

# MONTHLY HOUSE VIEW

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING – DICEMBRE 2020

DOCUMENTO DI MARKETING



## FOCUS

IL VACCINO CONTRO IL COVID-19 – LA SOLUZIONE MIRACOLOSA

## AZIONI

RISULTATI POSITIVI

---

**3** EDITORIALE  
QUEST'ANNO FESTEGGEREMO IL NATALE PRIMA  
DEL RINGRAZIAMENTO?

---

**4** FOCUS  
IL VACCINO CONTRO IL COVID-19  
– LA SOLUZIONE MIRACOLOSA

---

**7** MACROECONOMIA  
ANDRÀ PEGGIO PRIMA DI ANDARE MEGLIO

---

**9** AZIONI  
RISULTATI POSITIVI

---

**11** REDDITO FISSO  
LUOGHI COMUNI SUL VACCINO IN ABBONDANZA

---

**13** CAMBI  
TENDENZA RIBASSISTA PER IL DOLLARO USA

---

**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

## QUEST'ANNO FESTEGGEREMO IL NATALE PRIMA DEL RINGRAZIAMENTO?

Cara Lettrice, caro Lettore,

Sulla scia di un contagioso ottimismo, ad inizio novembre si è assistito ad una forte accelerazione dei mercati, nonostante una contrazione certa del PIL europeo nel quarto trimestre ed un allarmante andamento della pandemia negli Stati Uniti. Un potente *mix* di nuove notizie sul fronte politico e sanitario sta spingendo gli investitori a guardare oltre le sfide di breve termine e scontare migliori prospettive per il 2021.

Il rischio politico è scomparso? Le presidenziali USA si sono concluse in linea con il nostro scenario di base e, come previsto, il distacco si è rivelato più esiguo di quello indicato dai sondaggi. I tentativi di Donald Trump di contestare l'esito elettorale non porteranno verosimilmente a nulla. Il rischio politico si è apparentemente dissipato ed è ora meno probabile che sia aumentata l'imposta sulle società e vengano introdotti ambiziosi stimoli fiscali.

Sono davvero svanite tutte le incertezze? A nostro parere, occorre monitorare tre elementi a bassa probabilità. In primo luogo, il ballottaggio in Georgia, di primaria importanza per i Repubblicani: con una vittoria conquisterebbero infatti il Senato. In secondo luogo, la transizione allo Studio Ovale, che non sarà affatto agevole dato che Trump sembra intenzionato a tormentare altri Paesi fino al suo ultimo giorno da Presidente. Infine, con una pandemia che continua a correre, come reagiranno i mercati ad uno stallo politico, con un Congresso incapace di concordare nuove misure?

Il vaccino stravolgerà la situazione? No, secondo Christine Lagarde, almeno per quanto riguarda le previsioni economiche della Banca Centrale Europea (BCE). La realtà è però diversa: gli annunci di un vaccino migliorano sensibilmente le prospettive per il 2021, allontanando lo spettro di nuovi *lockdown* e risollevando le speranze per un rimbalzo ciclico più ampio. Forse la Presidente Lagarde si riferisce ai rischi nel breve periodo, che giustificerebbero l'introduzione di ulteriori stimoli.

Da una prospettiva di mercato, il vaccino è una soluzione miracolosa; la reazione di investitori e trader all'annuncio a sorpresa di Pfizer potrebbe essere stata eccessiva, con una fuga dai titoli di qualità e *momentum* ed una corsa a coprire le posizioni *short* nei settori *value* e ciclici.

Nelle scorse settimane il susseguirsi di regimi segnati da reflazione/*goldilocks*<sup>1</sup> ha causato il mal di testa ai gestori di portafoglio che, alla luce di un Congresso diviso, avevano appena rimosso le coperture sulla tecnologia.

Tuttavia, questo positivo flusso di notizie non indurrà le Banche Centrali ed i Governi a revocare entro breve tempo le misure di sostegno. I mercati del credito sono posizionati su un incremento degli stimoli della BCE, che includeranno una quota significativa del segmento *investment grade* in euro, mentre i tassi più contenuti sospingono le valutazioni azionarie. Tutti questi fattori si manifesteranno però contemporaneamente? È ragionevole attendersi un'accelerazione il prossimo anno ed una ripresa dei titoli *value* senza che la curva dei rendimenti si irripidisca pericolosamente?

Questa retorica natalizia poggia su una dinamica alquanto precaria, probabilmente sostenibile solo per un periodo limitato: una ripresa della crescita globale senza un recupero dell'inflazione. Le Banche Centrali hanno già fatto sapere che non altereranno la loro posizione accomodante in presenza di un *overshooting* sul breve termine dell'inflazione. Ma controllare l'intera curva è un'altra storia. In fin dei conti, è una questione di credibilità: fino a quando il mercato è persuaso che il vaccino non modificherà la *forward guidance*, non dovremmo preoccuparci troppo di un irripidimento. Il secondo rischio riguarda i mercati dei cambi. L'indebolimento del dollaro, ora ampiamente condiviso, non deve essere troppo rapido, onde evitare di compromettere la tanto agognata ripresa delle azioni europee. Nel frattempo, sulle ali dell'ottimismo gli investitori sembrano aver ricevuto i regali di Natale prima del Ringraziamento, giorno che già in passato aveva rappresentato per i mercati una svolta tecnica. Come sempre, il lungo termine è meno incerto dei domani...

1 - *Goldilocks* (Riccioli d'Oro): un'economia che cresce senza creare inflazione, consentendo alle Banche Centrali di restare accomodanti. Come affermato dalla protagonista della celebre favola: "Non troppo caldo, non troppo freddo; giusto quanto basta".

## FOCUS

### IL VACCINO CONTRO IL COVID-19 – LA SOLUZIONE MIRACOLOSA

Il tasso di efficacia superiore alle attese del nuovo vaccino sperimentale contro il COVID-19 annunciato il 9 novembre 2020 ha rilanciato i mercati e generato euforia come avrebbero fatto pochi altri temi. L'entusiasmo e le rassicurazioni di un "ritorno alla normalità" in un futuro non meglio precisato devono ancora essere riflessi nelle indagini economiche e ci vorrà del tempo prima che trovino riscontro nei dati ufficiali. Tuttavia, con la seconda e terza ondata della pandemia che minacciano la ripresa nei Paesi sviluppati, le notizie sul vaccino hanno offerto a famiglie ed imprese il primo scorcio di visibilità sul 2021.

#### UNA CORSA SENZA PRECEDENTI A UN NUOVO VACCINO

Gli studi per decodificare il genoma del SARS-CoV-2 hanno avuto inizio a gennaio 2020. Oltre a testare vaccini esistenti (come quello contro la tubercolosi) per verificare se potessero proteggere dal COVID-19, ne sono stati sviluppati di nuovi per indebolire i coronavirus o introdurre nell'organismo il relativo materiale genetico o le sue proteine, al fine di provocare una risposta immunitaria. Questi nuovi composti sono testati sull'uomo da marzo 2020 e dodici sono al momento giunti alla fase finale.

#### CICLO PER LO SVILUPPO DI UN VACCINO E NUMERO DI SPERIMENTAZIONI IN CORSO



Fonti: New York Times, Coronavirus Vaccine Tracker (17.11.2020), Indosuez Wealth Management.

Finora, le fasi 3 alle quali sono stati sottoposti i due vaccini a base genetica di Pfizer-BioNTech (BNT162b2 mRNA) e Moderna (mRNA-1273) hanno restituito dati preliminari incoraggianti (test condotti rispettivamente su 43 e 30 mila pazienti) ed un'efficacia per entrambi del 95% (94% nei soggetti di età superiore ai 65 anni per quello di Pfizer). Il vaccino di Moderna ha un importante vantaggio: può essere conservato per 30 giorni in un normale frigorifero, ad una temperatura di 2-8°C.

Per contro, il vaccino di Pfizer deve essere conservato con ghiaccio secco ad una temperatura di almeno -70°C. Pertanto, la distribuzione del vaccino messo a punto da Moderna risulta più agevole e con ogni probabilità meno costosa. Il vaccino di Pfizer e BioNTech, come quasi tutti gli altri oggetto di studi clinici, richiede due dosi.

Occorre inoltre notare che, finora, due vaccini hanno raggiunto la fase di approvazione presso le autorità sanitarie russe (lo Sputnik V sviluppato dalla società con sede a Mosca Gamaleya Research Institute e l'EpiVacCorona), che però non sono ancora entrati in Fase 3.

#### QUANDO SARANNO DISPONIBILI I PRIMI VACCINI?

Le sperimentazioni sono ancora in corso. Pfizer/BioNTech hanno pubblicato questa settimana i dati sulla sicurezza, completando uno degli ultimi passaggi necessari per ottenere l'autorizzazione all'uso di emergenza (EUA) dalla Food and Drug Administration (FDA) statunitense. Moderna continua a raccogliere dati e stima di poter fare richiesta nelle prossime settimane. In caso di approvazione del loro vaccino, Pfizer-BioNTech prevedono di produrre 50 milioni di dosi nel 2020 ed un massimo di 1,3 miliardi in tutto il mondo entro la fine del 2021. Moderna ipotizza invece circa 500 milioni di dosi l'anno, forse 1 miliardo, a partire dal 2021.

#### LE SFIDE ALL'ORIZZONTE E LE DOMANDE SENZA RISPOSTA

I tassi di efficacia annunciati erano superiori alle attese iniziali. Tuttavia, permangono alcune sfide, in particolare sulla durata dell'immunità del nuovo vaccino e le capacità produttive. Anche il costo (tra 32 e 37 dollari USA a dose per il vaccino di Moderna) sarà un ostacolo alla sua distribuzione, soprattutto per i Paesi emergenti ed in via di sviluppo le cui finanze pubbliche sono già allo stremo.

Infine, guardando oltre l'emergenza del 2021, sarà possibile somministrare il vaccino alle sole categorie vulnerabili e riuscire comunque a contenere la pandemia? Secondo una recente indagine di IPSOS, molti cittadini non intendono farsi vaccinare, poiché non si fidano della sua efficacia o del contenuto. Fortunatamente, l'indagine indica anche che la fiducia e l'accettazione del vaccino aumentano con l'età.

## FOCUS

### IL VACCINO CONTRO IL COVID-19 – LA SOLUZIONE MIRACOLOSA

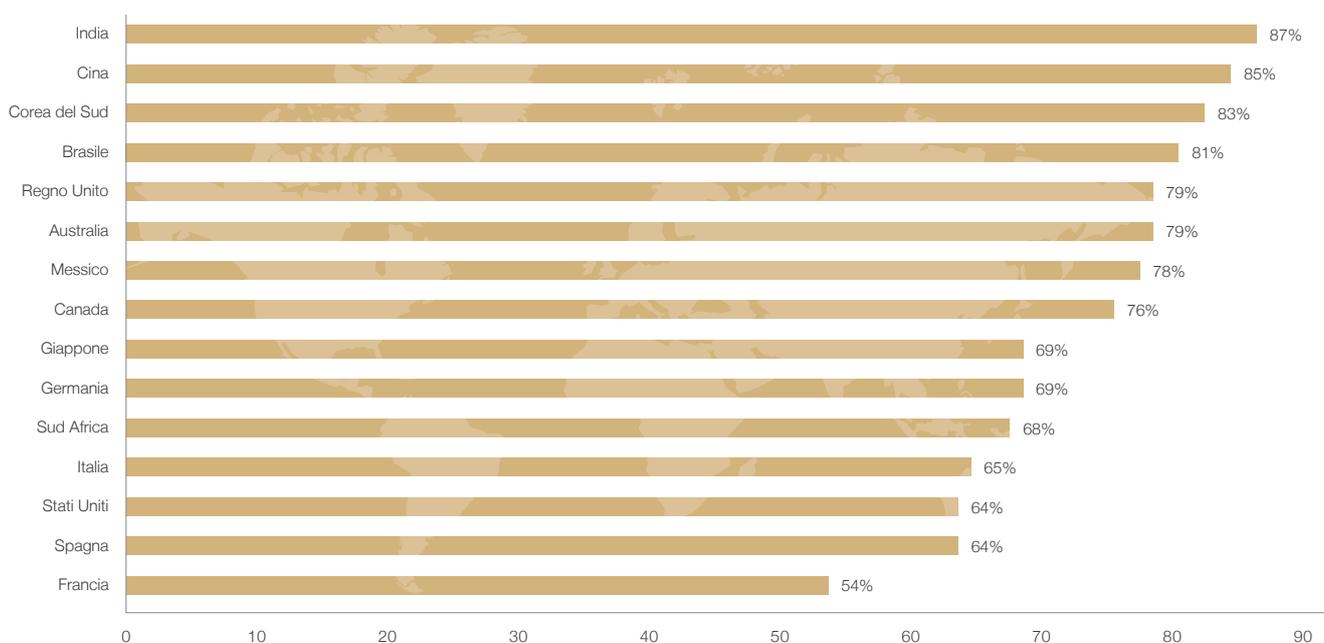
#### IL VACCINO È UN TOCCASANA PER LA FIDUCIA

È verosimile che il vaccino sia inizialmente somministrato alle categorie più vulnerabili, ossia i soggetti con maggiori possibilità di essere ricoverati, soprattutto nei picchi della pandemia (persone di almeno 50 anni o con patologie pre-esistenti). Questo potrebbe appiattire le curve dei contagi e liberare spazio nei reparti di terapia intensiva. Con il peggiore scenario possibile (confinamenti nazionali prolungati) sensibilmente ridotto entro metà 2021, le famiglie saranno più inclini a spendere (dopo un periodo di risparmi forzati) e le società ancora sane potrebbero già pensare a ricostituire le scorte e porre fine ai licenziamenti. In questo contesto, si intravede un significativo potenziale di crescita nel secondo semestre del 2021.

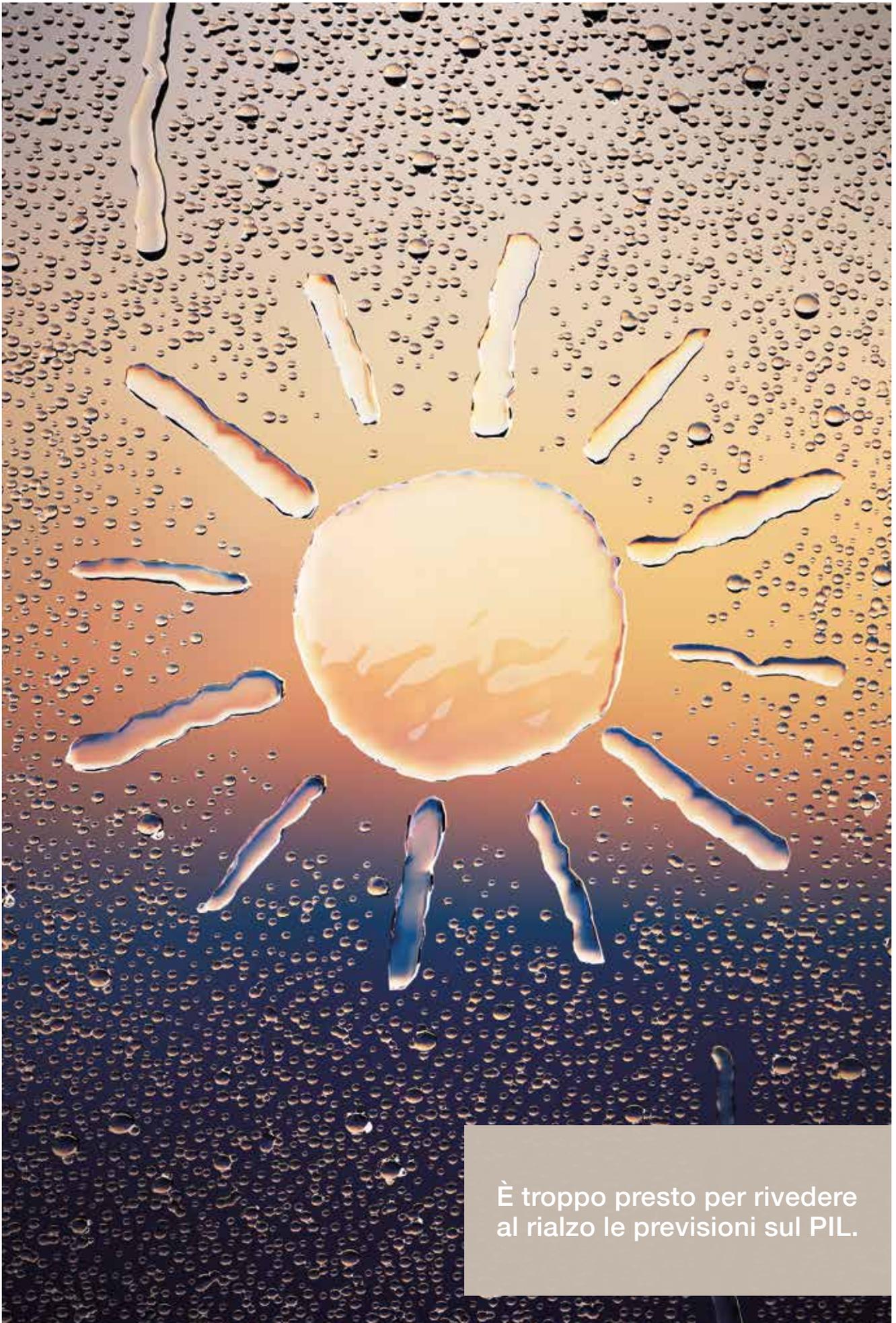
Tuttavia, a differenza degli Stati Uniti, in Europa non ci aspettiamo una solida ripresa degli investimenti nel 2021. La correzione sul mercato del lavoro ed i fallimenti legati alla crisi sono stati rallentati artificialmente dalla Cassa Integrazione e dalle altre misure di sostegno varate dai governi.

In Asia, dove il virus è stato ampiamente arginato dal distanziamento sociale, il vaccino può avere un duplice impatto sulla crescita economica: un aumento della domanda esterna con la riapertura delle economie in via di sviluppo ed una massiccia produzione di forniture mediche correlate al vaccino (effetti sulla Cina). Per altri mercati emergenti, i cui governi possono difficilmente permettersi i vaccini almeno in un primo momento, è molto probabile che le ricadute positive si manifestino ad inizio 2022.

#### SOGGETTI DISPOSTI A VACCINARSI CONTRO IL COVID-19 SE MAI SARÀ DISPONIBILE UN VACCINO, %



Fonti: Ipsos, Indosuez Wealth Management.



È troppo presto per rivedere  
al rialzo le previsioni sul PIL.

# MACROECONOMIA

## ANDRÀ PEGGIO PRIMA DI ANDARE MEGLIO

Per quanto le speranze di un vaccino riducano il rischio di *lockdown* generalizzati nel 2021, non risolvono la pandemia da COVID-19 in corso, che potrebbe far scivolare in recessione le economie occidentali nel quarto trimestre del 2020.

Prima che si abbattesse la seconda ondata, il PIL per il terzo trimestre era ancora inferiore del 3,5% rispetto ai livelli pre-crisi negli Stati Uniti, del 4% nei principali Paesi dell'Area Euro e del 9% in Spagna e Regno Unito. Il PIL cinese è invece cresciuto del 4% dai livelli antecedenti l'emergenza sanitaria e si sta rafforzando.

### EUROPA: LA RIPRESA IN PAUSA

Da settembre l'Europa ha accumulato ulteriori ritardi sulla via del recupero. Il PMI composito della produzione è calato dal 54,9 di luglio al 50 di ottobre, sotto il peso di un deterioramento nei servizi. La Francia è stata finora tra i Paesi dell'UE più duramente colpiti in termini di contagi; secondo le stime dell'INSEE, nel T4 l'economia si contrarrà del 4,5% su base trimestrale, con lo scenario peggiore al -6% (rispetto al -14% nel T2). Il calo dell'Area Euro nel suo complesso dovrebbe rivelarsi più contenuto nel T4, poiché le restrizioni imposte sull'edilizia ed i settori industriali sono state meno rigorose. Infine, l'inflazione (-0,3% su base annua ad ottobre) è destinata a restare bassa, gravata dai prezzi energetici e da un mercato del lavoro molto fiacco. Si prevede un ulteriore allentamento da parte della BCE, dato il tempo richiesto per introdurre le nuove misure fiscali europee, nonostante i progressi significativi sul meccanismo di finanziamento.

### USA: FINORA MEGLIO DEL PREVISTO

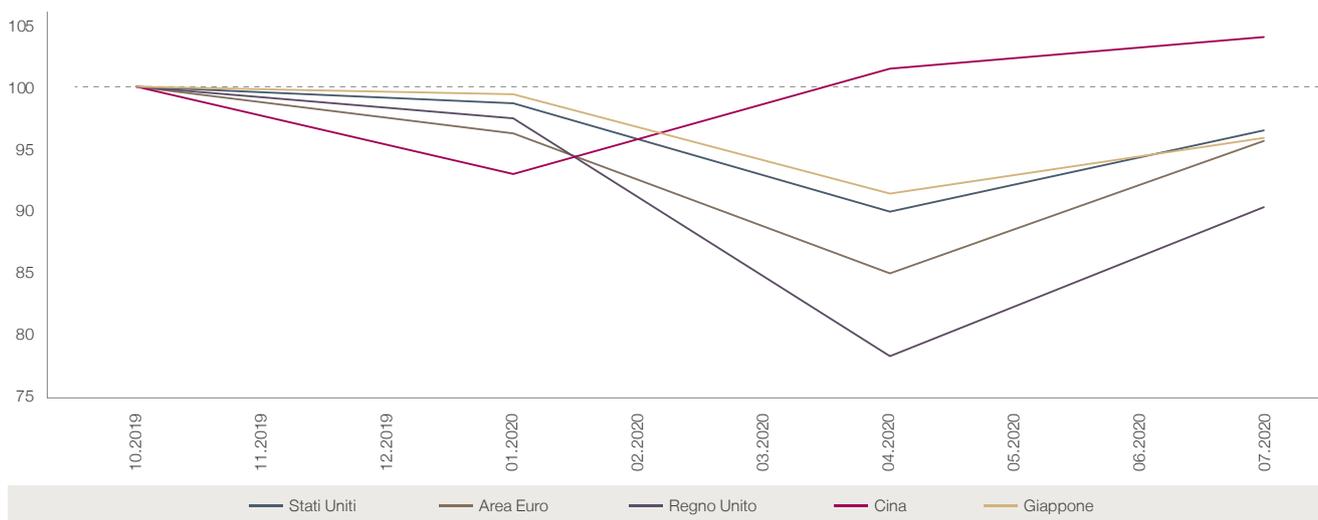
Negli Stati Uniti l'attività ed il mercato del lavoro hanno continuato a risalire in autunno, nonostante l'incertezza collegata alle elezioni. Le vendite al dettaglio sono aumentate del 5,7% rispetto ad ottobre 2019, mentre il tasso di disoccupazione è diminuito al 6,9% (dal 14,7% di aprile). Tuttavia, con la pandemia che accelera e gli ulteriori stimoli fiscali in dubbio, le prospettive sulla crescita per la fine dell'anno tendono anch'esse al ribasso (previsioni sul PIL per il T4 del *Conference Board*: tasso annualizzato del 2,2%).

Guardando avanti, la più incerta dinamica della crescita per il 2021 peserà sull'espansione annua, mentre l'iniezione di fiducia conseguente al vaccino dovrebbe sostenere i consumi nel secondo semestre del 2021 (si veda il Focus a pagina 4). L'incertezza è alle stelle ed è troppo presto per rivedere al rialzo, sulla scia delle positive notizie correlate ad un vaccino, le previsioni sul PIL (attualmente al 4,1% per l'Area Euro nel 2021 secondo la Commissione europea ed al 3,4% per gli Stati Uniti stando alla Fed).

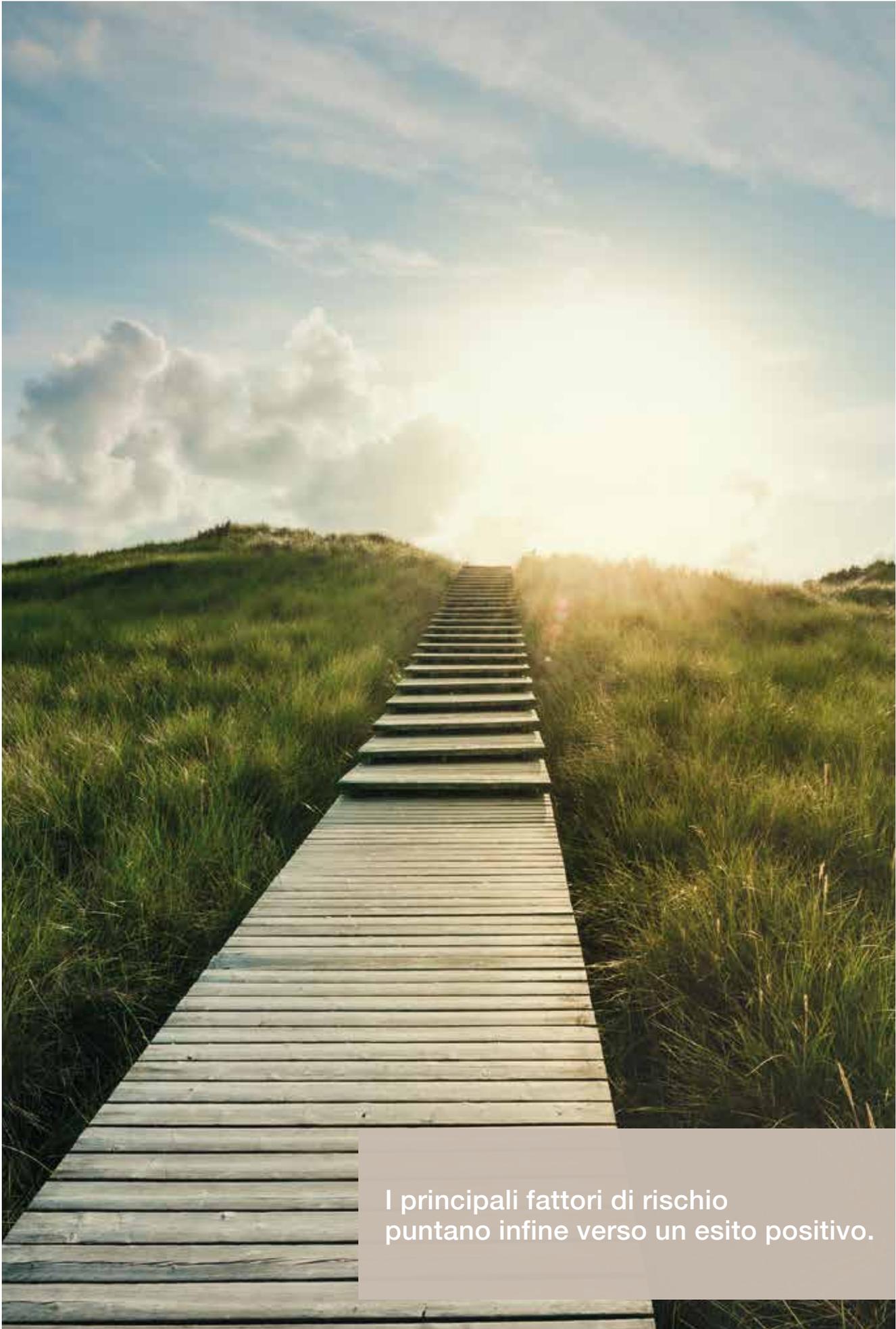
### LA RIPRESA ECONOMICA È AD EST

Le ambizioni delle economie asiatiche sono state ulteriormente rilanciate, grazie al recente piano cinese di investimenti quinquennali incentrato sul rafforzamento della crescita interna ed alla firma di un accordo commerciale regionale (con il 90% dei dazi tra Cina, Giappone ed altri 13 Paesi che dovrebbero essere revocati in 20 anni). Anche se tra molti di questi Stati erano già in vigore degli accordi commerciali, si tratta di un notevole passo in avanti verso la regionalizzazione.

### UNA RIPRESA ECONOMICA GLOBALE DISOMOGENEA, PIL T4 2019 = 100



Fonti: Contabilità nazionale, Indosuez Wealth Management.



I principali fattori di rischio puntano infine verso un esito positivo.

# AZIONI

## RISULTATI POSITIVI

- L'incertezza riguardo alle elezioni Presidenziali americane è svanita e l'attuale configurazione, una vittoria di Biden senza "onda blu", potrebbe essere uno dei migliori scenari.
- La stagione degli utili per il terzo trimestre ha esibito numeri record, con l'82% delle società negli Stati Uniti che ha pubblicato risultati superiori alle attese ed il 17% di sorprese sul fronte degli EPS per l'indice S&P 500.
- L'annuncio di un vaccino da parte di Pfizer risolve le speranze per un recupero economico nel 2021, creando un contesto ampiamente positivo per i mercati azionari globali.

## EUROPA

Negli ultimi tempi il mercato europeo ha sfoggiato un'ottima forma. Il recente flusso di notizie implica una maggiore fiducia in una ripresa economica nel 2021, anche sul versante degli utili societari. Le basse valutazioni, unitamente all'orientamento ciclico e sul beta, potrebbero rappresentare i nuovi *driver* regionali. Se si aggiungono la rinnovata attenzione ai criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) ed il tema del cambiamento climatico, è possibile che si osservino nuovi afflussi nella regione.

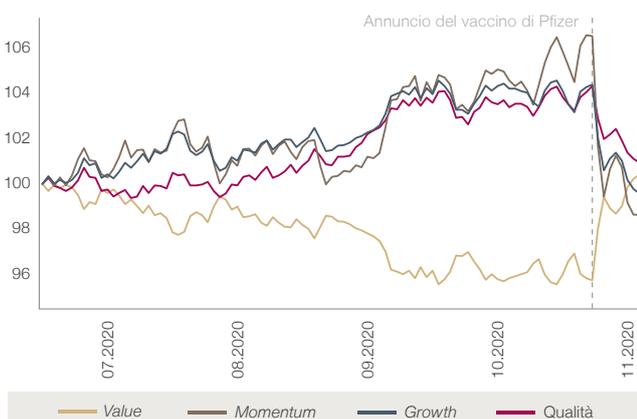
## STATI UNITI

Il mercato teme una possibile onda democratica, con un potenziale aumento delle aliquote fiscali che, a sua volta, avrebbe influito sugli utili societari, soprattutto nel settore tecnologico ed in quello sanitario. Un esito più equilibrato delle Presidenziali USA ed i risultati molto incoraggianti sul fronte di un vaccino hanno ridato vigore al mercato e, in particolare, ai settori che più di tutti hanno patito la crisi sanitaria. Il Russell 2000, l'indice statunitense delle *small e mid cap*, potrebbe essere tra i principali beneficiari di questa rotazione; il listino è su massimi storici e questa tendenza potrebbe durare.

## MERCATI EMERGENTI

Finora nell'anno le performance azionarie asiatiche sono state trainate da Cina, Taiwan e Corea del Sud. Malgrado la recente rotazione, riteniamo ancora che le azioni cinesi siano interessanti (soprattutto le azioni A). In aggiunta a PMI soddisfacenti, ultimamente anche le vendite al dettaglio si sono riprese. Restiamo neutrali su Corea del Sud e Singapore e sottopesati su India ed ASEAN (escluso Singapore).

## UNA DECISA ROTAZIONE VERSO I TITOLI VALUE



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Tuttavia, i rimbalzi tecnici dei titoli *deep value* hanno favorito aree che avevano sottoperformato, come l'ASEAN e l'America Latina, e ciò potrebbe rappresentare un *driver* di breve termine per queste regioni.

## STILE D'INVESTIMENTO

Nell'attuale contesto di propensione al rischio, i titoli *value*/di bassa qualità hanno naturalmente sovraperformato le controparti *growth*/di alta qualità. A nostro parere, questo fenomeno proseguirà, in quanto lo sconto di valutazione del segmento *value* è ancora molto elevato e la sua dinamica relativa degli EPS dovrebbe migliorare ulteriormente. Un quadro che avvalora la nostra recente preferenza nei portafogli per i titoli ciclici/*value*, a scapito principalmente delle società difensive. Tuttavia, nonostante tali sviluppi, manteniamo ancora alcuni temi di crescita secolare (in particolare "sviluppo sostenibile" e "rivoluzione tecnologica"), che rappresentano una parte consistente del nostro portafoglio *core*.

## PREFERENZE SETTORIALI

Le recenti evoluzioni dello scenario hanno influito sull'allocazione settoriale: risorse di base, materiali per l'edilizia e (in parte) beni strumentali/prodotti chimici trarranno vantaggio dalla maggiore spesa infrastrutturale e dal loro orientamento ciclico.

Anche se il settore bancario è afflitto da una pressione strutturale, potrebbe beneficiare di un rimbalzo sul breve termine, data la sua valutazione molto compressa, una pregevole dinamica degli utili per azione (EPS) ed una potenziale revoca del divieto a distribuire dividendi da parte della BCE a dicembre. Il settore energetico dovrebbe continuare a patire i deflussi legati ai criteri ESG dopo questo forte rimbalzo nel breve periodo.

## 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.



Le Banche Centrali chiamate a mitigare la recessione causata dalle misure di *lockdown*.

# REDDITO FISSO

## LUOGHI COMUNI SUL VACCINO IN ABBONDANZA

- La ricerca di rendimento entra in una nuova era, con gli investitori intenti a diversificare i propri portafogli.
- La diversificazione non deve minare la conoscenza dei rischi sottostanti.

### BANCHE CENTRALI

Le Banche Centrali dei mercati sviluppati sono pronte a mitigare gli effetti della recessione imputabile alle nuove restrizioni. Le condizioni di finanziamento dovrebbero restare generose nel prossimo futuro. Si prevede che la BCE aumenti il suo programma per l'acquisto di obbligazioni a dicembre, mentre la Fed estenderà probabilmente la scadenza dei suoi acquisti mensili di Treasury da 80 miliardi di dollari USA.

### TITOLI DI STATO

Nelle parti a breve, le curve dei rendimenti risultano ancorate sui mercati sviluppati (MS), poiché le Banche Centrali estendono la loro *forward guidance*. Per contro, i segmenti lunghi sono più volatili, soprattutto negli Stati Uniti, in quanto il contesto macroeconomico permane favorevole, i dati sull'inflazione sono in territorio positivo ed i fattori esogeni di rischio tendono a svanire (politici, economici). L'ascesa dei rendimenti americani a lungo termine non incide né sulla curva europea né sui mercati emergenti (ME).

In Europa, il piano di finanziamento dell'Unione europea (UE) mette al riparo i Paesi periferici. Il programma SURE (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency), che riduce i rischi correlati ad una divergenza degli *spread* tra i titoli sovrani europei, ha avuto inizio ad ottobre, raccogliendo dagli investitori globali oltre 200 miliardi di euro.

### INVESTMENT GRADE E HIGH YIELD

I premi per il rischio permangono favorevoli ad inizio novembre, sulla scia della rinnovata euforia sui mercati. Da una prospettiva settoriale, industriali e trasporti, che in termini di compressione dei differenziali erano ancora tra i settori peggiori, hanno beneficiato della decisa rotazione. Questa tendenza trova conferma nelle performance a livello di *rating*: sul mercato *high yield* (HY), il paniere CCC ha sovraperformato nelle scorse settimane, grazie al ritorno dell'appetito tra gli investitori *deep value*. Con la fine dell'anno alle porte, la compressione dei differenziali dovrebbe proseguire ed il *carry* favorisce gli investimenti nel credito. Nel settore bancario, le fusioni ed acquisizioni in Europa hanno lanciato segnali positivi agli investitori, con il segmento delle obbligazioni subordinate che offre valore. Gli ibridi corporate appaiono convenienti rispetto alle curve *senior*.

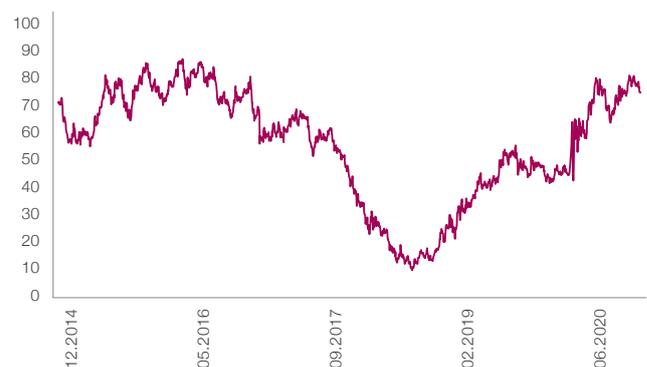
### OBBLIGAZIONI DEI MERCATI EMERGENTI

È anche necessario valutare il contesto post-elezioni statunitensi per i ME, sullo sfondo di prospettive macroeconomiche per il quarto trimestre in peggioramento nei MS. Quest'ultimo fenomeno non influisce direttamente sui ME, in ragione di: una costante solidità dell'Asia settentrionale, dove la gestione del virus è più efficace, la prevalenza del settore manifatturiero nei ME ed il fatto che numerosi grandi Paesi in tale universo hanno patito una prima ondata prolungata di COVID-19, che solo ora sta recedendo.

La ricerca di rendimento resta d'attualità: la svalutazione del dollaro USA e tassi di *default* relativamente modesti potrebbero trainare ancora le obbligazioni emergenti.

Il mercato cinese è sostenuto da costanti afflussi di fondi, in un contesto globale segnato dalla ricerca di rendimento. I nostri team dedicati mantengono un sovrappeso nel segmento immobiliare HY cinese, alla luce di una riduzione dell'indebitamento. I differenziali di *spread* tra Asia settentrionale e Sud-est asiatico potrebbero contrarsi quando la pandemia sarà sotto controllo.

### ASCESA DEI RENDIMENTI USA A LUNGO TERMINE: UNA NUOVA TENDENZA O UN'OCCASIONE DI ACQUISTO?, %



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.



Sul fronte valutario, lo yuan continua ad essere la sorpresa più bella dell'anno.

# C A M B I

## TENDENZA RIBASSISTA PER IL DOLLARO USA

- Lo yuan cinese con il vento in poppa a livello globale.
- Tra le valute di riserva, l'euro è sempre più il migliore tra i peggiori.

### EURO (EUR)

Anche se i rendimenti in euro sono tutt'altro che interessanti e pur riconoscendo nella regione la natura stagnante della crescita economica degli scorsi anni, se consideriamo le sole valute di riserva l'euro è sempre più la "meno peggio". Non soffre di sopravvalutazione, vanta un solido avanzo delle partite correnti, l'UE sta lentamente risolvendo annose questioni geopolitiche (condivisione degli oneri tra Nord e Sud, Brexit) e la nuova classe di obbligazioni garantite dall'UE susciterà un grande interesse tra i gestori delle tesorerie. Pertanto, confermiamo la tendenza rialzista sul lungo termine per la moneta unica. Nel breve periodo, per quanto sia verosimilmente difficile che l'euro superi di molto la soglia di 1,20, alla luce della dinamica già osservata nel 2020, l'attività di fine anno potrebbe portarlo in prossimità di tale valore.

### DOLLARO USA (USD)

I tassi di interesse reali negativi ed il differenziale tra i tassi della Fed e quelli della BCE ai minimi storici sono le principali ragioni dell'indebolimento del dollaro USA, che si protrae da maggio. Questi fattori non dovrebbero scomparire a breve. In primo luogo, la ripresa del commercio globale si tradurrà in un aumento dei ricavi dalle esportazioni, sostenendo la domanda per le valute degli esportatori, quali l'euro. In secondo luogo, i costi storicamente bassi delle coperture in dollari incoraggeranno imprese ed investitori a convertire i proventi nelle valute nazionali (anziché conservarli per sfruttare il *carry*). Infine, i maggiori ricavi dalle esportazioni incrementeranno le riserve delle Banche Centrali, un trend di diversificazione a lungo termine che penalizzerà il biglietto verde. Nel complesso, le forze in atto nel breve periodo potrebbero mutare: l'assenza di "un'onda blu" e l'indebolimento macro in Europa riducono la pressione ribassista sul dollaro USA. Tuttavia, le prospettive di un rimbalzo macro globale nel 2021 sotto l'impulso di un vaccino dovrebbero favorire le valute emergenti e l'euro a scapito del dollaro.

### STERLINA INGLESE (GBP)

Al momento della redazione, affiorano segnali di un possibile accordo commerciale tra UE e Regno Unito. Per quest'ultimo, tuttavia, è solo il primo passo nella sua nuova vita al di fuori dell'Unione, con all'orizzonte un percorso ricco di insidie per ridefinire i confini commerciali dell'economia britannica, che si unisce ad una visione ancora incerta sul ruolo che il Paese intende ricoprire nel panorama globale. Uno scenario che lascerà per ora l'economia del Regno Unito e, di conseguenza, la sterlina inglese, impantanate nello *status quo*. Alla luce di un dollaro USA più debole rispetto allo scorso anno, riteniamo che il *range* per la coppia GBP/USD sia salito a 1,25-1,38. In seguito, è probabile che la sterlina resti su livelli depressi rispetto ai massimi del 2014 a 1,60-1,70, in attesa che gli investitori comprendano la nuova relazione del Regno Unito con il resto del mondo e decidano di investire nella valuta.

### YUAN CINESE (CNY)

Sul fronte valutario, lo yuan continua ad essere la sorpresa più bella dell'anno. Il suo apprezzamento rispetto al vulnerabile dollaro USA è ascrivibile ad una gestione efficace del COVID-19. Gli investitori iniziano a riconoscere il potenziale di rendimento relativo sul mercato obbligazionario *onshore* in renminbi. Poiché la Banca Popolare Cinese è stata quella più "aggressiva" sul fronte della politica monetaria, la valuta continua ad attrarre nuove allocazioni di portafoglio nel reddito fisso. Tra i Paesi del G10, la Cina è l'unica ad offrire rendimenti "reali" positivi. Nonostante la valuta abbia appena raggiunto un massimo da due anni a 6,5400 ed appaia ipercomprata, restiamo fiduciosi per il 2021, in quanto la crescita cinese riprende ed è più veloce di quella degli altri Paesi. Secondo quanto riferito da SWIFT, lo yuan prosegue la sua scalata ed è diventato la quinta valuta più utilizzata negli scambi commerciali globali, pur con una quota ancora inferiore al 2% in termini assoluti. Infine, la Cina detiene il 28% delle riserve valutarie globali, il che rafforzerà ulteriormente l'interesse dei gestori monetari internazionali.

### ORO (XAU)

A nostro parere, il trend rialzista per l'oro proseguirà finché le politiche di QE (*quantitative easing*) e dei tassi negativi continueranno a sostenere gli importanti disavanzi fiscali dei Paesi sviluppati. Tuttavia, questa dinamica sembra essere per ora in pausa. La notizia del successo delle sperimentazioni sui vaccini ha fatto arretrare l'oro di 115 dollari USA in un'unica seduta, il secondo calo giornaliero per importanza nel 2020, a fronte delle vendite del bene rifugio il cui prezzo è sceso al primo livello di supporto a 1.850-70 dollari USA. Questa reazione è indicativa di un mercato con un posizionamento significativo e ci fa ritenere che ci sia ancora margine di correzione per l'oro prima di salire ancora, soprattutto data l'inversione delle medie mobili a 50 e 100 giorni a metà novembre (che conferma una pausa del trend rialzista). Tuttavia, vi è un forte supporto sulla media mobile a 200 giorni attualmente intorno a 1.800 dollari USA.

### 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

### PROSPETTIVE MACROECONOMICHE

- Ripresa eterogenea, con il PIL della Cina superiore a quello del 2019, quello di Stati Uniti ed Area Euro inferiore di circa il 4% rispetto al PIL del T3 2019, e Paesi come Regno Unito/Spagna o altri mercati emergenti più indietro sulla via del recupero.
- Probabile contrazione del PIL in Europa nel T4 mentre, finora, i trend dell'attività e gli indicatori del *sentiment* sono stati più positivi negli Stati Uniti, ma il Paese potrebbe subire un inasprimento delle restrizioni se la pandemia continua ad accelerare.
- Il vaccino potrebbe stravolgere il quadro nel 2021, con maggiori probabilità di un rimbalzo globale dei settori ciclici e delle regioni con un beta più elevato alla crescita globale, quali Europa e mercati emergenti.

### CONTESTO POLITICO E MIX DI POLITICA MONETARIA E FISCALE

- La vittoria di Biden apre uno scenario più propizio, con attese di minori tensioni internazionali.
- Le politiche monetarie resteranno molto accomodanti negli Stati Uniti, in Europa ed in Giappone. Sono possibili ulteriori allentamenti.
- La politica fiscale dovrebbe restare espansiva e reagire ad ogni ulteriore peggioramento della pandemia.
- Negli Stati Uniti la probabile maggioranza Repubblicana al Senato ostacolerà l'introduzione di un ampio piano di stimoli ed una riforma fiscale, un catalizzatore positivo per i settori potenzialmente beneficiari. Si prospetta tuttavia uno scenario meno reflazionistico con, in seguito, un maggiore sostegno della Fed per compensare il minore supporto sul versante fiscale.
- È lecito attendersi un accordo bipartisan su alcune misure di emergenza a favore di famiglie ed imprese, ma la tempistica è molto incerta.
- In Europa, i Paesi "frugali" continuano ad ostacolare il *Recovery Fund*, ma il piano dovrebbe alla fine vedere la luce e la prospettiva di un vaccino non lo mette in discussione.
- Riguardo al *mix* di politica monetaria e fiscale sui mercati emergenti, vi sono nel complesso meno margini e molte Banche Centrali non sono in posizione per tagliare ulteriormente i tassi, a meno che non siano disposte ad indebolire le proprie valute.

### FONDAMENTALI BOTTOM-UP

- Il terzo trimestre ha confermato una migliore resilienza degli utili societari ed un rimbalzo più pronunciato del previsto rispetto al secondo trimestre, con un numero record di sorprese positive, soprattutto negli Stati Uniti.
- I tassi di *default* dovrebbero aumentare, ma sono perlopiù concentrati in alcuni settori (quali quelli dei servizi alle imprese, degli alberghi e del tempo libero) e nelle società con bassi *rating*. Risultano inoltre discretamente scontati.

### VALUTAZIONI DEGLI ASSET

- Lo scorso mese si è assistito ad una significativa compressione dei differenziali di credito, ma i mercati HY ed IG non sono scambiati ai percentili massimi di valutazione. Non si esclude un'ulteriore contrazione.
- Il forte sostegno monetario è un importante fattore per una nuova compressione dei differenziali nel 2021.
- Le valutazioni azionarie appaiono al limite in molti Paesi a livello di P/E, ma sono gonfiate dai tassi ridotti, come dimostrano premi di rischio azionari ancora lontani dall'essere tesi rispetto alle medie di lungo termine.
- La polarizzazione permane elevata tra titoli di qualità/*growth* e *value*/ciclici e la recente rotazione in termini di fattori è indicativa di quanto sia fallace proiettare il posizionamento di mercato del 2020 nel 2021, dato il contesto diverso.

### INDICATORI TECNICI E DI SENTIMENT

- Sulla scia delle recenti notizie (elezioni Presidenziali americane, prospettive di un vaccino e utili societari del T3), i mercati hanno accelerato, nonostante l'aggravarsi della crisi sanitaria, che è tornata ad essere un *driver* di secondo livello. Da una prospettiva tecnica, i mercati azionari sono al momento tesi e gli indicatori del *sentiment*, ad esempio l'indice bull/bear, confermano questa visione.
- Al di là del posizionamento di tali indicatori, si ritiene comunque che molte buone notizie siano scontate, il che espone i mercati a rischi di prese di profitto.

### FLUSSI DI MERCATO

- Si prevede un ulteriore calo della volatilità (intorno a 20 o sotto tale valore): ciò potrebbe indurre gli investitori alla ricerca di rendimento ad aumentare l'esposizione azionaria. Questo sarebbe un fattore positivo per i flussi sui mercati.

## ASSET ALLOCATION

## SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE

## CONVINZIONI DI ALLOCAZIONE

## Azioni:

- Abbiamo adottato un sovrappeso sulle azioni a ridosso delle Presidenziali americane e rafforzato tale visione in vista della distribuzione di un vaccino nel primo semestre del 2021.
- Conserviamo un giudizio positivo sulla crescita secolare, ma stiamo progressivamente favorendo un approccio bilanciato nei portafogli, con una maggiore esposizione ai titoli ciclici e *value*.
- Rafforziamo la nostra convinzione sulle regioni a beta elevato, quali Europa e mercati emergenti globali.

## Reddito fisso:

- Anticipiamo un moderato irripidimento della curva dei rendimenti statunitensi, soprattutto se continuano i progressi sul fronte di un vaccino. Tuttavia, la sua portata dovrebbe essere limitata dall'assenza di un' "onda blu" e dai minori stimoli fiscali richiesti qualora sia distribuito un vaccino.
- Le curve dei tassi euro dovrebbero restare prossime agli attuali valori, con una bassa inflazione ed interventi risoluti della BCE.
- Continuiamo ad essere fiduciosi riguardo alle strategie di *carry* nei segmenti *investment grade* e *high yield*.
- Restiamo costruttivi sul debito emergente: manteniamo una preferenza per l'Asia, ma riteniamo che nel 2021 i flussi possano incidere positivamente sull'America Latina e l'Europa orientale, nonché sulle obbligazioni in valuta locale.

## Valute:

- Modesto deprezzamento del dollaro rispetto all'euro, una visione positiva sul lungo termine per il renminbi, maggiore slancio per le valute emergenti, ma migliore visibilità e probabilmente un più elevato rendimento corretto per il rischio per le valute asiatiche.

## Oro:

- Essendo un *asset* con una correlazione negativa al dollaro, la debolezza dell'oro dovrebbe continuare ad essere strategicamente sostenuta dall'attesa svalutazione del biglietto verde. Un'accelerazione sopra 1.950 dollari USA sembra improbabile in questo favorevole contesto, ma si potrebbe sfruttare ogni movimento verso la media mobile a 200 giorni di 1.800.

## 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 18 NOVEMBRE 2020

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	3.567,79	3,85%	10,43%
FTSE 100 (Regno Unito)	6.385,24	10,54%	-15,34%
Stoxx Europe 600	390,54	8,25%	-6,08%
Japan Topix	1.720,65	5,07%	-0,04%
MSCI World	2.543,36	5,19%	7,84%
Shanghai SE Composite	4.891,67	2,06%	19,41%
MSCI Emerging Markets	1.207,55	6,12%	8,33%
MSCI Latam (America Latina)	2.189,85	11,95%	-24,95%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	228,27	8,01%	-14,69%
MSCI Asia Ex Japan	793,33	5,83%	15,26%
CAC 40 (Francia)	5.511,45	13,55%	-7,81%
DAX (Germania)	13.201,89	5,13%	-0,36%
MIB (Italia)	21.622,66	13,29%	-8,01%
IBEX (Spagna)	7.981,50	17,18%	-16,42%
MSI (Svizzera)	10.565,12	5,75%	-0,49%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	4.089,00	11,84%	7,72%
Oro (USD/Oncia)	1.872,24	-2,71%	23,40%
Greggio WTI (USD/Barile)	41,82	4,47%	-31,51%
Argento (USD/Oncia)	24,45	-3,14%	36,42%
Rame (USD/Tm)	7.088,50	1,39%	14,81%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	2,71	-10,29%	23,89%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (in punti)	VARIAZIONE YTD (in punti)
VIX	23,84	-4,81	10,06

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	1,08	0,58%	-0,51%
GBP/USD	1,33	0,94%	0,12%
USD/CHF	0,91	0,66%	-5,70%
EUR/USD	1,19	-0,07%	5,71%
USD/JPY	103,82	-0,74%	-4,41%

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (in pb)	VARIAZIONE YTD (in pb)
US Treasury 10A	0,87%	4,75	-104,74
Francia 10A	-0,32%	-1,20	-43,90
Germania 10A	-0,56%	3,40	-36,70
Spagna 10A	0,08%	-12,40	-38,40
Svizzera 10A	-0,48%	4,10	-0,40
Giappone 10A	0,01%	-1,70	3,30

OBBLIGAZIONI CORPORATE	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	43,65	3,31%	-0,55%
Titoli di Stato in EUR	221,98	0,16%	2,04%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	203,98	2,20%	0,15%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	311,24	1,97%	2,39%
Titoli di Stato USA	325,26	-0,13%	5,57%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	52,43	1,85%	1,24%

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

### RENDIMENTI MENSILI DEGLI INVESTIMENTI, ESCLUSI I DIVIDENDI

AGOSTO 2020	SETTEMBRE 2020	OTTOBRE 2020	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (18 NOVEMBRE 2020)	
8,16%	0,45%	2,76%	11,95%	19,41%	MIGLIORI  PEGGIORI 
7,01%	-1,48%	2,35%	10,54%	15,26%	
6,53%	-1,63%	1,98%	8,25%	10,43%	
3,40%	-1,68%	-1,19%	8,01%	8,33%	
2,86%	-1,77%	-2,77%	6,12%	7,84%	
2,58%	-2,72%	-2,84%	5,83%	-0,04%	
2,09%	-3,59%	-3,14%	5,19%	-6,08%	
1,26%	-3,92%	-4,52%	5,07%	-14,69%	
1,12%	-4,75%	-4,92%	3,85%	-15,34%	
-6,36%	-5,54%	-5,19%	2,06%	-24,95%	

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<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;
- in Libano: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Switzerland (Lebanon) SAL, Borj Al Nahar bldg., 2<sup>nd</sup> 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, 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) 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 19.11.2020.

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.

