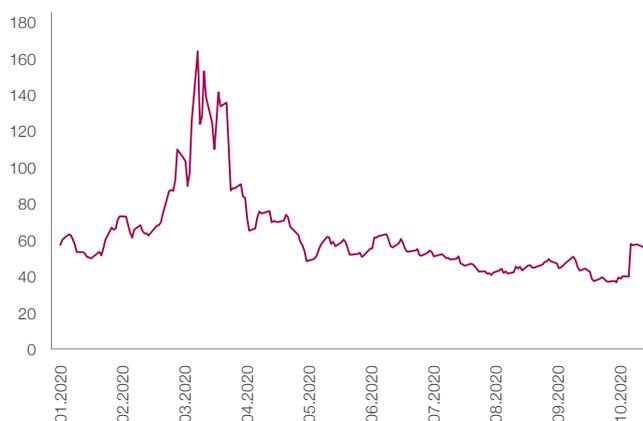
Sul tavolo della Banca Centrale Europea (BCE) sembrano esserci ulteriori strumenti per contrastare la debolezza economica e l'inflazione negativa della Zona Euro. Tra le probabili misure vi sono nuovi tagli dei tassi di riferimento e modifiche alle condizioni delle TLTRO (operazioni di rifinanziamento mirate a più lungo termine). La Fed ha adottato un nuovo quadro per l'obiettivo medio di inflazione e precisato che i tassi resteranno prossimi al livello zero per anni.

INVESTMENT GRADE (IG) E HIGH YIELD (HY)

A ottobre i mercati del credito hanno sovraperformato, recuperando i recenti ampliamenti osservati nella seconda metà di settembre. Per i mercati IG in euro e dollari USA, la ricerca di rendimento rimane intatta ed i prodotti con *spread* sono i più ricercati. I fattori tecnici sono orientati positivamente: la Fed ha ancora ampio spazio per acquistare, se necessario, altre obbligazioni *corporate* IG. La relativa convenienza del segmento HY in euro rispetto a quello IG nella medesima valuta preannuncia declassamenti.

La ripresa economica migliore del previsto negli Stati Uniti, insolvenze in netto calo negli scorsi due mesi e prezzi del petrolio che si sono stabilizzati a circa 40 dollari USA giustificano il nostro giudizio più costruttivo sul segmento *high yield* americano. Da una prospettiva strategica, privilegiamo ancora i titoli BB ma, a livello tattico, siamo più ottimisti in merito a quelli con *rating* B.

EVOLUZIONE DELLA VOLATILITÀ IMPLICITA DEI TASSI STATUNITENSIS NEL 2020, PB



Fonti: Indice ICE BofA MOVE, Indosuez Wealth Management.

TITOLI DI STATO E PERIFERICI

La negativa dinamica macroeconomica ed i crescenti rischi di deflazione hanno di recente trainato verso il basso i tassi europei. Riguardo ai rendimenti dei titoli di Stato americani, la volatilità si è impennata dopo il *tweet* sugli stimoli di Trump, facendo segnare l'aumento più marcato da marzo. La proroga delle emissioni di Treasury e le aspettative di un eventuale pacchetto fiscale esercitano una lieve "pressione all'irripidimento" sulla curva dei tassi di interesse statunitense. Tuttavia, a nostro parere l'irripidimento dovrebbe restare limitato. A ottobre i titoli legati all'inflazione hanno sovraperformato in tutto il mondo, sostenuti dal contesto di propensione al rischio e da un'inflazione USA superiore alle attese. Gli investitori potrebbero però continuare a monitorare potenziali declassamenti nei *rating*, poiché gli attuali differenziali dei titoli sovrani non lasciano ampi margini di errore.

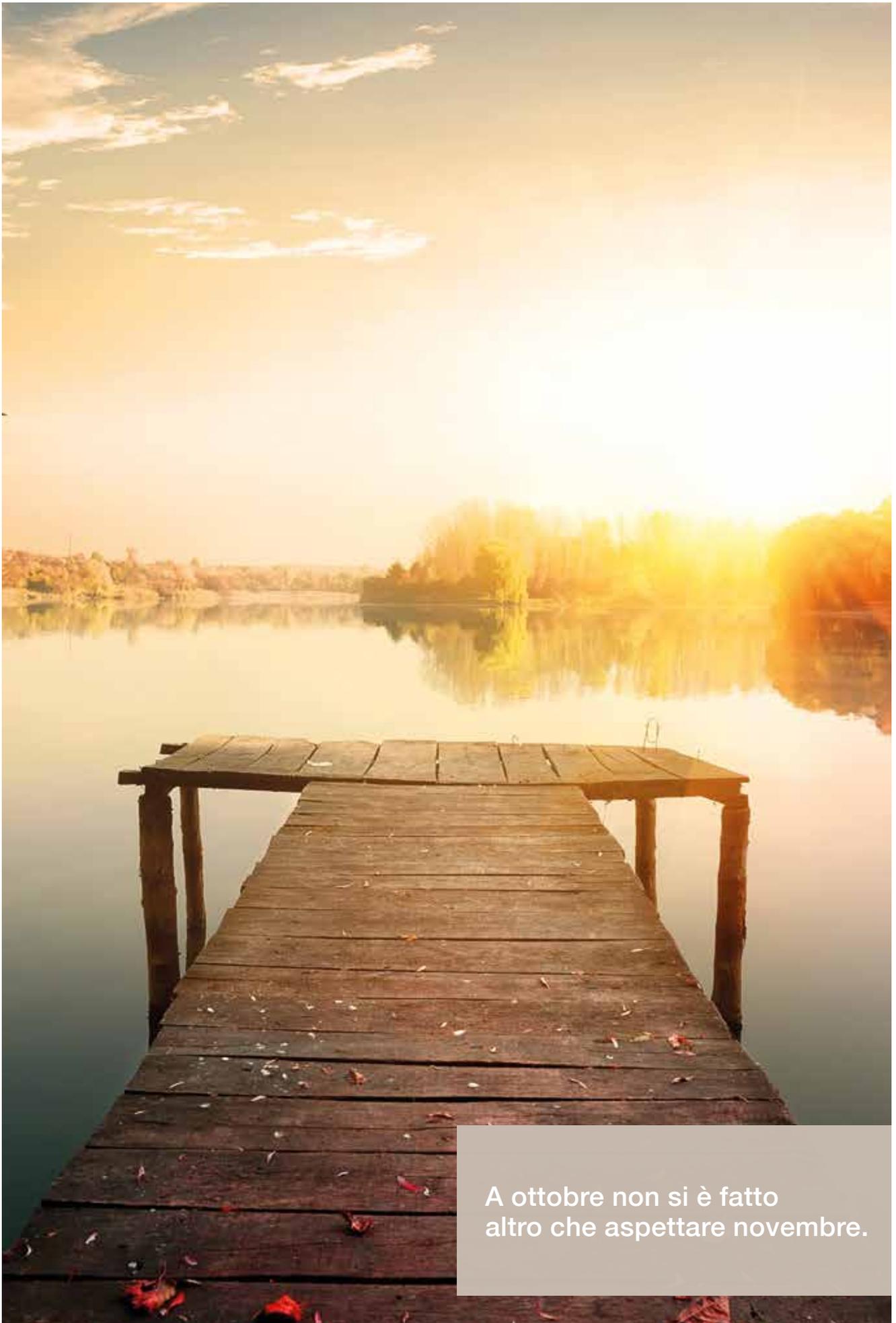
OBBLIGAZIONI DEI MERCATI EMERGENTI

Gli ultimi dati economici indicano un costante recupero dell'attività manifatturiera. Le presidenziali USA avranno conseguenze dirette e indirette sugli *asset* emergenti, con l'impatto più significativo che giungerà dalle reazioni del dollaro e dei tassi statunitensi. La ricerca di rendimento, la svalutazione del dollaro USA e tassi di *default* relativamente modesti potrebbero continuare a sostenere l'*asset class*. Sullo sfondo di una ripresa incerta ed in vista di importanti eventi politici, la selettività a livello di Paesi è cruciale quando i fondamentali divergono.

CONVINZIONI CHIAVE NEL REDDITO FISSO

	GIUDIZIO TATTICO (CT)	GIUDIZIO STRATEGICO (LT)
TITOLI DI STATO		
DECENNALE CORE EUR (BUND)	=	=
PERIFERICI EUR	=	=/-
DECENNALE USD	=/-	=
CREDITO		
INVESTMENT GRADE EUR	=/+	=/+
HIGH YIELD EUR/BB- E >	=/+	=/+
HIGH YIELD EUR/B+ E <	=	=/-
OBBL. FINANZIARIE EUR	=/+	+
INVESTMENT GRADE USD	=/+	+
HIGH YIELD USD/BB- E >	=/+	=/+
HIGH YIELD USD/B+ E <	=	=/-
DEBITO EMERGENTE		
DEBITO SOVRANO IN VALUTA FORTE	=	=/+
DEBITO SOVRANO IN VALUTA LOCALE	=/-	=/-
CREDITO AMERICA LATINA USD	=/-	=/-
CREDITO ASIA USD	=/+	+
OBBL. CINESI CNY	=/+	+

Fonte: Indosuez Wealth Management.



A ottobre non si è fatto
altro che aspettare novembre.

C A M B I

LA NOSTRA HOUSE VIEW

- Le flessioni dell'euro sono un'opportunità.
- Il *range* della Brexit per la sterlina è cambiato.
- Calo del dollaro USA, salvo in caso di un'inattesa vittoria di Trump.

EURO (EUR)

L'euro risulta in affanno, situazione che persisterà fino a quando non sarà fatta chiarezza sui tossici negoziati commerciali legati alla Brexit e sul potenziale per un'affermazione di Biden ed un'onda blu anche al Congresso. Di conseguenza, la moneta unica si è attestata in prossimità di 1,19 dollari USA, poiché i dati sull'inflazione dell'UE hanno sorpreso in negativo. Tuttavia, confermiamo il nostro ottimismo sull'euro nel 2021, dopo la svolta rappresentata dall'istituzione del *Recovery Fund*. Temiamo però che i PMI possano di nuovo deludere nel breve termine, costringendo la BCE ad allentare ulteriormente la politica. Con i rischi di coda associati ad una disgregazione della Zona Euro che si sono dissipati, confermiamo la raccomandazione, rivolta soprattutto ad investitori in dollari USA e franchi svizzeri per finalità di diversificazione, di acquistare l'euro nei momenti di debolezza. Il dollaro potrebbe superare al rialzo l'attuale *range* di 1,15 – 1,20 in un contesto post-elettorale di propensione al rischio e, più nello specifico, sulla scia di rendimenti reali negativi negli Stati Uniti. Questo scenario tarderà però ad arrivare se nella Zona Euro persisteranno debolezze macro ed i contagi da COVID-19 continueranno a salire.

DOLLARO USA (USD)

Con le presidenziali americane all'orizzonte, il dollaro USA resta bloccato in un *range* di negoziazione ristretto rispetto alle altre valute del G3. Ma il 4 novembre, quando sarà annunciato il nuovo presidente, si prospettano brusche oscillazioni, in un senso o nell'altro. A prescindere dall'inquinato della Casa Bianca, è opinione diffusa che il biglietto verde continuerà a sottoperformare nel nuovo anno ed anche il consenso converge sempre più verso questa ipotesi. Uno scenario basato su un elemento che potrebbe prevalere sulle politiche di Washington, ovvero una Fed accomodante, propensa a mantenere i rendimenti reali statunitensi vicini a minimi storici per un periodo piuttosto lungo. Questo contesto poco favorevole per i rendimenti fa emergere le fragilità dell'economia americana: disavanzi esterni in deterioramento ed un deficit di bilancio fuori controllo. Per tali ragioni siamo inclini a prevedere che eventuali periodi di forza del dollaro a metà novembre siano destinati ad essere brevi.

STERLINA INGLESE (GBP)

Sullo sfondo di persistenti incertezze correlate alla Brexit, è iniziato il conto alla rovescia; per quanto sia quasi impossibile prevedere il prossimo capitolo della saga, è opportuno valutare le possibili implicazioni sulla sterlina. I fondamentali di euro e dollaro USA sono entrambi mutati quest'anno e, di conseguenza, il *range* per la sterlina di una Brexit con o senza accordo rispetto a queste importanti valute risulterà alquanto diverso. Mentre prima ci saremmo aspettati cambi GBP/USD a 1,20 – 1,35 ed EUR/GBP a 0,83 – 0,95, ora è probabilmente più ragionevole attendersi i seguenti valori: GBP/USD 1,25 – 1,40 ed EUR/GBP 0,85 – 0,97.

FRANCO SVIZZERO (CHF)

Negli scorsi mesi il cambio EUR/CHF ha presentato oscillazioni al rialzo così lievi e lente (da 1,06 a 1,08), che non abbiamo quasi dovuto modificare la nostra presentazione sul franco svizzero. Una situazione che potrebbe presto mutare: con i rischi di una seconda ondata in aumento, il franco potrebbe tornare a sfruttare il suo *status* di bene rifugio e premiare gli acquirenti di primavera che hanno conservato le loro posizioni pesando sulla valuta elvetica. Di recente, tuttavia, la BNS ci ha rammentato di essere disposta a prendere misure drastiche; stando ai dati pubblicati, il 2020 è stato l'anno in cui l'istituto è intervenuto maggiormente dal 2012. Siamo quindi fiduciosi che il cambio EUR/CHF faticcherà a scendere sotto 1,04 – 1,05.

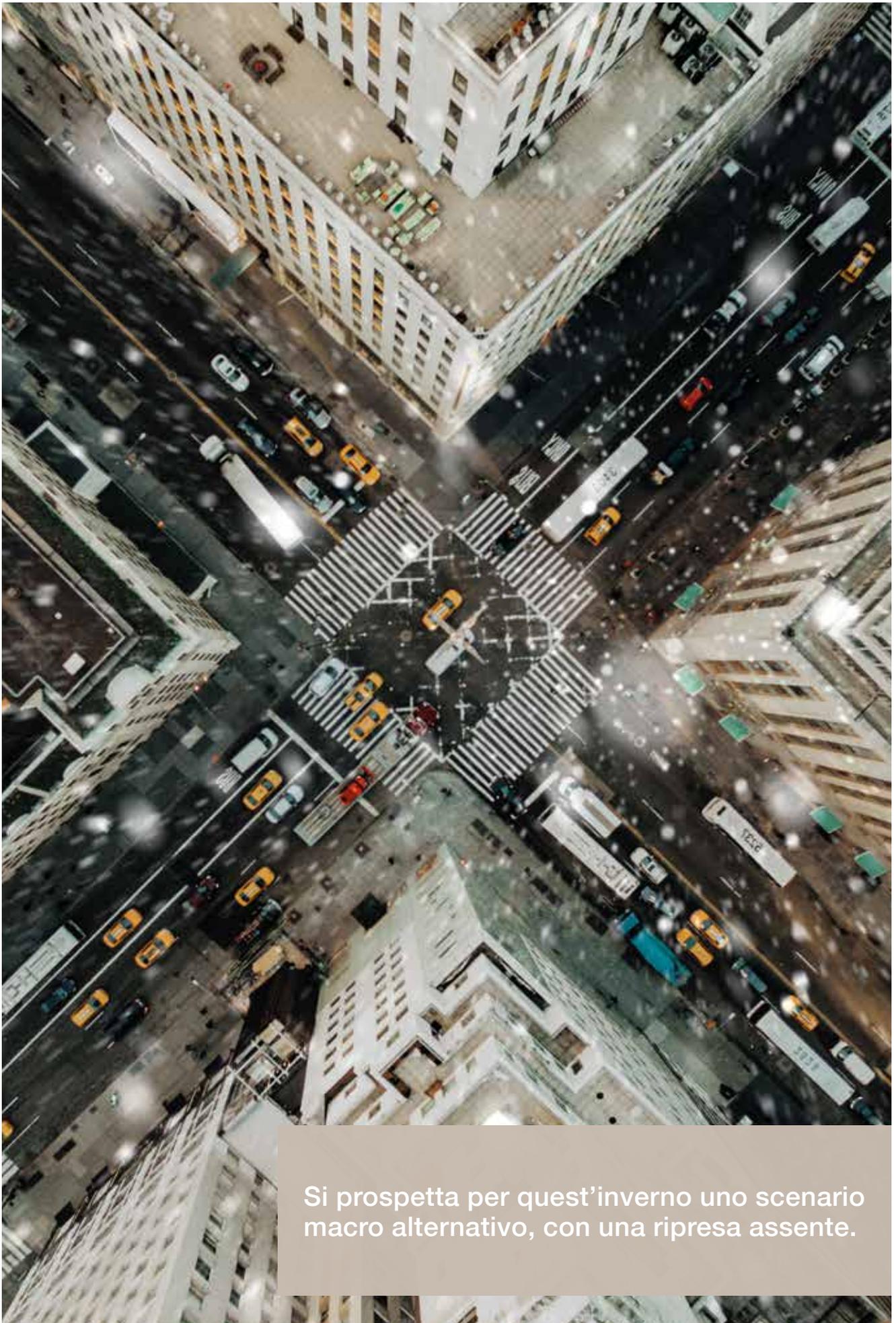
YUAN CINESE (CNY)

Quest'anno lo yuan cinese ha guadagnato notevole terreno rispetto al dollaro USA, passando negli scorsi mesi da 7,1 a 6,7. Anche se tale ascesa è imputabile principalmente alla debolezza del biglietto verde, lo yuan ha di recente suscitato entusiasmo tra gli investitori, visto il solido recupero della Cina dalla crisi sanitaria e mercati del reddito fisso sempre più interessanti. Ottobre è stato in particolare un mese importante per lo yuan, in quanto la PBoC ha ammesso di aver forse esagerato, tagliando il coefficiente di riserva sulle posizioni corte in yuan e rendendo quindi la detenzione o la copertura di yuan *onshore* più onerosa. Restiamo ottimisti nel medio periodo riguardo alla valuta. A breve termine, tuttavia, questo rally potrebbe arrestarsi.

CONVINZIONI CHIAVE SU CAMBI E METALLI PREZIOSI

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.



Si prospetta per quest'inverno uno scenario macro alternativo, con una ripresa assente.

ASSET ALLOCATION

SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE

SCENARIO D'INVESTIMENTO

- Il COVID-19 accelera in molte regioni del mondo, soprattutto in Europa, dove si registrano 200.000 nuovi casi al giorno e sono imposte ulteriori restrizioni. Al contrario, la Cina continua ad accelerare.
- Questa situazione dovrebbe ritardare la ripresa dell'attività ed il PIL per il quarto trimestre del 2020 potrebbe deludere.
- L'agenda politica è fitta, con le incerte elezioni americane, una Brexit nebulosa ed attese di stimoli negli Stati Uniti.
- Le banche centrali rimangono molto accomodanti e si prevedono ulteriori interventi della BCE entro la fine dell'anno.
- Anche gli utili societari offrono sostegno, con la stagione del terzo trimestre che si è aperta sotto buoni auspici.
- Gli aumenti dei tassi di *default* dovrebbero rivelarsi inferiori a quanto inizialmente temuto.

STRATEGIA DI ALLOCAZIONE

La visione a breve termine

- Le azioni potrebbero risentire di un esito elettorale contestato sul breve termine, ma reagire positivamente in presenza di un risultato chiaro e un piano di stimoli, che sarà introdotto a prescindere dal nome del nuovo presidente.
- Alla luce delle incertezze che circondano le presidenziali e il COVID-19, evitiamo di aumentare il rischio nel breve periodo, nonostante un pregevole inizio della stagione degli utili per il terzo trimestre, e restiamo prossimi alla neutralità.
- Gli *spread* creditizi dovrebbero continuare ad essere sostenuti da tassi di *default* inferiori alle attese, banche centrali accomodanti e ricerca globale di rendimento.
- Valute: il dollaro USA potrebbe patire un contesto di propensione al rischio dopo il voto, brillando invece in caso di elezioni contestate. Preferiamo una posizione neutrale prima delle elezioni.
- L'oro potrebbe soffrire in uno scenario di propensione al rischio a seguito di una vittoria di Biden con un Senato repubblicano.

La visione a lungo termine

- Azioni: restiamo relativamente costruttivi sull'*asset class*, mantenendo una preferenza per i titoli *growth*/di qualità e concentrandoci sui temi secolari, che dovrebbero comportarsi bene anche se la pandemia dovesse riaccelerare. Ipotizziamo la risalita dei titoli ciclici, che potrebbero essere i destinatari di ulteriori stimoli. In termini di regioni geografiche, continuiamo a privilegiare le azioni statunitensi e cinesi; gli *asset* emergenti potrebbero essere i principali beneficiari di un successo di Biden.

- Reddito fisso: confermiamo il giudizio positivo sul credito (*investment grade*, finanziario subordinato e *high yield* di qualità), favorito dal sostegno delle banche centrali e da un *carry* interessante.
- Valute: anticipiamo una tendenza moderatamente ribassista per il dollaro, che si è già in parte materializzata. Restiamo costruttivi sul renminbi anche dopo il recente apprezzamento.

CONVINZIONI CHIAVE

AZIONI	GIUDIZIO TATTICO (CT)	GIUDIZIO STRATEGICO (LT)
REGIONI GEOGRAFICHE		
EUROPA	=	=
STATI UNITI	+	=/+
GIAPPONE	-/=	-/=
AMERICA LATINA	-	=
ASIA ESCLUSO GIAPPONE	=	=
CINA	+	+
STILI		
GROWTH	=/+	+
VALUE	=	-/=
QUALITÀ	-/=	=
CICLICI	=/+	=
DIFENSIVI	-/=	=
REDDITO FISSO		
TITOLI DI STATO		
DECENNALE CORE EUR (BUND)	=	=
PERIFERICI EUR	=	=-
DECENNALE USD	=-	=
CREDITO		
INVESTMENT GRADE EUR	=/+	=/+
HIGH YIELD EUR/BB- E >	=/+	=/+
HIGH YIELD EUR/B+ E <	=	=-
OBBL. FINANZIARIE EUR	=/+	+
INVESTMENT GRADE USD	=/+	+
HIGH YIELD USD/BB- E >	=/+	=/+
HIGH YIELD USD/B+ E <	=	=-
DEBITO EMERGENTE		
DEBITO SOVRANO IN VALUTA FORTE	=	=/+
DEBITO SOVRANO IN VALUTA LOCALE	=-	=-
CREDITO AMERICA LATINA USD	=-	=-
CREDITO ASIA USD	=/+	+
OBBL. CINESI CNY	=/+	+
CAMBI		
STATI UNITI (USD)	=	=-
EUROZONA (EUR)	=	=/+
REGNO UNITO (GBP)	=	=
SVIZZERA (CHF)	=-	=-
GIAPPONE (JPY)	+	=
BRASILE (BRL)	=	=
CINA (CNY)	=/+	+
ORO (XAU)	=	=/+

Fonte: Indosuez Wealth Management.

MONITOR DEI MERCATI

PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI

DATI AGGIORNATI AL 21 OTTOBRE 2020

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	3.435,56	6,14%	6,34%
FTSE 100 (Regno Unito)	5.776,50	-2,08%	-23,41%
Stoxx Europe 600	360,79	0,35%	-13,24%
Japan Topix	1.637,60	-0,40%	-4,87%
MSCI World	2.417,83	4,87%	2,52%
Shanghai SE Composite	4.792,83	3,02%	17,00%
MSCI Emerging Markets	1.137,91	5,59%	2,09%
MSCI Latam (America Latina)	1.956,02	6,66%	-32,96%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	211,35	2,08%	-21,01%
MSCI Asia Ex Japan	749,64	5,47%	8,92%
CAC 40 (Francia)	4.853,95	1,08%	-18,80%
DAX (Germania)	12.557,64	-0,67%	-5,22%
MIB (Italia)	19.085,95	0,82%	-18,81%
IBEX (Spagna)	6.811,50	2,36%	-28,67%
MSI (Svizzera)	10.146,23	-3,29%	-4,43%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.656,00	1,05%	-3,69%
Oro (USD/Oncia)	1.924,33	3,27%	26,83%
Greggio WTI (USD/Barile)	40,03	0,25%	-34,44%
Argento (USD/Oncia)	25,24	9,68%	40,85%
Rame (USD/Tm)	6.991,50	5,86%	13,24%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	3,02	42,26%	38,10%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (in punti)	VARIAZIONE YTD (in punti)
VIX	28,65	0,07	14,87

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	1,07	-0,33%	-1,08%
GBP/USD	1,31	3,34%	-0,81%
USD/CHF	0,91	-2,00%	-6,32%
EUR/USD	1,19	1,72%	5,78%
USD/JPY	104,59	-0,76%	-3,70%

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (in pb)	VARIAZIONE YTD (in pb)
US Treasury 10A	0,82%	15,02	-109,49
Francia 10A	-0,31%	-6,70	-42,70
Germania 10A	-0,59%	-8,40	-40,20
Spagna 10A	0,20%	-2,20	-26,10
Svizzera 10A	-0,53%	-4,10	-5,90
Giappone 10A	0,03%	2,70	5,00

OBBLIGAZIONI CORPORATE	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	42,25	2,15%	-3,74%
Titoli di Stato in EUR	221,62	0,33%	1,87%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	199,60	0,72%	-2,01%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	305,24	1,81%	0,41%
Titoli di Stato USA	325,68	-0,28%	5,71%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	51,48	0,21%	-0,60%

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

RENDIMENTI MENSILI DEGLI INVESTIMENTI, ESCLUSI I DIVIDENDI

LUGLIO 2020	AGOSTO 2020	SETTEMBRE 2020	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (21 OTTOBRE 2020)	
12,75%	8,16%	0,45%	6,66%	17,00%	MIGLIORI  PEGGIORI 
10,73%	7,01%	-1,48%	6,14%	8,92%	
8,42%	6,53%	-1,63%	5,59%	6,34%	
8,02%	3,40%	-1,68%	5,47%	2,52%	
5,51%	2,86%	-1,77%	4,87%	2,09%	
4,69%	2,58%	-2,72%	3,02%	-4,87%	
2,44%	2,09%	-3,59%	2,08%	-13,24%	
-1,11%	1,26%	-3,92%	0,35%	-21,01%	
-4,02%	1,12%	-4,75%	-0,40%	-23,41%	
-4,41%	-6,36%	-5,54%	-2,08%	-32,96%	

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

 FTSE 100	 Topix	 MSCI World	 MSCI EMEA	 MSCI Emerging Markets
 Stoxx Europe 600	 S&P 500	 Shanghai SE Composite	 MSCI Latam	 MSCI Asia Ex Japan

GLOSSARIO

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

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

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

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

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

Bund: titolo di Stato tedesco.

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

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

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

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

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

CPI (indice dei prezzi al consumo): il CPI stima il livello generale medio dei prezzi sostenuto da una famiglia tipo per l'acquisto di un paniere di beni e servizi. Il CPI è lo strumento più comunemente utilizzato per misurare il livello dell'inflazione.

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

Duration: misura la sensibilità di un'obbligazione o di un fondo obbligazionario alle variazioni dei tassi di interesse. Più la *duration* di un'obbligazione è lunga, più il prezzo di tale obbligazione è sensibile alle variazioni dei tassi di interesse.

EBIT (Earnings Before Interests and Taxes): sigla anglosassone che indica l'utile risultante prima dell'applicazione delle imposte e degli oneri finanziari. Dall'utile sottrae le spese operative, pertanto corrisponde al risultato operativo.

EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation): all'utile netto aggiunge gli interessi, le imposte, la svalutazione e le quote di ammortamento. Viene utilizzato per misurare la redditività operativa di un'azienda prima delle spese non operative e degli oneri non monetari.

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

ESG: criteri ambientali, sociali e di governance.

ESMA: Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati.

Fed: Riserva federale americana, vale a dire la banca centrale degli Stati Uniti.

FMI: Fondo monetario internazionale.

FOMC (Federal Open Market Committee): è il comitato di politica monetaria della Riserva federale americana.

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

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

GHG: gas serra.

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

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

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

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

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

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

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

Loonie: nome colloquiale della moneta canadese da 1 dollaro.

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

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

Mix di politica: strategia economica che uno Stato adotta a seconda del contesto e dei propri obiettivi, e che consiste essenzialmente nel combinare politica monetaria e politica fiscale.

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

OCSE: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico.

OMC: Organizzazione Mondiale del Commercio.

OPEC: organizzazione dei paesi produttori di petrolio.

OPEC+: è costituito da paesi dell'OPEC e da 10 altri paesi tra cui Russia, Messico e Kazakistan.

PIL (prodotto interno lordo): il PIL misura la produzione annua di beni e servizi di un paese da parte degli operatori residenti nel territorio nazionale.

PMI: Indice dei direttori agli acquisti (Purchasing Manager Index in inglese).

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

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

Quantitative easing (QE): termine inglese che indica lo strumento di politica monetaria che consiste nell'acquisto di titoli da parte della Banca centrale europea allo scopo di iniettare liquidità nell'economia.

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

SEC (Securities and Exchange Commission): il SEC è un organismo federale statunitense responsabile del corretto funzionamento dei mercati mobiliari statunitensi.

Spread (per Spread di credito): è la differenza tra due attivi, generalmente i tassi di interesse, ad esempio quelli delle obbligazioni corporate e del titolo di Stato.

SRI: investimenti sostenibili e responsabili.

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

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

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

VIX: indice di volatilità implicita dell'indice S&P 500. Misura le stime degli operatori sulla volatilità a 30 giorni in base alle opzioni indicizzate.

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

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

DICHIARAZIONE DI ESCLUSIONE DI RESPONSABILITÀ

Il documento dal titolo "Monthly House View" ("Opuscolo") è rilasciato unicamente a fini di comunicazione commerciale.

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

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

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

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

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

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

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

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

CA Indosuez Wealth (Group) (il "Gruppo Indosuez"), costituito ai sensi del diritto francese, capogruppo per l'attività di gestione patrimoniale del gruppo Crédit Agricole nonché le filiali (dirette e indirette) ed entità consolidate operanti in tale settore, ovvero CA Indosuez Wealth (France), CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM e CA Indosuez Wealth (Uruguay) Services & Representations SA e CA Indosuez Wealth (Miami), le rispettive filiali (dirette e indirette), le agenzie e gli uffici di rappresentanza, ovunque si trovino, operano sotto il marchio unico Indosuez Wealth Management. Ognuno di essi è indicato singolarmente e collettivamente come "Entità".

Le Entità o i loro azionisti, così come i loro azionisti e filiali e, più in generale, le società del gruppo Crédit Agricole (il "Gruppo") nonché i loro rispettivi responsabili, dirigenti o dipendenti potranno, su base personale ovvero a nome e per conto di terzi, effettuare transazioni relative agli strumenti finanziari descritti nell'opuscolo, detenere strumenti finanziari differenti, in termini di emittenti o garanti, oppure ancora offrire o tentare di offrire servizi di investimento, finanziari o di altro tipo a favore di tali entità o per loro conto. Laddove un'Entità e/o Entità del Gruppo Crédit Agricole agiscano in veste di consulente d'investimento e/o gestore, amministratore, distributore o agente di collocamento per determinati prodotti o servizi menzionati nell'Opuscolo ovvero laddove erogino altri servizi in cui un'Entità o il Gruppo Crédit Agricole hanno o potrebbero avere un interesse diretto o indiretto, l'Entità darà la priorità all'interesse dell'investitore.

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

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

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

- in Francia: il presente Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (France), società anonima con capitale di 82.949.490 euro, istituto di credito e società di intermediazione assicurativa immatricolata al Registro Unico degli Intermediari assicurativi e riassicurativi con il numero 07 004 759 ed al Registro del Commercio e delle Società di Parigi con il numero 572 171 635, la cui sede sociale si trova in Rue du Docteur Lancereaux 17, 75008 Parigi, e le cui autorità di controllo sono l'Autorità di controllo prudenziale e di risoluzione e l'Autorità francese dei mercati finanziari. Le informazioni riportate nel presente Opuscolo non costituiscono né (i) una ricerca in materia di investimenti ai sensi dell'articolo 36 del Regolamento delegato (UE) 2017-565 della Commissione del 25 aprile 2016 e dell'articolo 3, paragrafo 1, punti 34 e 35 del Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 sugli abusi del mercato, né (ii) una raccomandazione personalizzata secondo quanto stabilito dall'articolo L. 321-1 del Codice monetario e finanziario francese. Si consiglia al lettore di non mettere in pratica le informazioni contenute nel presente Opuscolo se non dopo aver consultato i propri interlocutori abituali operanti all'interno di CA Indosuez Wealth (France) e ottenuto, all'occorrenza, l'opinione dei suoi consulenti specializzati in materia contabile, giuridica e fiscale;
- in Lussemburgo: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe), società per azioni (société anonyme) di diritto lussemburghese con capitale di 415.000.000 euro e sede sociale in 39 allée Scheffer L-2520 Lussemburgo, immatricolata presso il Registro delle Società del Lussemburgo con il numero B91.986, operante come istituto di credito con sede in Lussemburgo sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF).
- in Spagna: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en 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 Commercio e delle Società di Madrid con il numero T 30.176.F 1,S 8, H M-543170, CIF (Codice di identificazione fiscale): W-0182904-C.

- in Belgio: l'Opuscolo è distribuito dalla filiale per il Belgio di CA Indosuez Wealth (Europe), con sede al 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgio, immatricolata presso il Registro delle Società di Bruxelles con il numero 0534 752 288, registrata nel Banque-Carrefour des Entreprises (database delle aziende belghe) con partita IVA n. 0534.752.288 (RPM Brussels), filiale di CA Indosuez Wealth (Europe), società con sede sociale in 39 allée Scheffer L-2520 Lussemburgo, immatricolata presso il Registro delle Società del Lussemburgo con il numero B91.986 e operante come istituto di credito autorizzato con sede in Lussemburgo sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF).
- in Italia: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Italy) S.p.A., con sede in Piazza Cavour 2, Milano, Italia, iscritta all'Albo delle banche mantenuto dalla Banca d'Italia con il n. 5412, con codice fiscale, immatricolazione presso il registro delle imprese di Milano e partita IVA n. 09535880158, R.E.A. n. MI-1301064;
- nell'Unione europea: l'Opuscolo può essere distribuito da Entità di Indosuez Wealth Management autorizzate a tale scopo nell'ambito della Libera prestazione di servizi;
- nel Principato di Monaco: l'Opuscolo è distribuito da CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1^{er} - 98000 Monaco, iscritta nel Registro di commercio e dell'industria del Principato di Monaco con il numero 56S00341;
- in Svizzera: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Geneva e da CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano e dalle loro filiali e/o agenzie svizzere. L'Opuscolo costituisce materiale di marketing e non costituisce il prodotto di un'analisi finanziaria nell'accezione delle direttive dell'Associazione Svizzera dei Banchieri (ASB) in relazione all'indipendenza delle analisi finanziarie ai sensi del diritto svizzero. Di conseguenza, tali direttive non sono applicabili all'Opuscolo;
- a Hong Kong SAR: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, 29th floor Pacific Place, 88 Queensway. Nessuna delle informazioni contenute nell'Opuscolo costituisce una raccomandazione d'investimento. L'Opuscolo non è stato sottoposto alla Securities and Futures Commission (SFC) né a qualsivoglia altra autorità di regolamentazione di Hong Kong. L'Opuscolo ed i prodotti menzionati al suo interno non sono stati autorizzati dalla SFC nell'accezione di cui alle sezioni 103, 104, 104A o 105 della Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) (SFO). L'Opuscolo può essere distribuito unicamente a investitori professionali (come definito dalla SFO e dalle Securities and Futures (Professional Investor) Rules (Cap. 571D));
- a Singapore: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapore 068912. A Singapore, l'Opuscolo è destinato unicamente a soggetti considerati "High Net Worth Individual" ai sensi della Linea guida n. FAA-G07 della Monetary Authority of Singapore, ovvero a investitori accreditati, investitori istituzionali o investitori esperti, secondo la definizione del Securities and Futures Act, Sezione 289 di Singapore. Per qualsiasi domanda relativa all'Opuscolo, i destinatari a Singapore possono contattare CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch;
- in Libano: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Switzerland (Lebanon) SAL, Borj Al Nahar bldg., 2nd floor, Martyrs' Square, 1107-2070 Beirut, Libano. L'Opuscolo non costituisce un'offerta e non rappresenta materiale di marketing nell'accezione dei regolamenti libanesi applicabili;
- a Dubai: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower - Level 13 Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423, Emirati Arabi Uniti. CA Indosuez (Switzerland) SA opera negli Emirati Arabi Uniti (EAU) tramite il suo ufficio di rappresentanza, sottoposto all'autorità di vigilanza della banca centrale degli EAU. Ai sensi delle norme e dei regolamenti applicabili negli EAU, l'ufficio di rappresentanza di CA Indosuez (Switzerland) SA non può espletare alcuna attività bancaria. L'ufficio di rappresentanza può unicamente commercializzare e promuovere le attività ed i prodotti di CA Indosuez (Switzerland) SA. L'Opuscolo non costituisce un'offerta rivolta a un particolare soggetto o al pubblico generale, né un invito a presentare un'offerta. Esso è distribuito su base privata e non è stato rivisto o approvato dalla banca centrale degli EAU né da altre autorità di regolamentazione degli Emirati Arabi Uniti;
- ad Abu Dhabi: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Ufficio di rappresentanza, Zayed - The 1st Street - Al Muhairy Center, Office Tower, 4th Floor, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Emirati Arabi Uniti. CA Indosuez (Switzerland) SA opera negli Emirati Arabi Uniti (EAU) tramite il suo ufficio di rappresentanza, sottoposto all'autorità di vigilanza della banca centrale degli EAU. Ai sensi delle norme e dei regolamenti applicabili negli EAU, l'ufficio di rappresentanza di CA Indosuez (Switzerland) SA non può espletare alcuna attività bancaria. L'ufficio di rappresentanza può unicamente commercializzare e promuovere le attività ed i prodotti di CA Indosuez (Switzerland) SA. L'Opuscolo non costituisce un'offerta rivolta a un particolare soggetto o al pubblico generale, né un invito a presentare un'offerta. Esso è distribuito su base privata e non è stato rivisto o approvato dalla banca centrale degli EAU né da altre autorità di regolamentazione degli Emirati Arabi Uniti;
- a Miami: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Miami) - 600 Brickell Avenue, 37th Floor, Miami, FL 33131, USA. L'Opuscolo è fornito su base confidenziale a un numero limitato di soggetti unicamente con finalità informative. Esso non costituisce un'offerta di titoli negli Stati Uniti d'America (o in qualsiasi giurisdizione in cui tale offerta avrebbe carattere illegale). L'offerta di determinati titoli menzionati nell'Opuscolo potrebbe non essere stata soggetta a registrazione ai sensi del Securities Act del 1933. Alcuni titoli potrebbero non essere liberamente trasferibili negli Stati Uniti d'America;
- in Brasile: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM, Av. Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3rd floor, Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132, immatricolata presso il CNPJ/MF con il n. 01.638.542/0001-57;
- in Uruguay: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Uruguay) Services & Representations SA, Av. Luis A. de Herrera 1248 - World Trade Center Torre III - Piso 15 - Of. 1576, 11300 Montevideo, Uruguay. L'Opuscolo non costituisce un'offerta destinata a soggetti specifici o al grande pubblico, né un invito a presentare un'offerta. L'Opuscolo è distribuito privatamente. L'Opuscolo e i prodotti eventualmente menzionati in esso non sono stati rivisti o approvati, né registrati dalla Banca Centrale dell'Uruguay, né da altre autorità normative dell'Uruguay.

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

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

Crediti fotografici: iStock.

Finito di redigere il 22.10.2020.

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

