

# MONTHLY HOUSE VIEW

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING – GENNAIO 2021

DOCUMENTO DI MARKETING



## FOCUS

MERCATO BRITANNICO: L'AMICO DEI PESCATORI

## AZIONI

GRANDI SPERANZE PER IL NUOVO ANNO

---

3 EDITORIALE  
2021: TORNARE ALLA NORMALITÀ  
OPPURE AVANZARE VELOCEMENTE?

---

4 FOCUS  
MERCATO BRITANNICO: L'AMICO DEI PESCATORI

---

7 MACROECONOMIA  
COLMARE IL DIVARIO

---

9 AZIONI  
GRANDI SPERANZE PER IL NUOVO ANNO

---

11 REDDITO FISSO  
BUONE POSSIBILITÀ PER GLI SPREAD  
DI CREDITO L'ANNO PROSSIMO

---

13 CAMBI  
IL BIGLIETTO VERDE CHIUDE IL 2020  
SU UNA BRUTTA CHINA

---

14 ASSET ALLOCATION  
SCENARIO D'INVESTIMENTO  
ED ALLOCAZIONE

---

16 MONITOR DEI MERCATI  
PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI

---

17 GLOSSARIO

---

# EDITORIALE



## VINCENT MANUEL

Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth Management

## 2021: TORNARE ALLA NORMALITÀ OPPURE AVANZARE VELOCEMENTE?

"La scienza non conosce confini", Louis Pasteur

Cara Lettrice, caro Lettore,

alla chiusura del 2020, un anno tutto caratterizzato da estremi (pandemia senza precedenti, recessioni da record, risposta senza precedenti da parte delle politiche economiche, rimbalzi azionari spettacolari), ci si chiede cosa ci aspetta. Il 2021 vedrà il ritorno ad una qualche forma di normalità?

Da un punto di vista politico e sanitario, non ci sono dubbi: un nuovo presidente degli Stati Uniti, il ritorno ad una retorica più consueta e a relazioni più tradizionali tra Stati, la speranza che le campagne di vaccinazione pongano fine al susseguirsi di fasi di blocco/sblocco. La gara contro la pandemia ha introdotto i vaccini sul mercato in tempi record.

Le tendenze sociali dimostrano il contrario e sorprende vedere come le due ondate di *lockdown* nel 2020 si siano tradotte in reazioni diametralmente opposte. Il *lockdown* in primavera ha concretizzato una rottura nella quotidianità delle nostre vite, facendo nascere l'idea in qualche modo ingenua di un "nuovo mondo" (meno consumismo, più attenzione alla salute e al rispetto per l'ambiente). Il *lockdown* in autunno, invece, ha dimostrato come le persone volessero più che mai tornare al mondo in precedenza simboleggiato da aspirazioni semplici, per es.: viaggiare di nuovo, uscire, riunirsi e fare shopping. L'idea che le nostre vite potessero diventare digitali ha probabilmente trovato il suo limite. Per pura coincidenza, la speranza nata dall'esito positivo degli studi sui vaccini in autunno ha dato luogo ad una sovraperformance dei titoli legati all'economia reale rispetto a quelli legati al mondo digitale.

La lotta al riscaldamento globale è indubbiamente l'area in cui non è possibile un ritorno al passato. La sostenibilità dei nostri modelli di crescita è il problema centrale per superare la crisi; i governi hanno deciso di agire in tal senso e stanno abbandonando l'austerità fiscale. La transizione energetica è appunto una delle sole aree in cui le generazioni attuali e future possono indebitarsi.

Su questo fronte emerge qualcosa di nuovo: la convergenza di priorità ambientali da parte di Stati Uniti, Europa e Cina. Infatti, l'America di Biden punta a rientrare nell'Accordo di Parigi e ad investire in modo significativo per trasformare il modello energetico statunitense. Dal suo canto la Cina, attualmente il maggior emittente mondiale di CO<sub>2</sub> si è fissata un obiettivo ambizioso di neutralità rispetto al carbonio entro il 2060.

Nessun ritorno al passato nemmeno per l'Europa. La storia della costruzione europea dimostra come la stessa sia progredita specialmente durante fasi di crisi politica od economica, vuoi per necessità che per una consapevolezza dell'urgenza. La crisi del decennio precedente aveva risolto il dibattito monetario per garantire la sostenibilità dell'area dell'euro. Questa pandemia non ha fatto eccezione alla regola ed è stata anche il catalizzatore per un progresso senza precedenti nella solidarietà del budget europeo.

Anche il forte consenso attorno all'idea di una risposta fiscale marcata e prolungata contrasta con il consenso ideologico a favore dell'austerità fiscale prevalso durante la crisi del debito sovrano europeo. Questo nuovo consenso meno frugale riflette una risposta pragmatica nei confronti di emergenze sanitarie, economiche e sociali che il contesto di bassi tassi d'interesse rende possibile finanziare. In buona sostanza, è in gioco la stabilità dei nostri governi e la sopravvivenza delle nostre democrazie a fronte delle crescenti disuguaglianze e tensioni sociali già forti prima della pandemia, da questa semplicemente esacerbate. Anche qui, il futuro dirà se abbiamo adottato una visione eccessivamente ingenua della sostenibilità dei nostri crescenti debiti complessivi, il che fa sorgere la domanda circa il valore delle nostre valute. Forse ciò si riflette nell'aumento record dell'oro e delle bitcoin quest'anno...

In questa speciale fine d'anno, auguriamo salute e felicità ai nostri lettori e ai loro cari nel nuovo anno, nella speranza che realizzi le enormi aspirazioni di popoli e governi.

Buona lettura e un felicissimo 2021 a tutti.

## FOCUS

### MERCATO BRITANNICO: L'AMICO DEI PESCATORI

Alla vigilia dell'uscita del Regno Unito dal mercato europeo, potrebbe sembrare inspiegabile mostrare un interessamento verso questa regione, in gran parte evitata dagli investitori stranieri.

#### UNA RIPRESA DELLA FIDUCIA A BREVE TERMINE

La fine del 2020 è stata piena di eventi per il Regno Unito, con una notevole positività derivata dalla distribuzione del vaccino prima del previsto, il che ha parzialmente eclissato l'apparentemente infinita saga della Brexit. Il *lockdown* meno rigido e la temporanea crescita derivata dalla costituzione di scorte in vista della Brexit dovrebbero determinare nel quarto trimestre una recessione più modesta. Il PMI britannico medio di tutti i settori nel quarto trimestre è stato pari a 50,6 (rispetto a 30,5 del 2° trimestre). La contrazione del settore dei servizi è stata compensata dalla solida crescita in quelli edilizio e manifatturiero. Sono state inoltre prorogate fino a primavera del 2021 le misure straordinarie di sostegno da parte del governo (regimi di cassa integrazione, tagli e differimenti dell'IVA, imposte di bollo, ecc.), che continueranno a limitare l'impatto del *lockdown* sulla domanda (ad ottobre vendite al dettaglio in aumento del 5,8% su base annua).

Con l'avvento del vaccino, la riapertura meccanica dell'economia dei servizi dovrebbe acquisire velocità dal 2° semestre 2021. Un accordo commerciale sarebbe particolarmente favorevole al settore mercantile, ma nel 1° trimestre 2021 le barriere non tariffarie dovrebbero comunque avere un notevole effetto negativo a prescindere dallo scenario commerciale. Ciononostante, dopo una flessione della crescita più marcata nel 2020 rispetto al resto delle controparti europee (PIL del mese di ottobre a -7,9% rispetto ai livelli prima della COVID-19), intravediamo un'ampia opportunità di recupero per il Regno Unito nel 2021. Si prevede un rafforzamento dell'inflazione, che però rimarrà inferiore all'obiettivo del 2% nel 2021. L'effetto inflazionistico della Brexit sarà molto probabilmente compensato dalle "cicatrici" deflazionistiche della crisi da COVID-19 e dall'apprezzamento della sterlina britannica con la scomparsa dell'incertezza da Brexit.

#### STERLINA BRITANNICA: MIGLIORATA, MA I FONDAMENTALI MACRO RIMANGONO MEDIOCRI

Con questo aumento dell'ottimismo ciclico, quest'autunno la sterlina ha intrapreso la via del recupero rispetto ad altre valute. In termini di scambi ponderati, l'indice dei tassi di cambio (ERI) della Banca d'Inghilterra (BoE) è aumentato del 4% tra metà settembre e fine novembre, prima di scendere del 2% dagli inizi di dicembre ancora una volta per via dell'incertezza sulla Brexit. Questa situazione presenta delle sfumature a seconda della valuta: a novembre la sterlina britannica si è apprezzata rispetto al dollaro statunitense (indebolito dopo le elezioni), ma ha perso terreno nei confronti dell'euro. Quest'ultimo scenario sta a significare che la sterlina britannica dispone ancora di un ulteriore margine di apprezzamento in caso di una Brexit ordinata, anche se ciò dipenderà anche dal *momentum* macro relativo e dal livello relativo di allentamento monetario.

In effetti, il nostro ottimismo sulla ripresa è diluito dalla continua debolezza dei fondamentali su cui si basa l'economia britannica. L'alto deficit del settore pubblico (13% del PIL rispetto al 9% dell'area dell'euro), i bassi risparmi nel settore privato (24% del PIL rispetto al 29% dell'area dell'euro), un disavanzo delle partite correnti (3,1% del PIL rispetto all'avanzo del 2,6% dell'area dell'euro) e l'aumento delle disuguaglianze, fattori che sostengono la fiacca degli investitori rispetto all'economia britannica nel medio termine, ci inducono a credere che eventuali riprese significative della sterlina britannica saranno di breve durata. Inoltre, la Banca d'Inghilterra ha finora resistito all'implementazione di tassi d'interesse negativi, ma dovrebbe restare fortemente accomodante, visto che l'inflazione rimane piatta (+0,3% su base annua a novembre).

#### STERLINA BRITANNICA CONTRO PANIERE DI VALUTE



Fonti: Datastream, Indosuez Wealth Management.

La performance passata non è una garanzia di risultati futuri.

# FOCUS

## MERCATO BRITANNICO: L'AMICO DEI PESCATORI

### I MERCATI AZIONARI BRITANNICI: IL POTENZIALE NON E' DA SCARTARE

Il Regno Unito è stata la regione azionaria con le peggiori performance nel 2020, in calo del 14% in termini di dollari statunitensi da inizio 2020 (rispetto al +6% dell'indice MSCI Europe, escluso Regno Unito al 16% degli Stati Uniti), in ritardo rispetto agli omologhi europei ormai da cinque anni. La flessione è stata meno pronunciata sull'indice FTSE 250, maggiormente rappresentativo dell'attività britannica interna. Quest'ultimo ha recuperato il 14% dall'inizio di novembre (rispetto al +16% dell'Eurostoxx 600).

Alcune sottoperformance possono essere collegate all'esposizione settoriale, dato che l'indice MSCI UK è sovraponderato rispetto ai settori energetico (9% dell'MSCI UK contro 4% di MSCI Europe) e dei beni di consumo primari (22% contro 14%), i quali settori hanno sottoponderato l'indice globale, ed è sottoponderato rispetto ai settori dei beni di consumo discrezionali (7% contro 11%) e informatico (1% contro 7%), i quali hanno sovraperformato. Generalmente parlando, il mercato britannico comporta più valore rispetto al mercato azionario statunitense o dell'area dell'euro. Tuttavia, considerate queste diverse ponderazioni settoriali, i settori britannici hanno registrato una tendenza a sottoperformare, in parte legata all'assenza di fiducia degli investitori e, di conseguenza, al posizionamento degli investitori sul mercato britannico.

In tale contesto, una ripresa economica nel 2021, abbinata alla (tenue) speranza del raggiungimento di un accordo commerciale sulla Brexit con l'UE prima della fine del 2020, comporterebbe il recupero di un ribilanciamento dei portafogli a favore delle azioni britanniche. Nel 2021 si prevede una crescita del 37% dell'EPS dell'indice MSCI (rispetto al -36,3% del 2020). Inoltre, grazie alla quota significativa di titoli *value*, l'indice FTSE dovrebbe beneficiare dello spostamento in corso dai settori ciclici a quelli *value*.

Prevediamo che un esito positivo dell'accordo commerciale influisca in prevalenza sulla sterlina britannica, che potrebbe assistere a notevoli oscillazioni a dicembre con il diminuire della liquidità. I mercati hanno già integrato almeno un accordo commerciale parziale, ma il quadro a lungo termine indica la probabilità di un'ulteriore margine di manovra, almeno alla data di redazione del presente articolo, ossia al 16 dicembre.

Tuttavia, in caso di un'assenza di accordo imprevista, l'effetto sulla sterlina britannica potrebbe essere notevole, potenzialmente pari ad un calo fino a 1,25.

### INDICI MSCI, IN USD



Fonti: Datastream, Indosuez Wealth Management.

La performance passata non è una garanzia di risultati futuri.



Banche centrali pronte a resistere ad un temporaneo rafforzamento dell'inflazione.

# MACROECONOMIA

## COLMARE IL DIVARIO

### IN ATTESA DELLA RIPRESA

Siccome i *lockdown* continuano ad essere temporaneamente introdotti e rimossi, per il 4° trimestre 2020 gli indicatori a frequenza elevata puntano ad una contrazione dell'area dell'euro e ad un rallentamento negli Stati Uniti. Come sottolineato dai recenti dati PMI, tra i settori perdurano nette divergenze, con il prosieguo della ripresa del settore manifatturiero nonostante le restrizioni alle attività, in particolare in Germania e Stati Uniti. Il settore dei servizi dovrà attendere la distribuzione delle vaccinazioni (che dovrebbe cominciare prima della fine dell'anno nell'UE dopo le prime approvazioni all'inizio del mese nel Regno Unito e negli Stati Uniti) per poter intraprendere un percorso di ripresa sostenibile.

La ripresa del 2021 dovrebbe essere graduale dato che la domanda latente di servizi non è marcata come quella dei beni e che nel 2021 il tasso di disoccupazione rimarrà superiore ai livelli pre-COVID-19 soprattutto in Europa, dove l'adeguamento dell'occupazione rispetto al rallentamento dell'attività è appena cominciato. Tuttavia, continuiamo a intravedere un potenziale di rialzo nell'aumento di fiducia di consumatori e investitori attualmente trattenuta dalla continua incertezza sulle prospettive sanitarie ed economiche. La riapertura delle economie nel 2021 correlata alle campagne di vaccinazione potrebbe appunto incentivare la domanda latente di servizi e investimenti, più probabilmente dal 2° trimestre in poi, aumentando l'effetto base di un PIL debole del 2° trimestre 2020.

Ciononostante, l'ottimismo da vaccino non sta inducendo le banche centrali e i governi a ridurre il loro sostegno. I governi stanno facendo progressi per garantire il rinnovo del sostegno fiscale nel 2021: negli Stati Uniti, l'accordo sugli incentivi in attesa di sblocco, il fondo per la ripresa da 750 miliardi di euro che dovrebbe essere operativo per il rilascio dei primi fondi nel 2° semestre 2021 e il nuovo pacchetto di incentivi economici giapponese del valore di 73,6 trilioni di yen (708 miliardi di dollari statunitensi), comprese sovvenzioni per la promozione dei viaggi nazionali, la digitalizzazione e incentivi alla riduzione delle emissioni di carbonio per dare una spinta all'economia.

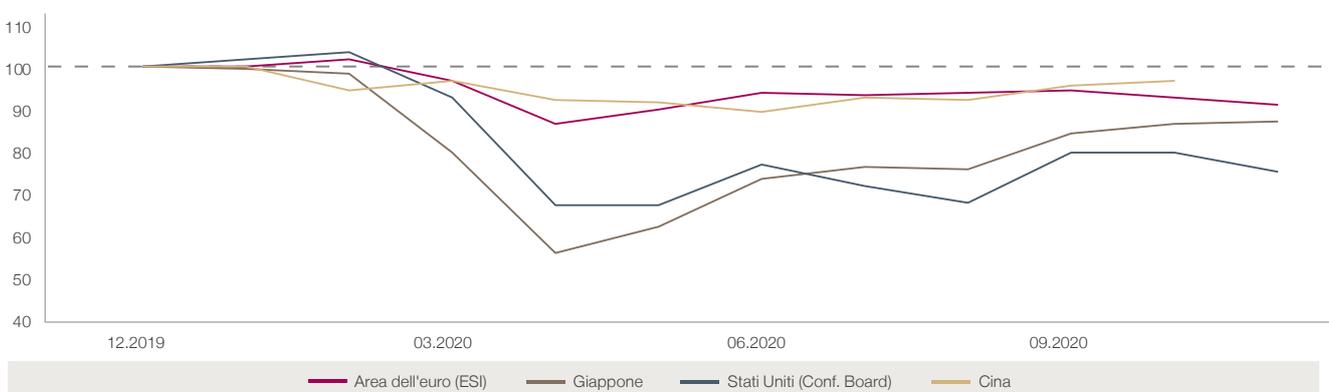
### AUMENTANO LE ASPETTATIVE RELATIVE ALL'INFLAZIONE

Infine, nel 2021 la politica monetaria dovrebbe restare accomodante, mentre le banche centrali monitorano la ripresa e sono pronte a resistere ad un temporaneo rafforzamento dell'inflazione, specialmente riconducibile agli effetti degli aumenti marcati dei prezzi energetici di base previsti nella primavera 2021. L'inflazione dovrebbe restare modesta in Europa e Giappone, considerata la notevole fiacchezza del mercato del lavoro, mentre negli Stati Uniti le aspettative relative all'inflazione potrebbero aumentare e rafforzarsi in caso di ripresa della domanda più rapida rispetto all'offerta. La FED monitorerà attentamente la situazione, ma dato il suo nuovo schema mirato all'inflazione, non si prevede una sua azione sui tassi prima del 2023, secondo la *forward guidance* e i dot plot, anche se adesso si prevede che il tasso di disoccupazione scenda al 4,2% nel 2022 e che l'inflazione raggiunga l'1,9% nello stesso anno, come indicato dal FOMC di dicembre. La riunione di dicembre indica che la delusione circa la capacità della Fed di controllare l'impennata della curva rappresenta un rischio di coda nel 2021.

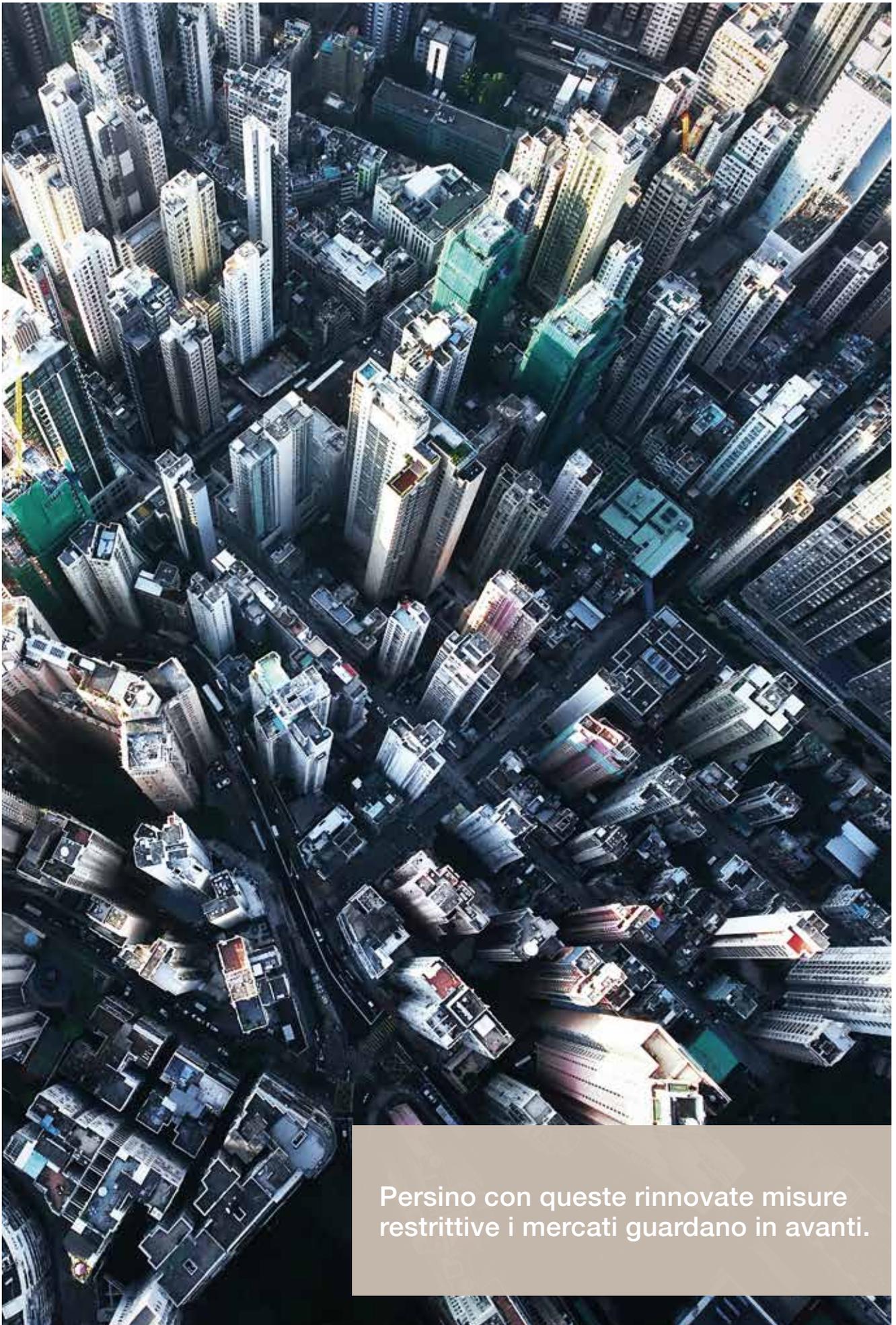
### MERCATI EMERGENTI ALLARGAMENTO DELLA RIPRESA

Nel 2021 dovrebbe allargarsi la ripresa in Asia, specialmente ad altri membri del nuovo blocco commerciale dell'area (RCEP) e all'India, che ha subito un severo calo del PIL nel 2020. Nel 2021 le economie latino-americane dovrebbero tornare a crescere, ma con un ritmo di ripresa più lento e fondamentali macro più deboli (in particolare in Brasile). Infine, la ripresa ancora contenuta dei prezzi del petrolio e l'assenza di investimenti potrebbe limitare il ritorno all'attività in Russia e nelle economie MENA (Medio Oriente e Nord Africa).

### FIDUCIA DEI CONSUMATORI, 100=DICEMBRE 2019



Fonti: ESI, Conference Board, Gabinetto dei ministri giapponese, Ufficio di statistica cinese, Indosuez Wealth Management.



Persino con queste rinnovate misure restrittive i mercati guardano in avanti.

# AZIONI

## GRANDI SPERANZE PER IL NUOVO ANNO

- Il 2021 è pieno di promesse per i mercati azionari: sarà l'anno del vaccino, della riapertura e della ripresa.
- Contemporaneamente, la politica monetaria dovrebbe rimanere di sostegno, l'incertezza commerciale potrebbe attenuarsi e gli stimoli fiscali probabilmente continueranno ad essere implementati.

### EUROPA

Il mercato europeo è più orientato verso i settori ciclici e *value* rispetto alle rispettive controparti statunitensi o dei Mercati emergenti. Questa composizione dovrebbe continuare ad essere considerata un vantaggio relativo, dato il contesto di propensione al rischio osservato dalla fine di ottobre. Inoltre, malgrado la recente sovraperformance, la valutazione è ancora interessante rispetto al resto del mondo, mentre il *momentum* degli EPS (utili per azione) nell'ultimo paio di mesi è stato buono. Infine, occorre anche tener presente che l'Europa è all'avanguardia della tendenza ESG (ambientale, sociale e di governance) e beneficerà dei forti impegni politici in tema di megatendenze quali la decarbonizzazione o la digitalizzazione. Il rafforzamento del ritmo della coppia valutaria EUR/USD potrebbe tuttavia essere un elemento favorevole.

### USA

L'elezione di Joe Biden è finalmente ufficiale. Il rischio di un Senato a maggioranza del partito democratico rimane all'ordine del giorno; tuttavia, il nuovo presidente statunitense ha rassicurato Wall Street nominando Janet Yellen, ex presidente della Fed, come futuro Segretario di Stato al ministero delle Finanze. Questa nomina è stata ricevuta benissimo dagli investitori, i quali sperano in un migliore coordinamento tra politiche monetarie e di bilancio.

Le attese di un accordo fiscale entro fine anno sono ancora vive, dal momento che i rappresentanti dei Democratici (Nancy Pelosi) e dei Repubblicani (Mitch McConnell) s'incontreranno di nuovo. Il consenso prevede un pacchetto bipartisan di incentivi di circa 900 miliardi di dollari statunitensi.

### MERCATI EMERGENTI

La Cina rimane la nostra area preferita in Asia. Le autorità cinesi stanno mettendo tecnologia, sanità, consumo interno, infrastrutture e politiche ambientali al centro dell'imminente 14° piano quinquennale (2021-2025). L'obiettivo complessivo è l'aumento della domanda e dei consumi interni, proseguendo quindi la transizione del paese dalla dipendenza dalle esportazioni. I dati economici principali sono rimasti più solidi nell'Asia settentrionale rispetto al resto della regione. Le economie ASEAN hanno risentito in misura molto maggiore della crisi da COVID-19 rispetto alla Cina. Ma il 2021 potrebbe invertire questa gerarchia in quanto lo stile ciclici/*value* è ben rappresentato nei mercati azionari del Sudest asiatico, che potrebbe inoltre beneficiare: della crescita cinese, di quella del commercio globale, del ritorno ai viaggi e dell'accordo commerciale regionale. Nell'ambito di quest'area privilegiamo Indonesia, Singapore e Filippine rispetto a Malesia e Thailandia.

### STILE E TEMI

Prevediamo una continua rotazione della leadership tra Ciclici/*value* (sostenuti da PIL più forti e curve di rendimento più ripide) ed una differenza di valutazione, che rimane significativa anche dopo la storica rotazione di novembre.

Il fatto che il segmento *value* si rimetta al passo non significa che debbano essere evitati i titoli *growth*. I titoli dalle prospettive di crescita a lungo termine secolari continuano ad essere sempre al cuore della nostra allocazione.

Tra di loro, privilegiamo il tema ambientale, che gode di obiettivi ambiziosi in termini di riduzione delle emissioni e, da un punto di vista finanziario, di afflussi continui derivanti dal crescente numero di mandati istituzionali e dall'aumento di popolarità tra i *Millennial*.

### ANCORA POTENZIALE DI RIALZO PER LA ROTAZIONE VERSO I TITOLI VALUE\*



\* Indice MSCI Europe Value/MSCI Europe Growth.  
Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

### CONVINZIONI AZIONARIE CHIAVE

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.



La BCE aumenterà  
il sostegno monetario.

# REDDITO FISSO

## BUONE POSSIBILITA' PER GLI SPREAD DI CREDITO L'ANNO PROSSIMO

- La Banca centrale europea ha intensificato la sua campagna per proteggere l'eurozona da una possibile doppia recessione aumentando il sostegno monetario.
- Attrattiva delle valutazioni del credito asiatico, malgrado gli *spread* più elevati di quello societario latino-americano

### BANCHE CENTRALI

In vista della ricaduta economica della ripresa della pandemia, la BCE ha deciso di aumentare il sostegno monetario. Il "Programma di acquisti per l'emergenza pandemica (PEPP)" è stato aumentato a 1,85 trilioni di euro e prorogato di nove mesi. Sono state prorogate di 12 mesi le condizioni favorevoli delle "Operazioni di rifinanziamento mirate a più lungo termine (TLTRO III)". La Fed, che di recente ha adottato un nuovo quadro per l'obiettivo medio di inflazione, ha deluso gli investitori a dicembre, ma in futuro dovrebbe aumentare la scadenza media dei suoi acquisti di titoli del Tesoro al fine di proteggere l'economia statunitense.

### TITOLI DI STATO

L'ottimismo relativo ad un vaccino contro la COVID-19 e la prevista maggiore offerta di titoli del Tesoro statunitense (tesa a finanziare gli enormi deficit e gli ulteriori pacchetti di incentivi) hanno spinto i rendimenti dei titoli decennali ai loro massimi livelli dalla crisi. Il movimento dell'impennata ribassista della curva dei rendimenti statunitensi osservato nei mesi recenti ha buone probabilità di continuare. Tuttavia, finché la politica monetaria rimane molto accomodante, l'impennata dovrebbe rimanere contenuta, specialmente se la ripresa è più modesta delle previsioni.

I pareggi inflazionistici europei e statunitensi hanno sovraperformato in modo marcato da metà novembre, beneficiando di un contesto di propensione al rischio del mercato e dalla rapida ripresa dei prezzi del petrolio.

### INVESTMENT GRADE E HIGH YIELD

I mercati del credito hanno notevolmente sovraperformato il mese scorso. I principali fattori sono stati le speranze sollevate dalle notizie positive sul vaccino contro la COVID-19 e sul pacchetto di incentivi fiscali statunitense.

Le ottime opportunità dovrebbero continuare a favorire gli *spread* di credito, insieme al *sentiment* positivo e ai titoli tecnici. La caccia al rendimento rimane intatta e dovrebbe favorire i segmenti di credito più rischiosi, compresi gli *high yield*.

Sulla scia della recente ripresa degli *spread* di credito, abbiamo deciso di ridurre il punteggio di valutazione di tutti i segmenti del credito, tranne i finanziari e il credito asiatico. Contemporaneamente, abbiamo deciso di migliorare il punteggio dei fondamentali sugli HY europei e gli IG e HY statunitensi, grazie alla stabilizzazione dei parametri di credito.

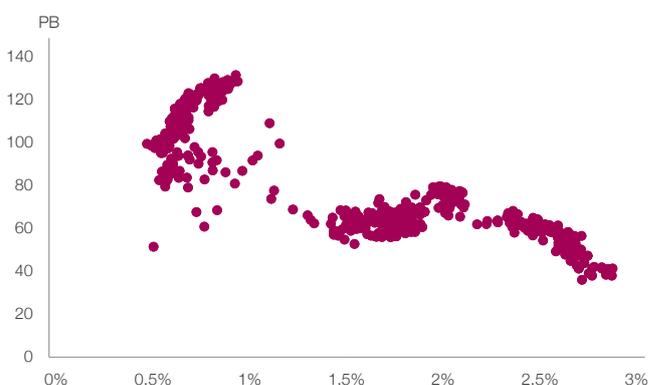
### OBBLIGAZIONI DEI MERCATI EMERGENTI

Sul fronte macroeconomico, la ripresa dell'anno prossimo dovrebbe essere guidata dall'Asia. Il contesto globale dovrebbe rimanere di sostegno per le economie dei mercati emergenti, data la solidità dei fondamentali. Le valutazioni degli *high yield* dovrebbero beneficiare della ripresa del 2021, mentre gli *spread* dei titoli *investment grade* non sono lontani dai livelli precedenti alla pandemia.

Malgrado gli *spread* più elevati del credito societario latino-americano, le valutazioni di quello asiatico appaiono più interessanti, specialmente per settori sensibili alla crescita cinese.

Le percentuali d'insolvenza relativamente modeste e l'indebolimento del dollaro statunitense continuano a sostenere la classe di attivi del credito emergente.

### CURVA DEI RENDIMENTI USA 5S30S RISPETTO AL RENDIMENTO DECENNALE



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

### CONVINZIONI CHIAVE NEL REDDITO FISSO

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.



Il dollaro statunitense non sembra riuscire a farsi degli amici.

# C A M B I

## IL BIGLIETTO VERDE CHIUDE IL 2020 SU UNA BRUTTA CHINA

- Mentre i fondamentali del dollaro statunitense vacillano, l'oro rimane solido.
- L'euro e lo yuan diventano più interessanti, stuzzicando l'attenzione delle loro banche centrali.

### EURO (EUR)

Nel 2020 l'euro ha superato un importante traguardo, grazie all'avvio dei trasferimenti fiscali tra paesi dell'area dell'euro (tramite il Fondo UE per la ripresa dalla pandemia). Ciò significa che sono stati notevolmente ridotti i rischi di coda di spaccatura dell'euro, aprendo contemporaneamente la porta alla creazione di un vasto pool di attivi con rating AAA in gado di attrarre flussi da investitori e gestori delle riserve alla ricerca di diversificazione dall'indebolimento del dollaro statunitense. Con l'inizio del 2021 questo fattore (e, se tutto va bene, la conclusione della saga Brexit) costituirà una forza importante a sostegno dell'euro e il mercato dei cambi monitorerà attentamente i dati relativi al peso dell'euro sulle riserve internazionali.

### DOLLARO USA (USD)

Il dollaro statunitense non sembra riuscire a farsi degli amici. Il cocktail preoccupante costituito dalla cattiva gestione della COVID-19, i battibecchi a Washington sui quanto mai necessari stimoli, la disputa legale sui risultati elettorali contestati e la nomina di una prudente Janet Yellen al Ministero delle finanze statunitense ha fortemente pesato sul dollaro statunitense. I gestori che allocano i patrimoni ai titoli di Stato stanno regolarmente riducendo l'esposizione nei confronti del dollaro con l'aumentare dei timori di una svalutazione monetaria, mentre un potenziale accordo dell'ultima ora di libero commercio tra UE e Regno Unito spingerebbero l'euro e la sterlina britannica. Sebbene l'attuale *sentiment* e le previsioni di mercato per il 2021 stiano diventando alquanto ribassiste rispetto al dollaro statunitense, soltanto un programma di vaccinazioni statunitense rapido ed efficace potrebbe invertire la psicologia prevalente e ritardare una sottoperformance apparentemente inevitabile rispetto agli omologhi del G10.

### YUAN CINESE (CNY)

Continua ad impressionare la ripresa cinese, ad ulteriore dimostrazione dello spostamento continentale verso l'Asia, tendenza che, secondo noi, continuerà nel 2021. La maggiore forza dello yuan riflette avanzi commerciali da record e l'aumento delle riserve di valute estere. Continuano ininterrotti gli afflussi diretti di investimenti esteri sui loro mercati obbligazionari. Tuttavia, questo contesto positivo pone un problema per la Banca Popolare Cinese (PBoC) che potrebbe cominciare a fare affidamento sulla forza dello yuan. La banca non vuole ridurre i tassi perché ciò alimenterebbe una domanda interna già solida; in tal senso, per il 2021 rimaniamo fiduciosi in termini di yuan cinesi sulle flessioni ma prevediamo guadagni più gradualmente e intenzionalmente pacati tramite politiche di fixing della PBoC. Inoltre, la distribuzione riuscita, se tutto va bene, di un vaccino a livello globale mitigherebbe la forte ondata di esportazioni cinesi di forniture e dispositivi medici nel 2021.

### ORO (XAU)

L'oro ha vissuto un incredibile 2020, registrando massimi record nei confronti del dollaro a 2.075 dollari statunitensi all'oncia, seguiti dalla recente correzione, e prevediamo un movimento della media mobile a 200 giorni di circa 1.800 dollari statunitensi all'oncia ed una correzione che dimostri come il mercato fosse eccessivamente lungo sull'oro in un contesto di speculazione esagerata. Tuttavia, i fondamentali dell'oro rimangono solidi come il metallo stesso: la continua monetizzazione delle spese fiscali grazie alla stampa di moneta da parte delle banche centrali per sostenere le economie durante la crisi costituisce un eterno biglietto verso l'aumento dei prezzi dell'oro.

Sembrerebbe quasi che l'oro possa solo aumentare, vuoi per il continuo QE (easing qualitativo) per combattere la bassa inflazione e le crisi, vuoi perché l'inflazione potrebbe decollare e gli investitori acquistano oro a fini di protezione. L'unico modo in cui l'oro potrà scendere di nuovo è un ritorno alla crescita senza inflazione.

### CONVINZIONI CHIAVE SU CAMBI E METALLI PREZIOSI

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.

# ASSET ALLOCATION

## SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE

### SCENARIO D'INVESTIMENTO PER IL 2021 IN 10 PUNTI

- Un anno di ripresa macroeconomica trainata dalla riapertura delle economie guidata dal vaccino e di effetti di base rispetto al 2° trimestre 2020. Al di là dei fattori a breve termine, la crescita del PIL potrebbe essere fragile nel primo trimestre, ma dovrebbe successivamente rafforzarsi.
- Un mix di politiche di sostegno sia fiscale che monetario:
  - Le banche centrali continueranno ad aumentare i programmi di acquisti di attivi e manterranno i tassi d'interesse ai livelli attuali, il che dovrebbe limitare l'impennata delle curve di rendimento.
  - I governi stanno realizzando notevoli piani di incentivi, che andranno al di là dell'effetto recessivo della pandemia, essendo mirati al sostegno degli investimenti e all'accelerazione della transizione verso una crescita più sostenibile.
- Questo contesto macroeconomico e monetario favorevole dovrebbe aiutare tutti gli attivi rischiosi, i quali dovrebbero generare performance positive malgrado le notevoli performance già registrate dalla fine di marzo.
- Il 2021 sarà soprattutto un anno di carry sul reddito fisso dopo una marcata ripresa dello *spread*, che dispone ancora di un margine sui titoli *high yield* e i mercati emergenti; tuttavia, la maggior parte delle riclassificazioni dei rating è ormai alle nostre spalle. I flussi verso segmenti del mercato a reddito fisso più rischiosi (*high yield* dei mercati sviluppati ed emergenti) sono guidati sia la ricerca di rendimento che dall'ottimismo in termini macro.
- Questo contesto di bassi rendimenti dovrebbe inoltre spingere gli investitori ad aumentare in modo strutturale la loro allocazione azionaria, come dimostrato dai flussi record delle scorse settimane. Si prevede una performance positiva delle azioni, ma i rendimenti dovrebbero essere inferiori alla crescita a doppia cifra degli utili prevista nel 2021, il che si riflette relativamente bene nelle attuali valutazioni.
- Inoltre, sarà un anno di valore relativo sulle azioni, con una prevista sovraperformance dei titoli *value* e ciclici; in effetti, persino dopo le marcate riclassificazioni dei rating di questi temi da ottobre, la ripresa decennale dei titoli di qualità e crescita secolare indica l'esistenza di un ulteriore spazio per il potenziale nel 2021, soprattutto nei settori più colpiti dalla pandemia.
- Questa narrativa di rotazione operata dagli investitori azionari potrebbe inoltre condurre ad una sovraperformance delle azioni internazionali rispetto a quelle statunitensi. L'Europa è la sede di molti titoli *value*/ciclici nonché di leader dell'azione climatica elogiati dai fondi ESG, che dovrebbero continuare ad attrarre notevoli flussi. Gli attivi dei mercati emergenti dovrebbero continuare a far bene e se ne prevede ampiamente la sovraperformance rispetto ai mercati sviluppati, in uno scenario centrale di distribuzione rapida dei vaccini.
- La duration dovrebbe fornire un minore sostegno ai portafogli rispetto al 2019-2020, ma il nostro scenario centrale ipotizza un'impennata moderata della curva statunitense, che non dovrebbe penalizzare il rendimento del carry.
- Si è concretizzata la tendenza all'indebolimento del dollaro statunitense da noi riportata lo scorso anno e di nuovo ribadita in primavera. L'ottimismo macro guidato dal vaccino potrebbe portare ad un aggiornamento dell'obiettivo di tendenza della coppia valutaria EUR/USD verso 1,25. Questo livello corrisponde ad una soglia alla quale la BCE potrebbe cercare di calmare maggiormente la valuta (come nel 2017). Potrebbe altresì diventare controproducente per la storia delle azioni europee.
- L'oro continua ad essere sostenuto da questo contesto di tassi d'interesse negativi, ma nel 2021 potrebbe essere più vulnerabile laddove il vaccino e la riapertura delle economie inneschino previsioni di mercato più orientate alla reflazione.

Per concretizzarsi, questo scenario dovrebbe soddisfare numerose condizioni: tra le altre, la crescita degli utili non dovrebbe essere deludente, i tassi d'insolvenza dovrebbero restare limitati e il *momentum* macro non dovrebbe attenuarsi in modo troppo significativo.

## ASSET ALLOCATION

## SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE

## DUE SCENARI ALTERNATIVI

- **Caso di ribasso (probabilità del 10-15%):** presenza di una distribuzione ritardata del vaccino e avvio dell'anno debole in termini macro negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, che potrebbero innescare revisioni negative degli utili, appiattimento della curva e antirotazione sulle azioni.
- **Caso di rialzo (probabilità del 20-25%):** presenza di una migliore accelerazione macroeconomica, rilascio più marcato della domanda latente, sblocco delle spese in conto capitale e una maggiore impennata della curva statunitense (50-75 punti base), che potrebbero innescare la riallocazione dal reddito fisso alle azioni ed una rotazione più pronunciata verso il valore.

## SEI FATTORI DI RISCHIO DA MONITORARE NEL 2021

- **Ballottaggi in Georgia:** la politica statunitense di inizio gennaio potrebbe rivelare una duplice vittoria a sorpresa dei Democratici, il che significherebbe un Senato al 50/50 con Kamala Harris come voto chiave; ciò potrebbe cambiare la percezione di mercato della vittoria di Biden in quanto potrebbe innescare una nuova ansia in materia di riforma fiscale.
- **Eccessiva impennata della curva dei rendimenti:** qualora i titoli decennali si muovano significativamente al di sopra dell'1,5-1,75%, l'amplificazione della rotazione penalizzerebbe lo stile qualità/crescita che ha trainato la performance del 2020 e, quindi, la direzione di mercato complessiva diventerebbe negativa. I titoli *investment grade* subirebbero un allargamento degli *spread* in quanto il rendimento assoluto dal carry non sarebbe immune all'effetto duration.
- **Relazione con la Cina:** la vittoria di Joe Biden ha portato molto ottimismo quanto al futuro delle relazioni internazionali. Non dovremmo scartare il rischio di un approccio più conflittuale, che reintrodurrebbe volatilità azionaria, indebolimento del renminbi e prese di profitto sulle azioni cinesi.
- **Incertezze della pandemia** e in particolare la capacità dei mercati emergenti di beneficiare rapidamente di una rapida distribuzione del vaccino.
- **Revisioni del *momentum* macro e degli utili:** la recente rideterminazione al rialzo dei prezzi dei mercati azionari e del credito offre poco spazio alla delusione, in quanto i mercati in gran parte integrano nei prezzi una ripresa economica rapida ed una crescita degli EPS a doppia cifra.
- **L'eccessiva forza dell'euro** potrebbe indebolire la storia delle azioni europee (le azioni dei mercati emergenti sono invece positivamente più correlate alle valute dei mercati emergenti rispetto ad un dollaro statunitense debole).

## CONVINZIONI CHIAVE

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

Fonte: Indosuez Wealth Management.

# MONITOR DEI MERCATI

## PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI

DATI AGGIORNATI AL 16 DICEMBRE 2020

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	3.701,17	3,74%	14,56%
FTSE 100 (Regno Unito)	6.570,91	2,91%	-12,88%
Stoxx Europe 600	396,08	1,42%	-4,75%
Japan Topix	1.786,83	3,85%	3,80%
MSCI World	2.654,79	4,38%	12,56%
Shanghai SE Composite	4.953,87	1,27%	20,93%
MSCI Emerging Markets	1.263,82	4,66%	13,38%
MSCI Latam (America Latina)	2.444,37	11,62%	-16,22%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	240,44	5,33%	-10,14%
MSCI Asia Ex Japan	821,97	3,61%	19,43%
CAC 40 (Francia)	5.547,68	0,66%	-7,20%
DAX (Germania)	13.565,98	2,76%	2,39%
MIB (Italia)	21.986,52	1,68%	-6,47%
IBEX (Spagna)	8.139,50	1,98%	-14,76%
MSI (Svizzera)	10.341,18	-1,01%	-2,60%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	4'200,00	2,71%	10,64%
Oro (USD/Oncia)	1'864,80	-0,40%	22,90%
Greggio WTI (USD/Barile)	47,82	14,35%	-21,68%
Argento (USD/Oncia)	24,99	2,20%	39,42%
Rame (USD/Tm)	7'836,00	10,55%	26,92%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	2,68	-1,29%	22,29%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (in punti)	VARIAZIONE YTD (in punti)
VIX	22,50	-1,34	8,72

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	1,08	-0,03%	-0,54%
GBP/USD	1,35	1,78%	1,90%
USD/CHF	0,89	-2,86%	-8,40%
EUR/USD	1,22	2,93%	8,80%
USD/JPY	103,47	-0,34%	-4,73%

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (in pb)	VARIAZIONE YTD (in pb)
US Treasury 10A	0,92%	4,62	-100,12
Francia 10A	-0,33%	-0,70	-44,60
Germania 10A	-0,57%	-1,40	-38,10
Spagna 10A	0,02%	-5,80	-44,20
Svizzera 10A	-0,57%	-6,50	-10,30
Giappone 10A	0,01%	-0,70	2,60

OBBLIGAZIONI CORPORATE	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	44,97	3,02%	2,46%
Titoli di Stato in EUR	222,25	0,12%	2,16%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	206,93	1,44%	1,59%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	316,15	1,58%	4,00%
Titoli di Stato USA	325,67	0,12%	5,71%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	53,11	1,30%	2,55%

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

### RENDIMENTI MENSILI DEGLI INVESTIMENTI, ESCLUSI I DIVIDENDI

SETTEMBRE 2020	OTTOBRE 2020	NOVEMBRE 2020	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (16 DICEMBRE 2020)	MIGLIORI
0,45%	2,76%	21,61%	11,62%	20,93%	
-1,48%	2,35%	13,93%	5,33%	19,43%	
-1,63%	1,98%	13,73%	4,66%	14,56%	
-1,68%	-1,19%	12,66%	4,38%	13,38%	
-1,77%	-2,77%	12,35%	3,85%	12,56%	
-2,72%	-2,84%	11,12%	3,74%	3,80%	
-3,59%	-3,14%	10,75%	3,61%	-4,75%	
-3,92%	-4,52%	9,21%	2,91%	-10,14%	
-4,75%	-4,92%	7,98%	1,42%	-12,88%	
-5,54%	-5,19%	5,64%	1,27%	-16,22%	

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 sui fonti ritenuti 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) Servicios & Representaciones SA e CA Indosuez Wealth (Miami), le rispettive filiali (dirette e indirette), le agenzie e gli uffici di rappresentanza, ovunque si trovino, operano sotto il marchio unico Indosuez Wealth Management. Ognuno di essi è indicato singolarmente e collettivamente come "Entità".

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

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

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

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

- in Francia: il presente Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (France), società anonima con capitale di 82.949.490 euro, istituto di credito e società di intermediazione assicurativa immatricolata al Registro Unico degli Intermediari assicurativi e riassicurativi con il numero 07 004 759 ed al Registro del Commercio e delle Società di Parigi con il numero 572 171 635, la cui sede sociale si trova in Rue du Docteur Lancereaux 17, 75008 Parigi, e le cui autorità di controllo sono l'Autorità di controllo prudenziale e di risoluzione e l'Autorità francese dei mercati finanziari. Le informazioni riportate nel presente Opuscolo non costituiscono né (i) una ricerca in materia di investimenti ai sensi dell'articolo 36 del Regolamento delegato (UE) 2017-565 della Commissione del 25 aprile 2016 e dell'articolo 3, paragrafo 1, punti 34 e 35 del Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 sugli abusi del mercato, né (ii) una raccomandazione personalizzata secondo quanto stabilito dall'articolo L. 321-1 del Codice monetario e finanziario francese. Si consiglia al lettore di non mettere in pratica le informazioni contenute nel presente Opuscolo se non dopo aver consultato i propri interlocutori abituali operanti all'interno di CA Indosuez Wealth (France) e ottenuto, all'occorrenza, l'opinione dei suoi consulenti specializzati in materia contabile, giuridica e fiscale;
- in Lussemburgo: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe), società per azioni (société anonyme) di diritto lussemburghese con capitale di 415.000.000 euro e sede sociale in 39 allée Scheffer L-2520 Lussemburgo, immatricolata presso il Registro delle Società del Lussemburgo con il numero B91.986, operante come istituto di credito con sede in Lussemburgo sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF).
- in Spagna: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en España, operante sotto la supervisione del Banco de España (www.bde.es) e della Commissione Nazionale del Mercato Azionario (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), come filiale di CA Indosuez Wealth (Europe), istituto di credito debitamente registrato in Lussemburgo e operante sotto la supervisione

dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF). Indirizzo: Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Spagna), registrata presso il Banco de España con il numero 1545. Immatricolata presso il Registro del Commercio e delle Società di Madrid con il numero T 30.176.F 1,S 8, H M-543170, CIF (Codice di identificazione fiscale): W-0182904-C.

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

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

© 2021, CA Indosuez (Switzerland) SA - Tutti i diritti riservati.

Crediti fotografici: iStock.

Finito di redigere il 18.12.2020.

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.

