

# GLOBAL OUTLOOK 2021

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING

DOCUMENTO DI MARKETING

## GLI STATI UNITI VERSO UN NUOVO DECENNIO



### FOCUS

GLI STATI UNITI CONTINUERANNO  
AD ESSERE UNA SUPERPOTENZA?

### LA NOSTRA HOUSE VIEW

IL DOLLARO STATUNITENSE:  
UNA GLORIA DEL PASSATO?



# INDICE

---

## 4 SOMMARIO ESECUTIVO

UN NUOVO PRESIDENTE, UNA NUOVA ERA, UN NUOVO MODELLO ECONOMICO?

---

## 7 FOCUS

7 L'AGENDA ECONOMICA DELLA NUOVA AMMINISTRAZIONE  
9 LE DISUGUAGLIANZE METTONO A REPENTAGLIO LA CRESCITA  
E LA STABILITÀ SOCIALE  
12 GLI STATI UNITI CONTINUERANNO AD ESSERE UNA SUPERPOTENZA?  
15 DECARBONIZZAZIONE DEGLI STATI UNITI,  
UNA SFIDA IMPORTANTE PER IL PROSSIMO DECENNIO

---

## 19 PROSPETTIVE MACROECONOMICHE

19 UNO SHOCK SENZA PRECEDENTI, UNA SERIE DI REAZIONI MASSICCE  
E DI DUBBI IRRISOLTI

---

## 27 LA NOSTRA HOUSE VIEW

27 IL DOLLARO STATUNITENSE: UNA GLORIA DEL PASSATO?  
29 MERCATO DEL CREDITO AMERICANO:  
DEFAULT AZIENDALI E SOSTENIBILITÀ DELL'INDEBITAMENTO  
32 RIFLETTORI SUL SETTORE TECNOLOGICO STATUNITENSE  
36 PRIVATE EQUITY: LA NUOVA FACCIA DEL CAPITALISMO STATUNITENSE

---

## 39 SCENARIO D'INVESTIMENTO

---

## 43 TABELLE DELLE PERFORMANCE

---

## 45 PRESENZA INTERNAZIONALE

---

## 46 GLOSSARIO

# SOMMARIO ESECUTIVO

---

## UN NUOVO PRESIDENTE, UNA NUOVA ERA, UN NUOVO MODELLO ECONOMICO?

Un nuovo presidente sta per insediarsi alla Casa Bianca, accompagnato ad una quantità grossomodo pari di certezze e incertezze, in un contesto completamente nuovo dal punto di vista economico, sanitario, di bilancio e monetario. Ma un nuovo decennio e una nuova presidenza significano automaticamente una nuova era e un nuovo modello economico?

Il passaggio di consegne alla Casa Bianca dovrebbe segnare un notevole cambiamento. Oltre a essere meno imprevedibile, meno aggressivo e più attento alle consuetudini, alle istituzioni e agli organi internazionali, Joe Biden potrebbe anche rivelarsi meno d'impatto e segnare una netta rottura con il suo predecessore. Di per sé, il cambiamento sembrerebbe incoraggiante a prima vista ma, anche con l'arrivo decisivo di un vaccino, è comunque lecito nutrire riserve sulla capacità di *leadership* del nuovo presidente di fronte a sfide senza precedenti sotto il profilo economico, tecnologico, geopolitico e ambientale.

### CAMBIAMENTO CLIMATICO

Sulla carta è tutto chiaro: la nuova amministrazione intende riconciliarsi con la *leadership* promossa da Obama per accompagnare gli Stati Uniti verso la transizione energetica e tornare all'interno il perimetro degli accordi di Parigi. Il piano di ricostruzione *Build Back Better*<sup>1</sup> include una forte componente ambientale, il che è in netta contrapposizione con il famigerato scetticismo climatico di Donald Trump. Ciononostante, questi sviluppi vanno ben oltre la sfera dei piani statali e sono il frutto di un cambio di rotta nei comportamenti di individui, società e investitori. L'ambizione della nuova amministrazione appare importante e genuina ma richiederà, in ultima istanza, una *leadership* decisa nel fare i conti con le potenti *lobby*. Le carte vincenti per il successo non saranno la firma di una legge o di un accordo internazionale, ma l'invio di un segnale chiaro verso la progressiva riduzione delle emissioni di CO<sub>2</sub> in un paese in cui il consumo di energia pro capite è tra i più alti al mondo (preceduto solo dai paesi del Golfo e dall'Australia).

### GEOPOLITICA

È opinione comune che Joe Biden avrà un atteggiamento più aperto al resto del mondo e sarà incline a rimanere coinvolto nelle istituzioni internazionali e nel multilateralismo, ma anche che agirà in maniera più prevedibile e consensuale, il che ha un certo peso nei rapporti diplomatici. Questi importanti aspetti ridurranno probabilmente il rischio geopolitico, attenuando le

tensioni internazionali e promuovendo uno stile meno conflittuale. Washington potrebbe riconquistare una certa efficienza diplomatica con la riscoperta del suo *soft power*, risvegliando così l'empatia internazionale per la bandiera a stelle e strisce. Oltre a una mera questione di stile, è in ballo il ruolo degli Stati Uniti di superpotenza mondiale. Su questo fronte, i dubbi relativi all'energia, alla visione e all'audacia politica di Joe Biden sono stati argomento di discussione fin dalle primarie e nei dibattiti. Donald Trump ha giocato proprio su questa debolezza.

Al di là del colore politico e dello stile del Presidente, possiamo aspettarci una presenza globale più forte rispetto all'ultimo quadriennio e, al contempo, un progressivo calo del peso statunitense sugli affari mondiali, a favore di potenze regionali come Russia, Iran o Cina. È probabile che quest'ultima emerga quale *leader* di questa nuova era, raccogliendo i frutti della forte opposizione cinese al "*Pivot to Asia*" di Obama, che era stato visto come un ostinato desiderio di frenare l'ascesa al potere del colosso asiatico.

### CAPITALISMO

Nel XXI secolo, capitalismo e tecnologia sono due fenomeni intimamente collegati, presenti in ciascuna rivoluzione industriale. Tuttavia, l'attuale rivoluzione digitale sembra scontrarsi con un dilemma strategico a Washington. Il digitale ha dato vita a una serie di colossi capaci di perturbare interi settori dell'economia, generando redditività esponenziale e posizioni di dominio difficili da ribaltare. La linea di difesa della Silicon Valley risiede in particolare sulla riluttanza di Washington a destabilizzare i suoi campioni digitali per evitare di rischiare uno spostamento della *leadership* tecnologica verso la Cina. Questa è la difficoltà sottostante dell'indagine del Congresso attualmente in corso sulle pratiche non competitive delle FAANG<sup>2</sup>. Infine, l'attuazione di un approccio radicale in materia di *antitrust* (smantellamento delle posizioni dominanti o nazionalizzazione/regolamentazione dei monopoli naturali) ha scarse probabilità di concretizzazione. Si potrebbe piuttosto scommettere sul fatto che i suddetti colossi troverebbero il modo per adattarsi a normative più restrittive e trasformarle in vantaggi competitivi e in maggiori barriere all'ingresso.

1 - Piano di Joe Biden per l'occupazione e la ripresa economica per le famiglie lavoratrici.

2 - Facebook, Amazon, Apple, Netflix e Alphabet.

## QUESTIONI SOCIOECONOMICHE

L'ambizioso programma di Joe Biden denota il desiderio di invertire una potente tendenza di accelerazione delle disuguaglianze a livello di reddito e ricchezza, introducendo una tassazione più progressiva e prendendo di mira le fasce a più alto reddito. Innanzitutto, occorre però smontare un falso mito democratico: le classi lavoratrici non hanno beneficiato particolarmente del periodo Obama, il che in parte è costato la vittoria a Hillary Clinton. Al contrario, i salari reali mediani sono cresciuti di più durante l'amministrazione Trump. Questo fatto non deve essere interpretato come una relazione di causalità, ma piuttosto come una coincidenza legata al fatto che negli ultimi anni la piena occupazione aveva posto fine alla stagnazione dei salari reali. Ciononostante, la situazione di disuguaglianza patrimoniale negli Stati Uniti, con presidenti sia democratici sia repubblicani, rischia di infrangere quel che resta di un patto sociale basato sulla promessa, tutta statunitense, di una mobilità sociale verso l'alto. La sfida insita nella riforma ipotizzata consiste sia nel fare in modo che l'1% più abbiente contribuisca maggiormente, sia nel coinvolgere il 10% meno ricco più efficacemente, grazie all'aumento dei salari e alla migliore copertura socio-previdenziale. Tuttavia, l'assenza di una maggioranza democratica al Senato riduce drasticamente le probabilità e la potenziale portata delle riforme fiscali nel programma di Joe Biden.

Al di là della tassazione e dopo un periodo di tensioni razziali acute, Biden intende promuovere una serie di politiche maggiormente inclusive e mirate per le minoranze. Questo approccio si estende anche alla Federal Reserve (Fed), con l'interrogativo su come integrare al meglio le disparità a livello di politica monetaria. Oltre alla giustificazione morale e ai benefici attesi sotto forma di una maggiore stabilità sociale, l'attuazione delle suddette politiche è giustificata dall'impatto sul tasso di partecipazione della forza lavoro, così come dal livello di salute e formazione sulla produttività, tenuto conto degli effetti positivi sulla crescita e sugli investimenti.

Vi è però il pericolo che queste iniziative siano accompagnate anche da un rialzo dell'aliquota d'imposta sulle imprese, il che potrebbe nuocere agli investimenti privati, ma questo rischio sarà attenuato da un Congresso diviso. Il nostro scenario economico mostra inoltre che il maggiore supporto fiscale avrà un effetto favorevole sulla crescita a breve termine, ma determinerà anche un moderato aumento dell'inflazione, mettendo in discussione la sostenibilità di una politica di tassi d'interesse zero dopo il 2022.

## FINANZE PUBBLICHE

Come rimarcato dall'Ufficio di bilancio del Congresso, a prescindere da chi siederà nello Studio Ovale, la crisi del COVID-19 e il conseguente *policy-mix* saranno il vettore di un aumento senza precedenti del debito federale. Quest'ultimo ha storicamente dato prova di stabilità o incremento moderato nelle fasi di crescita, tendendo invece a sfuggire di mano durante le contrazioni cicliche. Tuttavia, con Donald Trump abbiamo assistito a una crescita esponenziale del debito (come con Ronald Reagan). Biden muove i primi passi del suo mandato su un territorio inesplorato in termini di rapporto tra debito e PIL. La sostenibilità di questo rapporto implica un forte supporto da parte della Fed, la quale dovrebbe continuare a monetizzare strutturalmente questo debito andando però a pesare strutturalmente sul valore del dollaro, un altro sviluppo capace di giocare a favore della Cina.

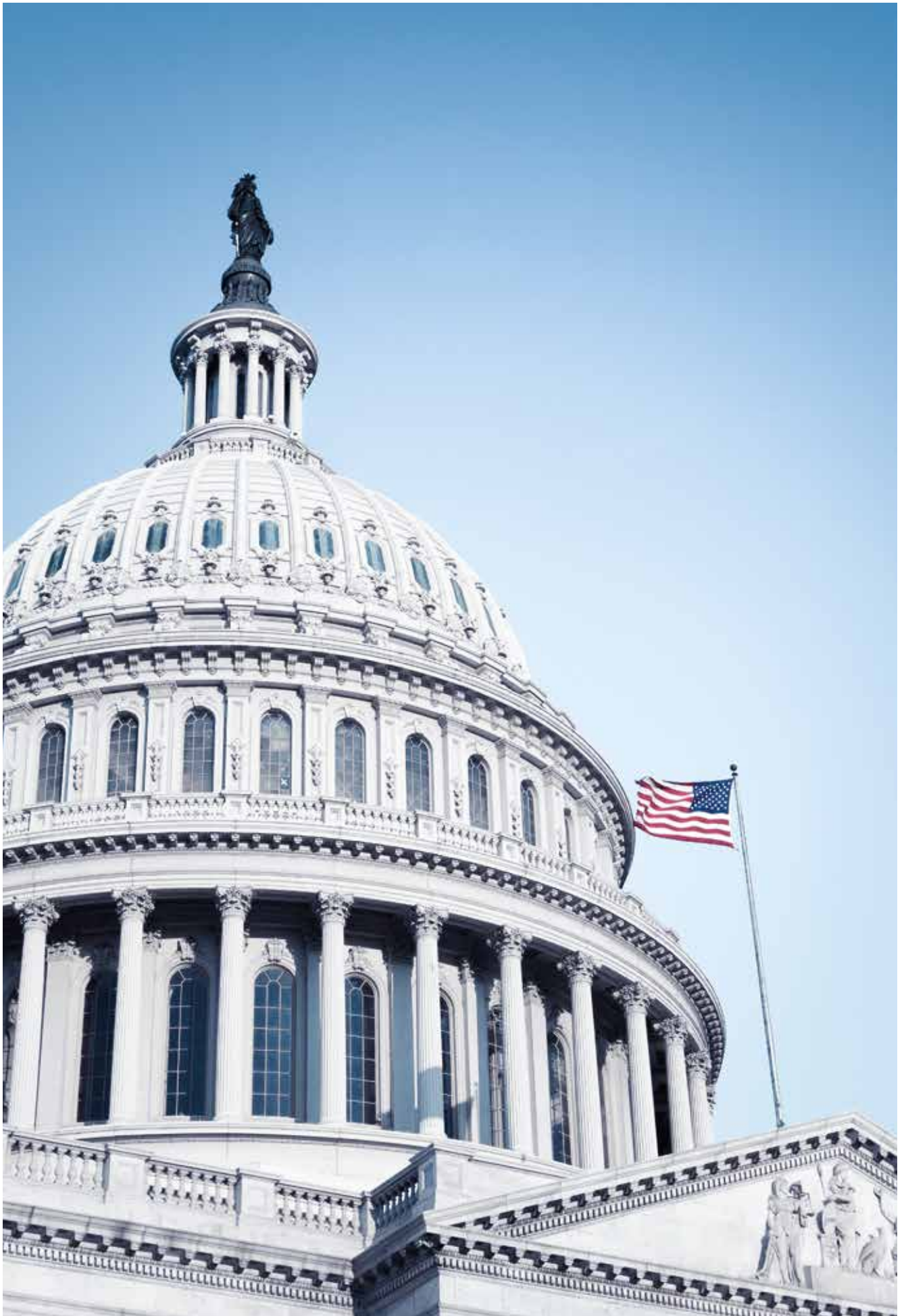
Concludiamo con qualche osservazione sulle risorse a disposizione degli Stati Uniti per tener fede alle proprie ambizioni e più in generale sulle condizioni del potere, definite da Robert Kagan<sup>3</sup> come la capacità di scrivere la storia. Ai fini del potere la buona volontà non basta, in quanto occorrono anche risorse tangibili (potere economico, finanziario, militare, commerciale) e qualità immateriali (creatività, *soft power*, apertura al mondo, senso di responsabilità). La nuova fase alle porte rappresenta un'opportunità per gli Stati Uniti di riallacciare con un'idea più tradizionale di potere americano e dare nuova linfa al suo rapporto con il resto del mondo, a metà strada tra idealismo e realismo. Vi è tuttavia il pericolo che la combinazione di una strategia di *leadership* meno incisiva, di un focus interno più forte e di maggiori vincoli di bilancio produca l'effetto cumulativo di diminuire l'influenza del paese, da cui derivano benefici economici (i cosiddetti "dividendi della pace") tutt'altro che trascurabili.



**VINCENT MANUEL**

Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth Management

3 - Robert Kagan è uno scienziato politico statunitense.



Washington, Stati Uniti

# FOCUS

## L'AGENDA ECONOMICA DELLA NUOVA AMMINISTRAZIONE

Un congresso diviso complicherà notevolmente le cose per l'amministrazione Biden.

Pur imprimendo un notevole stimolo alla crescita nel breve periodo, il piano economico di Biden avrebbe causato anche più danni economico se implementato interamente.

Uno stallo politico rappresenta un rischio per la ripresa dell'economia statunitense e la transizione energetica oppure limita il rischio di una spesa pubblica eccessiva e di un aumento incontrollato dell'inflazione?

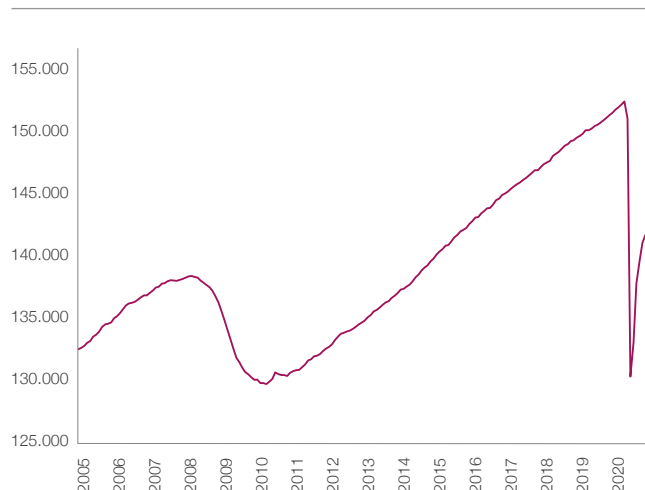
### CONGRESSO SPACCATO: UN BENE O UN MALE?

Il neo-eletto Joe Biden aveva incentrato la campagna elettorale sulla promessa di un ingente pacchetto di stimoli fiscali da 3.000 miliardi di dollari. Il piano sarebbe potuto risultare decisivo in termini di crescita, almeno sul breve periodo. Oggi, tuttavia, con un Senato repubblicano da tenere a bada e una moltitudine di famiglie bisognose di ulteriori aiuti per l'emergenza COVID-19, i tempi, i volumi e la composizione del pacchetto di misure saranno diversi rispetto alla proposta iniziale, almeno per il 2021.

### Indipendentemente dall'esito alle urne, l'economia USA ha comunque bisogno di stimoli fiscali

Di recente il Fondo Monetario Internazionale (FMI) ha rivisto le previsioni relative al PIL statunitense per il 2020 (dal -8% al -4,3% nel 2020), grazie all'impatto prodotto dagli aiuti del governo sui redditi delle famiglie, che si sono tradotti in una contrazione molto meno profonda nel secondo trimestre, rispetto a quanto paventato in un primo momento.

### GRAFICO 1: USA, OCCUPAZIONE NON AGRICOLA, IN MIGLIAIA DI PERSONE



Fonti: Bureau of Labor Statistics, Indosuez Wealth Management.

Negli Stati Uniti le vendite al dettaglio hanno recuperato terreno più rapidamente rispetto alla produzione industriale: quest'ultima risulta inferiore ai livelli pre-crisi del 7%, mentre le vendite al dettaglio sono salite del 4%. In parte ciò è spiegato da un reindirizzamento della spesa dai servizi verso i beni al dettaglio, poiché la ripresa dei consumi personali resta complessivamente sotto la pari (-3% su base annua nel terzo trimestre). I risparmi precauzionali straordinari, pur rimanendo eccezionalmente elevati, sono diminuiti (negli Stati Uniti il tasso di risparmio è sceso dal 34% ad aprile al 14% ad agosto), mentre il tasso di disoccupazione rimane quasi doppio rispetto ai livelli pre-COVID-19 (7,9% a fronte del 3,7% nel 2019) (Grafico 1).

### COSA POSSIAMO ASPETTARCI DAL PIANO ECONOMICO DEL PRESIDENTE BIDEN?

Il piano di ricostruzione *Build Back Better* di Biden poggia su quattro assi fondamentali:

- Energia pulita e infrastrutture;
- Istruzione, salute e assistenza;
- Piano "Compra americano";
- Affrontare il tema del divario di ricchezza.

Poiché appare improbabile che vengano approvati stimoli sostanziali prima della fine dell'anno, le priorità fiscali saranno oggetto di discussione all'inizio del 2021. Vi sarà un urgente bisogno di ulteriori aiuti d'emergenza per combattere il COVID-19 sotto forma di un altro ciclo di iniezioni di liquidità, maggiori sussidi di disoccupazione e contributi per i governi statali/locali a gennaio 2021.

In queste circostanze ancora più vincolate, ecco cosa possiamo ipotizzare che cambi negli Stati Uniti di Biden.

### Più tasse, ma più avanti

Il piano di Biden è finanziato in parte con l'aumento delle imposte sulle società (dal 21% al 28%) e sugli individui facoltosi mediante la tassazione delle plusvalenze degli investitori, con aliquote d'imposta normali per chi guadagna più di 1 milione di dollari, portando il tasso massimo marginale dal 37% al 39,6% e innalzando la soglia d'imposta per i contributi previdenziali dei dipendenti.

Dal momento che quello della tassazione delle imprese è un punto particolarmente controverso per i Repubblicani possiamo aspettarci, come minimo, una serie di trattative sulla portata dell'incremento oppure, più verosimilmente, la completa eliminazione di questa proposta, tenuto conto del tempismo di tale aumento in un contesto di fragilità della ripresa economica. Per contro, l'amministrazione Biden ha sostenuto che i cittadini e le imprese più abbienti sarebbero in grado di assorbire l'impatto di un maggiore carico fiscale senza minare la crescita economica. In effetti l'attuale ripresa è apparsa estremamente disomogenea tra le varie fasce reddituali (si veda l'articolo Le disuguaglianze mettono a repentaglio la crescita e la stabilità sociale a pagina 9).

### Maggiore ecosostenibilità

Sebbene sia possibile che il piano quadriennale di rivoluzione energetica da 2.000 miliardi slitti effettivamente in avanti a causa delle più urgenti misure per il COVID-19, l'amministrazione Biden dovrebbe tentare di rientrare nell'Accordo di Parigi e varare politiche a favore di progetti ecosostenibili utilizzando i finanziamenti già esistenti. Un piano per infrastrutture da circa 1.000 miliardi di dollari era già in discussione sotto l'amministrazione Trump, ma non prevedeva stanziamenti specifici per progetti di energia pulita. Sfruttando il consenso generale intorno a un *new deal* per le infrastrutture, l'amministrazione Biden dovrebbe essere in grado di concentrare i finanziamenti sui punti chiave dell'agenda strategica: veicoli meno inquinanti, incentivi per l'energia rinnovabile, edifici efficienti sotto il profilo energetico e migliori infrastrutture di trasporto.

### Stretta normativa

Con tutta probabilità l'amministrazione Biden-Harris inasprirà le normative sul cambiamento climatico, sul settore finanziario e su quello tecnologico. Pur essendo stato vicepresidente durante l'amministrazione Obama, vicina alla Silicon Valley, Biden ha in comune con Trump una certa diffidenza nei confronti delle *Big Tech*. Secondo la Brookings Institution, il piano di Biden favorirebbe un miglioramento a livello di concorrenza, applicazione delle norme *antitrust*, *privacy* e sicurezza informatica. La sua fermezza, tuttavia, dovrebbe risultare moderata rispetto a uno scenario Trump, alla luce di una serie di fattori: gli stretti legami tra la vicepresidente Harris e alcune grandi società tecnologiche, lo stile meno aggressivo dell'amministrazione Biden e l'esigenza di mantenere un approccio equilibrato che eviti di incentivare le società tecnologiche a delocalizzare e/o di aumentare le barriere all'ingresso per i potenziali nuovi attori.

Per le banche è da mettere in conto un inasprimento normativo, ma il punto critico riguarderà l'introduzione di un'ipotetica tassa sulle transazioni fiscali. Tuttavia, Biden non sarebbe del tutto negativo per le banche, poiché il potenziamento della rete di sicurezza sociale e un ipotetico aumento dei tassi d'interesse (vedere sotto) potrebbero contribuire a migliorare la redditività per gli istituti di credito andando avanti.

### Più prodotti statunitensi (e degli alleati)

La campagna di Biden ha tentato di agganciare gli elettori con misure volte a mantenere la spesa pubblica incentrata sui prodotti di origine statunitense. È stato proposto un investimento in appalti da 400 miliardi di dollari su quattro anni. Questa parte del piano democratico potrebbe essere ritenuta eccessiva dai "falchi" fiscali (Repubblicani), tuttavia il tema del "*Buy American*" (compra americano) è destinato a rimanere in primo piano con Biden, specialmente per quanto riguarda la posizione del nuovo

Presidente rispetto al confronto con la Cina. Benché ci si aspetti che Biden ricucia i rapporti con gli alleati, il potenziale trasferimento delle attività a stelle e strisce è un tema che verrà portato avanti dalla nuova amministrazione, ma la delocalizzazione sarà orientata agli Stati Uniti e/o ai paesi amici.

### Nel complesso, l'impatto sulla crescita dovrebbe essere eterogeneo sul lungo periodo

Dal momento che l'aumento della spesa del governo e le iniezioni di liquidità sono di entità molto più ampia (in termini di dollari) rispetto all'incremento delle imposte, il pacchetto fiscale di Biden, se adottato nella sua interezza, imprimerà un notevole slancio alla crescita del PIL (Grafico 2) a breve termine. Secondo una relazione dettagliata di Moody's, le iniziative della nuova amministrazione aumenterebbero il tasso di crescita medio tra il 2021 e il 2024 di +0,3/1 punti percentuali, a seconda della portata del piano adottato nel 2021 (rispetto al mantenimento dell'attuale scenario di politiche).

Sul lungo periodo però entrano in gioco molteplici fattori. Da un lato, le misure sociali per ridurre le disuguaglianze e migliorare la sanità sono positive per la produttività a lungo termine. Per contro, l'impatto della spesa pubblica e dell'aumento del salario minimo potrebbe alimentare l'inflazione, traducendosi in incrementi più rapidi del tasso sui Fed Fund sul medio periodo. Ciò a sua volta spazzerebbe via parte dei benefici sulla crescita a breve termine ottenuti grazie al piano. Inoltre, secondo la teoria dell'equivalenza ricardiana<sup>4</sup> i consumatori anticiperanno gli effetti a lungo termine di questo genere di misure, limitando l'efficacia della politica fiscale sui consumi a breve termine.

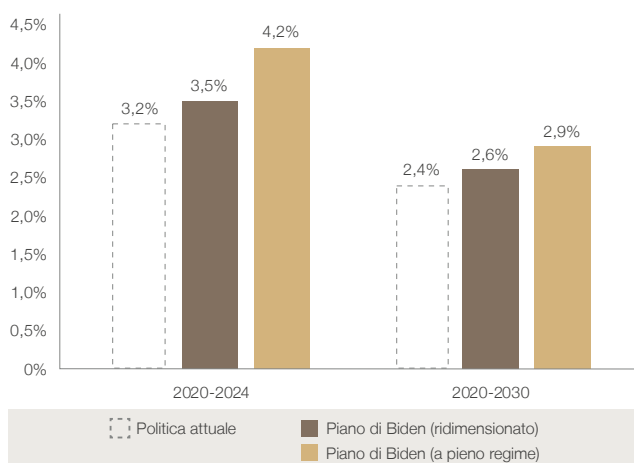
L'atteggiamento positivo del mercato nei confronti della vittoria di Biden può essere spiegato almeno in parte dall'anticipazione di un piano democratico più centrista e diluito rispetto alla versione originale, in cui i Repubblicani dovrebbero limitare la portata di alcune misure socialmente valide ma capaci di generare squilibri strutturali.



**BÉNÉDICTE KUKLA**

Senior Investment Officer,  
Indosuez Wealth Management

**GRAFICO 2: CRESCITA MEDIA ANNUA DEL PIL, %**



Fonti: Moody's Analytics, Indosuez Wealth Management.

<sup>4</sup> - Secondo questa ipotesi, se oggi il governo finanzia spese supplementari mediante i deficit, i contribuenti metteranno in conto di dover pagare tasse più alte in futuro, il che si tradurrà in un aumento del risparmio sul breve periodo e non nell'effetto desiderato di incentivare i consumi personali.

# LE DISUGUAGLIANZE METTONO A REPENTAGLIO LA CRESCITA E LA STABILITÀ SOCIALE

La pandemia di COVID-19 non è un "virus delle pari opportunità", siccome produce un impatto sproporzionato sulla salute e sull'occupazione dei lavoratori poco qualificati.

Le forti disuguaglianze di reddito, come negli Stati Uniti, pesano sul potenziale di crescita e dovrebbero essere sempre più al centro delle preoccupazioni dei governi e delle imprese andando avanti.

Ormai da decenni gli economisti studiano l'impatto delle disuguaglianze sulla crescita economica. Benché a livello teorico si possano individuare effetti tanto negativi quanto positivi, le prove empiriche mostrano come le disuguaglianze al di sopra di un certo livello abbiano un impatto complessivamente deleterio sulla crescita a lungo termine. Il COVID-19, come le pandemie che l'hanno preceduto, è destinato a esacerbare le disparità, fermo restando che, specialmente negli Stati Uniti, tali disparità rappresentavano già un forte problema per la giustizia sociale, ma anche per la crescita economica e di conseguenza per gli investitori.

## LE DISUGUAGLIANZE REDDITUALI HANNO UN IMPATTO COMPROVATO SULLA CRESCITA, ESSENZIALMENTE NEGATIVO

A livello teorico, l'aumento delle disuguaglianze reddituali può produrre effetti tanti positivi quanto negativi sulla crescita. Negli anni Cinquanta e Sessanta del secolo scorso prevaleva l'idea secondo cui una maggiore disparità avrebbe effettivamente giovato alla crescita poiché le prospettive di un reddito migliore avrebbero agito da incentivo facendo moltiplicare gli sforzi, aumentare l'assunzione di rischi, crescere l'input di lavoro e investire nell'istruzione personale. Inoltre, una disuguaglianza più marcata potrebbe tradursi in una maggiore crescita mediante l'aumento degli investimenti, siccome i gruppi a più alto reddito tendono a risparmiare e investire di più. Ciò può essere collegato con la teoria del *trickle-down*, resa popolare con l'amministrazione Reagan e sostenuta anche da Trump, secondo cui l'economia statunitense trarrebbe giovamento dall'arricchimento delle imprese e degli individui più facoltosi.

Ciononostante, un numero travolgente di studi mette in guardia contro gli effetti negativi della disuguaglianza sulla crescita economica:

- sul lato dell'offerta, un livello elevato di disparità reddituale rischia di deteriorare il potenziale produttivo di un'economia, specialmente in termini di capitale umano. Le disuguaglianze riducono le opportunità professionali tra i gruppi più disagiati, frenando la mobilità sociale e limitando di rimbalzo il potenziale di

crescita. Analogamente, esse comprimono anche gli investimenti nell'istruzione e nella sanità per le fasce più basse. Pur non producendo necessariamente un impatto a breve termine sulla crescita, gli aspetti legati all'istruzione hanno forti ripercussioni sulla formazione del capitale umano, rallentando di conseguenza l'espansione economica sul lungo periodo<sup>5</sup>. Infine, in maniera più indiretta, le disparità possono avere un effetto deleterio sulle prospettive di produttività in quanto rischiano, entro una certa misura, di incoraggiare politiche di stampo populista e tensioni sociali, che a loro volta destabilizzano gli investitori<sup>6</sup>;

- sul fronte della domanda, i ricchi hanno una propensione minore al consumo. Nello specifico, poiché il loro reddito è tale da permettere di soddisfare facilmente i vari bisogni, è più facile che mettano da parte ogni dollaro guadagnato anziché spenderlo. Pertanto, allontanando il reddito nazionale dalle persone più propense al consumo, le disuguaglianze rischiano di frenare la crescita del PIL;
- il credito può rappresentare uno strumento per compensare le disparità e stimolare i consumi tra le fasce a più basso reddito. Tuttavia, esso ha anche dimostrato di creare squilibri; non a caso, l'aumento delle disuguaglianze è stato collegato al boom del credito che è scaturito nella crisi finanziaria del 2008 negli Stati Uniti<sup>7</sup>;
- nel complesso, benché un certo livello di disparità possa contribuire a migliorare gli incentivi per il lavoro, studi empirici suggeriscono che un aumento della disuguaglianza andrebbe a gravare sulla crescita;
- nel 2015 il FMI ha osservato che, se la proporzione del 20% più ricco della popolazione dovesse aumentare dell'1%, la crescita del PIL rallenterebbe dello 0,08% nei prossimi 5 anni;
- secondo uno studio analogo dell'OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico), un incremento del coefficiente di Gini di 3 punti avrebbe un impatto negativo sulla crescita dello 0,35% all'anno per 25 anni (per un volume cumulativo pari all'8,5% del PIL).

5 - Baur, Colombier & Daguët, 2015.

6 - Peterson & Schoof, 2015.

7 - Rajan, 2010 et Kumhof & Rancièrè, 2011.



## LO STATO DELLE DISUGUAGLIANZE NEGLI STATI UNITI OGGI

Per quasi mezzo secolo, l'ineguaglianza negli Stati Uniti è cresciuta in modo praticamente ininterrotto sotto le varie amministrazioni democratiche e repubblicane. Nel 2019, il reddito del 20% delle famiglie più abbienti ammontava a oltre la metà della totalità del reddito a stelle e strisce (Grafico 3). Pur essendo migliorato (scendendo dallo 0,46 nel 2000 allo 0,43 nel 2019), il coefficiente di Gini per gli USA rimane tra i peggiori a livello mondiale.

Il reddito mediano delle famiglie statunitensi (Grafico 4) è invece cresciuto da circa 63.000 dollari nel 2014 a 68.000 dollari nel 2019.

Tuttavia, questi recenti sviluppi sono stati sovvertiti dalla crisi del COVID-19, che ha provocato il più brusco crollo dell'occupazione mai registrato (12,6 milioni di persone sono rimaste senza lavoro negli USA a settembre 2020).

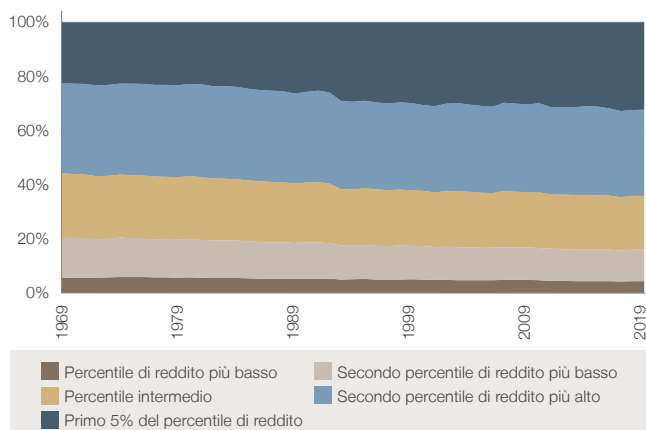
## LE PANDEMIE ACCENTUANO I DIVARI

Un recente studio ha preso in esame le cinque maggiori pandemie di questo secolo, ovvero SARS (2003), H1N1 (2009), MERS (2012), Ebola (2014) e Zika (2016), osservando un aumento in media dell'indice di Gini che misura la disuguaglianza nel quinquennio successivo all'evento<sup>8</sup>. Questi effetti sono dovuti alla perdita del posto di lavoro e ad altri impedimenti a livello reddituale. Gli effetti della pandemia appaiono ancora più sproporzionati e impressionanti sui decili di reddito inferiori: il lavoro delle fasce con titoli di studio avanzati è risultato poco colpito, mentre l'occupazione delle persone con un livello di istruzione di base è crollata drasticamente. Questa tendenza è stata particolarmente evidente durante l'attuale crisi negli Stati Uniti (Grafico 5).

Come osservato dal FMI, la pandemia di COVID-19 non è un "virus delle pari opportunità", in quanto accresce le disparità, in parte a causa dell'impatto sproporzionato sui lavoratori poco qualificati, per una serie di motivi:

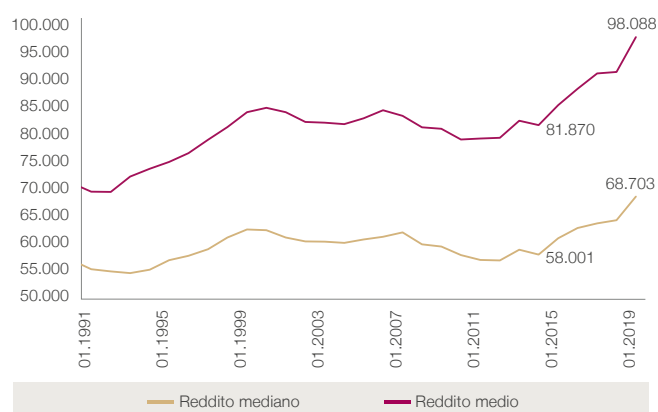
- la minore capacità dei lavoratori meno qualificati di lavorare da casa rispetto a quelli nei decili superiori;
- la maggiore probabilità che i lavori meno retribuiti siano quelli più colpiti dal COVID-19 e in genere più maggiormente penalizzati durante le recessioni;
- gli effetti deleteri sulle prospettive di occupazione per alcuni gruppi di lavoratori, in special modo quelli meno qualificati nei settori dei servizi, ad esempio la ristorazione;
- il minore accesso all'assistenza sanitaria privata e maggiori vulnerabilità sanitarie preesistenti.

## GRAFICO 3: DISTRIBUZIONE DEL REDDITO DELLE FAMIGLIE, %



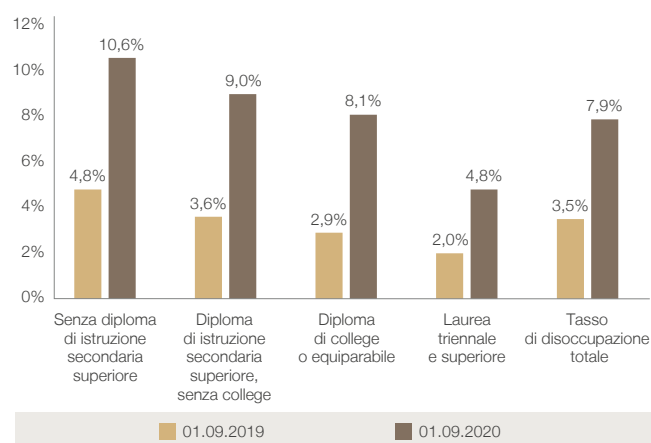
Fonti: US Census Bureau, Indosuez Wealth Management.

## GRAFICO 4: REDDITO MEDIANO DELLE FAMIGLIE 2019, USD



Fonti: US Census Bureau, Indosuez Wealth Management.

## GRAFICO 5: TASSO DI DISOCCUPAZIONE PER LIVELLO DI ISTRUZIONE, %



Fonti: US Bureau of Labour Statistics, Indosuez Wealth Management.



California, Stati Uniti

Negli Stati Uniti questi effetti sono emersi in maniera particolarmente evidente tra le minoranze impiegate in maniera sproporzionata in lavori scarsamente retribuiti.

Infine, mentre il tasso di disoccupazione schizzava alle stelle ad aprile e maggio 2020, i mercati finanziari esibivano una ripresa a V nello stesso arco di tempo, che accentuerà il divario degli effetti sul reddito e sulla ricchezza tra i gruppi a più basso reddito e quelli a più alto reddito nel 2020.

## QUALI SONO LE IMPLICAZIONI PER GLI STAKEHOLDER POLITICI E GLI INVESTITORI?

Al momento la crisi del COVID-19 è ampiamente vista come la più grande calamità economica dopo la grande depressione. A gennaio le previsioni del FMI ipotizzavano un'espansione del reddito globale del 3,3%. A 10 mesi di distanza si prospetta invece una contrazione del 4,7%.

La situazione attuale giustifica l'entità dei programmi fiscali in tutto il mondo nel tentativo di ridurre le drammatiche conseguenze distribuzionali del COVID-19 sulle fasce a più basso reddito ampliando i sistemi di assistenza sociale e incentivando i programmi di lavoro pubblico per creare occupazione ed evitare crisi.

Anche la politica monetaria ha un ruolo importante in quanto può decidere di concentrarsi più sull'occupazione che sull'inflazione. L'amministrazione Biden ha altresì dichiarato, con riferimento al programma economico proposto, che la Fed dovrebbe concentrarsi sulle disuguaglianze di reddito delle minoranze.

L'impatto delle disparità non è limitato alla giustizia sociale bensì tocca anche la crescita, il che ne fa un tema d'interesse per gli investitori. Nei paesi con disuguaglianze preesistenti, le ripercussioni a lungo termine del COVID-19 sulla crescita saranno anche più forti.



**BÉNÉDICTE KUKLA**

Senior Investment Officer,  
Indosuez Wealth Management

# GLI STATI UNITI CONTINUERANNO AD ESSERE UNA SUPERPOTENZA?

Joe Biden sarà in grado di mantenere gli Stati Uniti al centro della scena globale in modo da garantire che il resto del mondo rimanga in linea con gli interessi di Washington? Gli Stati Uniti hanno già perso troppo prestigio sotto questo profilo?

Comprensibilmente, i cittadini americani preferiscono che il loro governo si concentri sugli affari nazionali, ma il nuovo Presidente potrebbe non avere altra opzione se non quella di riallinearsi con gli alleati al fine di limitare l'influenza della Cina.

Negli ultimi due o tre decenni, gli Stati Uniti sono passati dal fare i conti con dubbi esistenziali sulla solitudine di essere l'unica superpotenza<sup>9</sup> al dibattito sul rischio di un declino rispetto alla Cina e sulla progressiva transizione verso un "mondo post-USA". Il timore di perdere lo status di superpotenza è antecedente all'era Trump e trae origine tanto dall'ascesa della Cina quanto dalla tentazione statunitense di vecchia data di chiudersi e autoisolarsi. Il rischio dietro la riluttanza ad abbracciare tale supremazia consiste nel fatto che un simile ruolo indebolisce il potere dissuasivo degli Stati Uniti e crea una spaccatura in un assetto internazionale già abbastanza caotico. Pertanto la posta in gioco è alta all'inizio di questa nuova presidenza.

## UN'OCCASIONE DI RINASCITA PER GLI STATI UNITI?

In un paese dilaniato dai dubbi dopo una serie di insuccessi militari e diplomatici nell'ultimo decennio, è possibile che l'arrivo di un nuovo presidente e di un nuovo team alla Casa Bianca riesca a cambiare la direzione degli Stati Uniti nei rapporti con il resto del mondo?

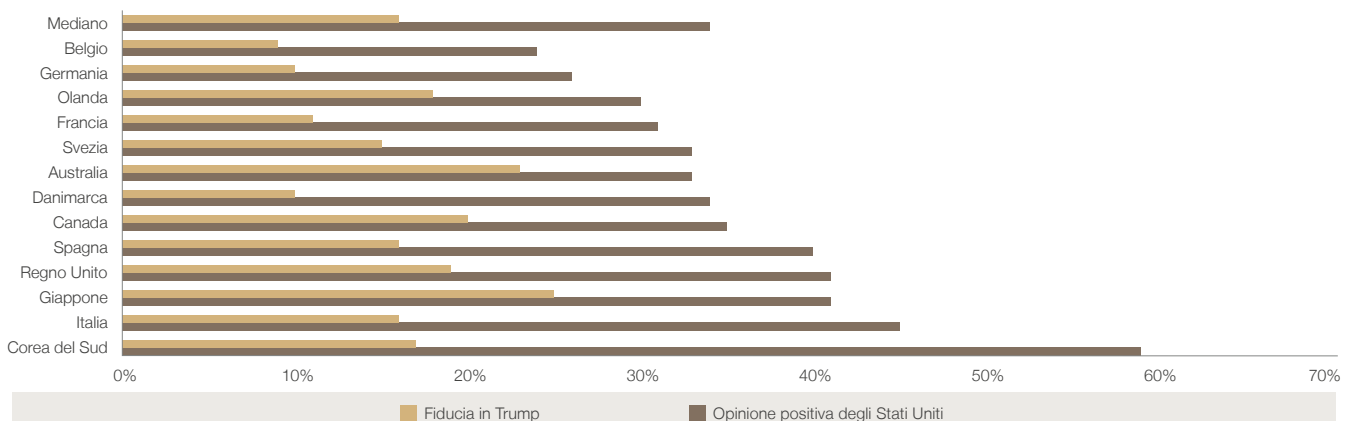
La presidenza di Donald Trump rappresenta un brusco punto di rottura, che mette in discussione il ruolo globale di Washington e le sue modalità di interazione con le altre nazioni, nonché le propaggini extraterritoriali del potere statunitense, quali le istituzioni internazionali e la protezione militare offerta ai suoi alleati. Il *soft power*<sup>10</sup> degli Stati Uniti, che Barack Obama aveva riconquistato dopo due conflitti difficili, è venuto meno nell'ultimo quadriennio. Non si può negare che vi sia stato un palese calo della *leadership* nel corso degli anni.

Tuttavia, malgrado l'attuale percezione degli Stati Uniti nel mondo, niente è immutabile, e i sondaggi d'opinione mostrano come la gente sia ancora in grado di operare una distinzione tra un paese e il suo presidente (Grafico 6).

La domanda è se tale tendenza sia reversibile, poiché il danno inflitto alle istituzioni internazionali è davvero immenso e il vuoto lasciato in balia delle altre potenze è diventato enorme. La Cina ha saputo approfittare di questa apertura dal 2017 (il ritiro degli Stati Uniti dal Partenariato Trans-Pacifico ne è un esempio). A Washington è atteso un cambio di atteggiamento o, proprio al limite, un ritorno a uno stile più convenzionale, il che dovrebbe aiutare ad accettare più facilmente il nuovo ruolo degli Stati Uniti. Tuttavia, al di là dello stile ed al fine di invertire questa perdita di influenza, gli Stati Uniti si troveranno probabilmente a dover nuovamente decidere se assumere o meno il ruolo di superpotenza, optando per opzioni strategiche chiare, coinvolgendo i partner e facendosi carico dei costi.

Essere una superpotenza significa innanzi tutto assumersi responsabilità, dimostrare ambizioni e dare prova di determinazione. Ed è proprio qui che il paese sembra essere maggiormente tormentato dai dubbi, dopo un decennio di costosi conflitti senza soluzione politica e un approccio isolazionista che talvolta ha ceduto al caos, come in Iraq. La tendenza all'isolazionismo e la normalizzazione della posizione degli Stati Uniti erano già al centro del messaggio di Bill Clinton al termine del suo secondo mandato: "Dobbiamo creare il mondo in cui vorremmo vivere quando non saremo più l'unica superpotenza mondiale".

GRAFICO 6: OPINIONI SUGLI STATI UNITI E SUL PRESIDENTE AMERICANO, %



Fonti: PEW Research 2020 - Global attitudes Survey, Indosuez Wealth Management.

9 - Fareed Zakaria è un giornalista, scienziato politico e scrittore indo-statunitense.

10 - Joseph Samuel Nye Jr. è uno scienziato politico americano.



Stati Uniti

Oggi la questione della volontà e delle ambizioni statunitensi rappresenta probabilmente il fulcro dei maggiori dubbi intorno alla presidenza di Joe Biden. Questa incertezza è alimentata dal suo stile, meno energico rispetto a quello dei suoi predecessori, e dal suo focus sulle politiche interne. Molto dipenderà anche dalla squadra che costruirà intorno a sé, come anche dalle circostanze. Ciò che è successo con i presidenti precedenti potrebbe ripetersi: in caso di emergenza, gli Stati Uniti non hanno altra scelta responsabile se non quella di intervenire o come minimo quella di proteggere i propri interessi. È proprio questo il messaggio che la Brookings Institution, uno dei *think tank* più influenti di Washington, ha voluto trasmettere al neopresidente. Al contrario, se gli Stati Uniti di Joe Biden dovessero rivelarsi "deboli e riluttanti nel salvaguardare l'ordine internazionale"<sup>11</sup>, la Cina e la Russia continuerebbero ad aumentare la loro influenza regionale. Alla luce di ciò è probabile che gli Stati Uniti si vedano costretti a riportare l'interesse sulla questione del Medio Oriente e a riprendere le discussioni con l'Iran.

## I CRITERI ALLA BASE DEL POTERE

Oltre alla questione della risolutezza, l'altra domanda è se gli Stati Uniti hanno ancora i mezzi per realizzare le loro ambizioni globali. Una superpotenza vincente deve poter contare su risorse, in particolare:

- la potenza militare, che le consenta di agire e di avere una presenza globale, nonché di garantire la credibilità della sua azione deterrente;
- la *leadership* tecnologica, una componente chiave del potere, al centro della rivalità con la Cina;

- una valuta forte, capace di assicurare sovranità e prosperità, così come potere;
- istituzioni e regole su cui costruire la propria autorità, anche per garantirne il persistere oltre l'equilibrio di poteri che l'ha resa possibile inizialmente (le istituzioni del 1945, in parole povere);
- alleati su cui contare a lungo termine e con cui schierarsi contro i rivali.

Innanzitutto, il discorso della dissuasione militare va valutato non solo in termini di costi ma anche di guadagni (i famosi "dividendi della pace"): la creazione di maggiore ricchezza, investimenti, scambi e innovazione possibile nei periodi di prosperità prolungata. Sotto questo profilo, consacrare il 3% o il 4% del PIL statunitense al mantenimento di una *pax americana* risulta probabilmente un buon investimento, rispetto alla distruzione di capitale umano e industriale osservata durante le due guerre mondiali. Ad oggi gli Stati Uniti incidono in misura del 38% sulla spesa militare mondiale (quasi tre volte il budget militare della Cina), senza contare che l'aumento del 2019 è stato pari all'intero budget militare della Germania.

In secondo luogo, la corsa alla *leadership* tecnologica riveste una rilevanza strategica ed è destinata a rimanere in testa alle priorità di Washington, essendo fondamentale in grado di garantire la supremazia geostrategica nonché di tutelare la sovranità degli Stati e i loro dati. La questione è al centro della rivalità con la Cina e l'uscita di scena di Donald Trump non segnerà certo la fine della lotta. È proprio su questo fronte che il confronto è più intenso e a questo riguardo il termine *containment*<sup>12</sup>, coniato da George Kennan durante la Guerra Fredda, sembra descrivere al meglio il modo in cui gli Stati Uniti hanno percepito i rapporti futuri con la Cina per un decennio (benché Barack Obama abbia respinto questo termine con il lancio dell'iniziativa "*Pivot to Asia*" nel 2011).

11 - Robert Kagan è uno scienziato politico statunitense.

12 - "Politica di containment della Cina" è un'espressione che fa riferimento al presunto obiettivo di politica estera statunitense di arginare la crescita economica e strategica della Cina.

Terzo, il futuro del dollaro è cruciale per la *leadership* statunitense. Spesso considerato come un tema puramente economico, quello della valuta è un aspetto tutt'altro che trascurabile dal punto di vista geopolitico. In virtù del suo ruolo chiave, il biglietto verde è a tutti gli effetti la divisa privilegiata per la costituzione di riserve e per gli scambi. Ciò ha permesso agli Stati Uniti di finanziare i suoi deficit e di dominare istituzioni come il FMI, oltre ad imporre un concetto extraterritoriale del diritto. Si tratta pertanto di una questione di prosperità e di potere. Il giorno in cui questa situazione si modificherà (vedere l'articolo Il dollaro statunitense: una gloria del passato?), il paradigma del potere statunitense verrà meno, agevolando la Cina nel reclamare il suo ruolo.

In quarto luogo, gli Stati Uniti dovrebbero fare più affidamento sulle istituzioni internazionali. Con tutta probabilità queste saranno tenute in maggiore considerazione, ma sempre in un'ottica di asservimento agli interessi di Washington e di salvaguardia di un assetto internazionale che ne riconosce l'egemonia. Alla luce delle minacce diffuse, che non si limitano al discorso della Cina e del terrorismo, un contesto basato sull'idea di "sceriffo riluttante"<sup>13</sup> (in cui gli Stati Uniti sono costretti a stringere alleanze flessibili per regioni geografiche) è destinato a rimanere forte.

## UN NUOVO PATTO CON GLI ALLEATI

Infine, la forza degli Stati Uniti rispetto alla Cina consiste nel fatto che i primi possono contare su una potente rete di alleati. In fin dei conti, ciò che conta non è il potere di una nazione, bensì il potere combinato di un blocco. "Il potere non è assoluto; è una relazione umana"<sup>14</sup>. Per poter mantenere il ruolo di orchestratore dell'assetto mondiale, guadagnato alla fine della Guerra Fredda, Washington deve costruire solide collaborazioni anche se non crede nel multilateralismo, un'idea a cui gli Stati Uniti non hanno mai aderito completamente. Oltre a dare nuova linfa alle finalità del progetto NATO e distribuire il fardello più equamente, la strategia basata sulla ricostruzione di alleanze dovrebbe contribuire a rallentare e incanalare l'espansione del potere cinese e i tentativi di destabilizzazione della Russia.

Di pari passo con la crescente rilevanza dell'India e la crescente dipendenza degli Stati Uniti da essa, aumentano anche le possibilità di contrastare la dominazione cinese dell'Asia. In fin dei conti, ciò che conta maggiormente per i cittadini americani non è il potere in sé, ma piuttosto le garanzie di sovranità, stabilità e prosperità che esso offre.

Per concludere, probabilmente gli Stati Uniti non hanno altra opzione se non quella di tentare di rimanere una superpotenza il più a lungo possibile. Ciò è particolarmente vero se Washington vuole evitare di doversi assoggettare a un assetto internazionale diverso, che non garantirebbe più la tutela dei suoi interessi e il prevalere dei suoi valori. Ogni campagna presidenziale offre l'opportunità di promettere agli elettori statunitensi una maggiore attenzione agli affari interni, ma è altrettanto vero che ogni presidente si è trovato a dover fare i conti con una realtà internazionale imprevedibile e instabile a cui è stato necessario adattarsi nel tentativo di tenere la situazione sotto controllo.

Gli Stati Uniti devono probabilmente considerarsi fortunati a riconfermarsi *leader* per esclusione, a continuare a godere dell'approvazione e del supporto di paesi potenti e influenti nonché a continuare a beneficiare della preferenza di alcuni paesi asiatici rispetto alla Cina. Complessivamente, gli Stati Uniti hanno ancora le carte giuste per mantenere l'egemonia; ora tutto dipende dalla risolutezza del governo e dalle scelte che opererà.



VINCENT MANUEL

Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth Management

13 - Richard Haass (1997); metafora impiegata per esprimere l'idea secondo cui gli Stati Uniti sarebbero incaricati dalle Nazioni Unite (proprio come uno sceriffo è incaricato da un giudice) di reinstaurare la pace mediante l'aiuto di un distaccamento.

14 - Raymond Aron, *Peace and War: A Theory of International Relations*, 1962.

# DECARBONIZZAZIONE DEGLI STATI UNITI, UNA SFIDA IMPORTANTE PER IL PROSSIMO DECENNIO

Con o senza il candidato presidenziale "più verde", la transizione verso un'energia più pulita era comunque considerata indispensabile per il decennio a venire.

Il governo USA dovrà moltiplicare gli sforzi per realizzare ciò che diversi Stati, cittadini e società private hanno già avviato.

Pur seminando senza ombra di dubbio un eccesso di mortalità e desolazione economica nel 2020, la crisi del COVID-19 ha riaperto le speranze circa la possibilità di una transizione di ampio respiro verso un'energia più pulita. Innanzi tutto, le emissioni di CO<sub>2</sub> sono crollate drasticamente, seppur temporaneamente, nel corso dell'anno poiché gran parte della popolazione mondiale era chiusa in casa, gli aerei erano fermi a terra e gli ingorghi in autostrada un lontano ricordo. Nel suo World Energy Outlook per il 2020, l'Agenzia internazionale per l'energia (IEA) ha stimato una diminuzione delle emissioni di CO<sub>2</sub> connesse all'energia del 7% per l'anno o di 2,4 gigaton (GT) in termini assoluti, riportando le emissioni annue di CO<sub>2</sub> allo stesso livello di un decennio fa. Tuttavia, sappiamo tutti che si tratta di un fenomeno temporaneo, siccome la ripresa economica riporterà le emissioni di gas serra ai livelli pre-emergenza.

Benché il cambiamento climatico sia un problema di portata globale, la Cina e gli Stati Uniti sono i maggiori produttori di emissioni di CO<sub>2</sub> in termini assoluti, mentre Stati Uniti (Grafico 7) e Canada sono in testa alla classifica delle emissioni di CO<sub>2</sub> pro capite tra i paesi maturi, dietro ai produttori di energia del Medio Oriente. Ancora prima dell'annuncio del neoletto e "più verde" Biden, la transizione verso un'energia più pulita era già considerata necessaria per il decennio a venire. Grazie allo sviluppo dello *shale oil*, nel 2019 gli Stati Uniti sono riusciti a diventare nuovamente un esportatore netto di petrolio, dopo più di 70 anni da importatore netto.

Ciononostante, malgrado i costanti sforzi per aumentare lo sfruttamento del nucleare e di fonti rinnovabili, la produzione

energetica statunitense è ancora basata all'80% sui combustibili fossili, mentre la produzione di elettricità rinnovabile è rimasta molto stabile in percentuale alla produzione complessiva degli ultimi 70 anni (Grafico 8).

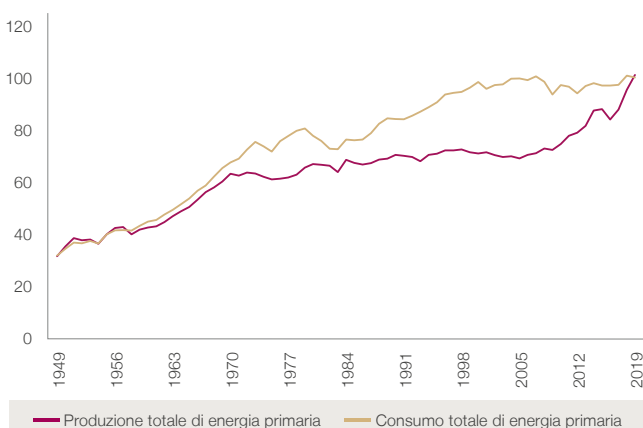
## L'ESIGENZA DI UN AMBIZIOSO PIANO PER L'ENERGIA RINNOVABILE

La quota costante di energia rinnovabile statunitense è imputabile al fatto che deriva da energia idroelettrica, pertanto proviene dalle grandi dighe costruite prima della Seconda Guerra Mondiale, come la Hoover Dam del 1935 o la Theodore Roosevelt Dam del 1911. Tenuto conto della capacità limitata di costruire nuove dighe, gli Stati Uniti dovranno mettere in atto un ambizioso piano per le energie rinnovabili per ridurre le emissioni di CO<sub>2</sub>.

L'IEA (Agenzia internazionale per l'energia) ha elaborato una serie di scenari per capire cosa occorra per raggiungere il traguardo di emissioni zero entro il 2050:

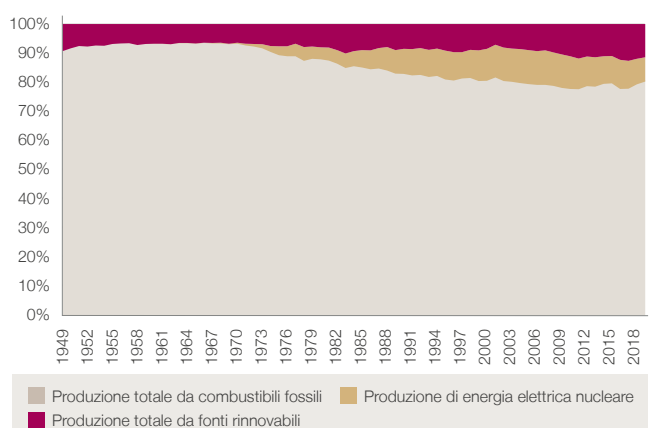
- uno scenario basato sulle politiche ad oggi annunciate dai vari paesi (*Stated Policies Scenario*);
- uno scenario incentrato sull'aumento delle politiche a favore dell'energia pulita e su investimenti pensati per riportare la produzione energetica in linea con gli obiettivi di sostenibilità (Sustainable Development Scenario - SDS);
- uno scenario che prevede l'azzeramento delle emissioni nette entro il 2050.

**GRAFICO 7: CONSUMO E PRODUZIONE TOTALE DI ENERGIA PRIMARIA NEGLI USA, QUADRILIONI DI BTU\***



\* BTU: Unità termica britannica.  
 Fonti: US Energy Information Administration, Indosuez Wealth Management.

**GRAFICO 8: PRODUZIONE DI ENERGIA NEGLI USA PER TIPOLOGIA, %**



Fonti: US Energy Information Administration, Indosuez Wealth Management.

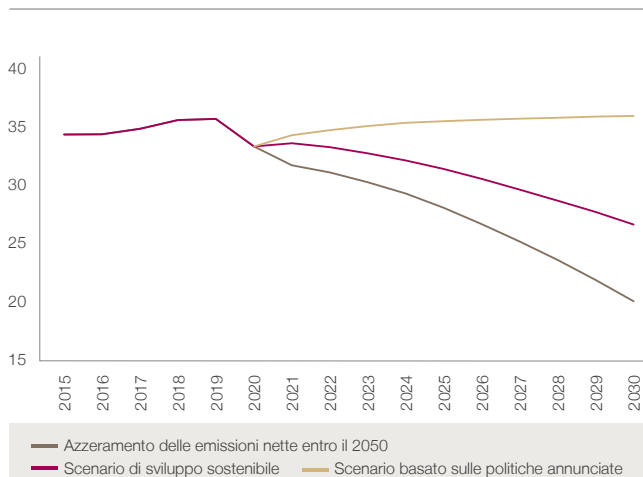
Come mostrato nel Grafico 9, le politiche già annunciate dai vari paesi del mondo non garantiscono la credibilità necessaria per conseguire l'azzeramento delle emissioni nette. Anche se i vari paesi dovessero spingersi oltre, ad esempio centrando gli obiettivi dell'Accordo di Parigi, ciò non sarebbe comunque sufficiente per evitare la produzione di emissioni nette positive entro il 2050. Occorreranno quindi azioni più drastiche da parte di cittadini, autorità e aziende private.

Per realizzare questi scenari, il fabbisogno mondiale di energia dovrà diminuire e il *mix* energetico dovrà essere rivisto profondamente. Come mostrato nel Grafico 10, le energie rinnovabili hanno un ruolo importante, in special modo in un'ottica di sostituzione del carbone. Negli Stati Uniti, le società di *utility* utilizzano ancora il carbone per produrre un quarto della propria elettricità e incidono per il 90% sulla produzione di carbone nazionale. L'espansione del solare, dell'eolico e a breve anche dell'idrogeno come fonti alternative per produrre energia pulita sarà cruciale ai fini della transizione energetica e della riduzione della domanda di carbone negli USA e altrove.

## SE IL GOVERNO STATUNITENSE NON AGISCE, LO FARÀ QUALCUN ALTRO

Nel 2016, gli Stati Uniti di Obama hanno aderito all'Accordo di Parigi, che ha sancito la COP 21 tenutasi un anno prima, con un forte obiettivo volto a contenere il più possibile il cambiamento climatico e scongiurare un aumento della temperatura di oltre 2 gradi Celsius nel 2050 rispetto ai livelli preindustriali. Benché l'accordo di Parigi non abbia carattere vincolante e non introduca alcuna misura esecutiva, nel 2017 Donald Trump ha deciso di uscire dall'accordo. Ciononostante, con o senza supporto federale, gli Stati Uniti hanno iniziato diffusamente ad adottare misure contro il cambiamento climatico.

GRAFICO 9: EMISSIONI DI CO<sub>2</sub> IN BASE A VARI SCENARI, GIGATON



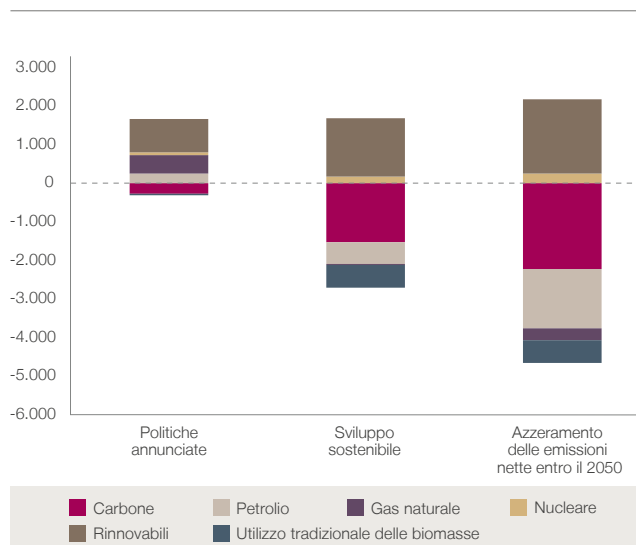
Fonti: IEA (Emissioni di CO<sub>2</sub> connesse all'energia e ai processi industriali e fattori capaci di promuovere la riduzione negli scenari WEO 2020, 2015-2030), Indosuez Wealth Management.

I singoli Stati hanno il potere di varare leggi e possono essere parte della soluzione. La California, ad esempio, genera oltre il 30% della sua elettricità da fonti rinnovabili, essenzialmente solari ed eoliche. Secondo una legge sul clima del 2018, è in programma l'incremento di questa quota al 60% entro il 2030 e l'azzeramento delle proprie emissioni di anidride carbonica entro il 2045.

## DA GIGANTI INDUSTRIALI A COLOSSI TECNOLOGICI E RITORNO?

A dire il vero anche le aziende private si stanno attivando notevolmente. I veicoli elettrici (VE) sono necessari per ridurre l'entità dei consumi di petrolio. A tale riguardo, la statunitense Tesla ha conquistato un ruolo di spicco nel settore, essendosi guadagnata il titolo di maggiore produttore di auto al mondo per capitalizzazione di mercato dal 2020. La decarbonizzazione, tuttavia, non potrà diventare realtà se l'elettricità viene prodotta tramite centrali elettriche a carbone. Oltre alle alternative rinnovabili del solare e dell'eolico, è possibile che a breve si possa contare anche sull'idrogeno verde, una tecnologia molto promettente poiché l'unico prodotto di scarto nella produzione di energia è l'acqua. Benché l'idrogeno sia prodotto principalmente tramite *reforming* del gas naturale o gassificazione del carbone, vi sono forti speranze rispetto allo sviluppo di idrogeno verde rinnovabile per elettrolisi dell'acqua alimentata con energie pulite, ad esempio turbine eoliche o pannelli solari. Ancora una volta le società statunitensi sono all'avanguardia nello sviluppo di energia pulita. Ad esempio, Air Products and Chemicals sta costruendo un impianto da 5 miliardi di dollari in Arabia Saudita per la produzione di idrogeno verde.

GRAFICO 10: VARIAZIONE DELLA DOMANDA DI ENERGIA PRIMARIA GLOBALE PER TIPOLOGIA E PER SCENARIO, 2030 RISPETTO AL 2019, MTPPE\*



\* Mtppe: Milioni di tonnellate di petrolio equivalente. Fonti: IEA, Indosuez Wealth Management.



Nevada, Stati Uniti

Nemmeno troppo tempo fa, l'indice Dow Jones era costituito da conglomerati industriali come General Electric o Alcoa, ma piano piano queste attività cicliche sono state soppiantate dalle società tecnologiche, come Apple, Microsoft e Salesforce. Tuttavia, la rivoluzione verde ha tutte le carte in regola per rivitalizzare il comparto industriale e fare emergere nuove eccellenze in campo chimico (produzione di idrogeno), dei beni strumentali (celle a combustibile, pannelli solari), dei beni e servizi industriali (treni e aeromobili alimentati a idrogeno) e delle *utility* (produzione e distribuzione di elettricità pulita).

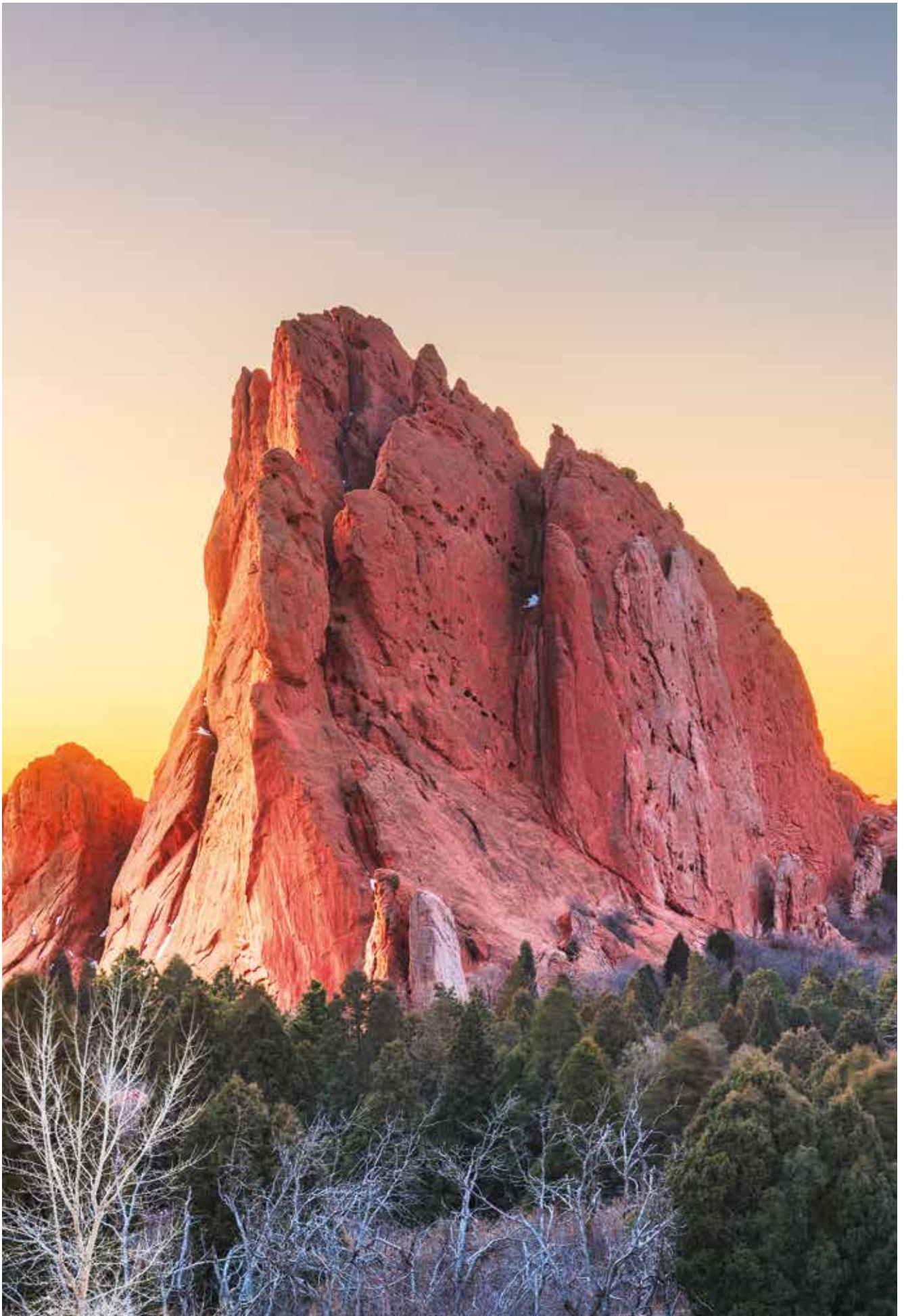
Essendo tra i maggiori responsabili delle emissioni di CO<sub>2</sub>, gli Stati Uniti si troveranno a fare i conti con una sfida molto impegnativa se vogliono ridurre la loro impronta ecologica e aiutare il mondo ad azzerare le emissioni. Benché diversi Stati, cittadini e società private abbiano già preso provvedimenti in questa direzione, il supporto del governo federale sarà fondamentale nel prossimo decennio. Inutile dire che la transizione energetica rappresenta anche un'immensa opportunità economica ed è evidente che gli Stati Uniti non lasceranno che la Cina o l'Unione europea diventino gli unici *leader* mondiali nel campo dell'energia pulita.



**NICOLAS MOUGEOT**

Head of Global Trends and ESG Advisory,  
Indosuez Wealth Management





Colorado, Stati Uniti

# PROSPETTIVE MACROECONOMICHE

## UNO SHOCK SENZA PRECEDENTI, UNA SERIE DI REAZIONI MASSICCE E DI DUBBI IRRISOLTI

SCENARIO PER IL BIENNIO 2020-2021

Malgrado una ripresa iniziale più marcata rispetto alle previsioni negli Stati Uniti, il PIL dovrebbe rimanere al di sotto dei livelli pre-crisi fino all'inizio del 2022.

Di fronte alla portata eccezionale dell'emergenza COVID-19, i governi e le istituzioni europee sembrano aver imparato le lezioni giuste dalla grande crisi finanziaria.

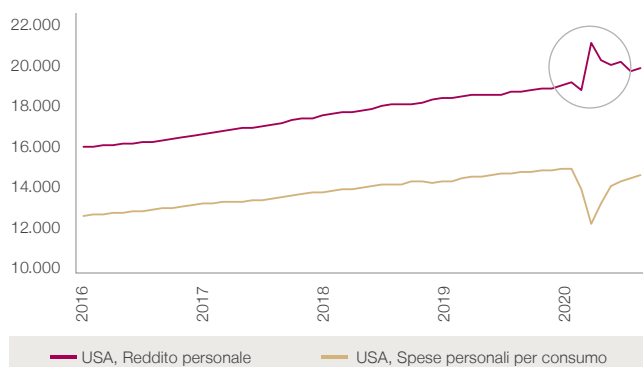
Nei mercati emergenti la crescita risulta disomogenea nel 2020 e ad oggi la Cina resta l'unico motore concreto.

Proprio come la recessione, al momento, la ripresa appare generalizzata, robusta ma poco uniforme. Ha natura essenzialmente meccanica e mostra segni di rallentamento, alimentando i timori circa la sua resilienza al diminuire del sostegno. Si tratta di timori vaghi, ma con due certezze cristalline: tassi d'interesse bassi molto a lungo e una crescita globale caotica e asincrona.

### STATI UNITI: UNA RIPRESA DESTINATA A RALLENTARE DOPO IL FORTE BALZO DEL TERZO TRIMESTRE 2020

L'economia statunitense ha iniziato a recuperare terreno dopo la contrazione storica innescata dal brusco *shock* connesso alla pandemia di COVID-19. Malgrado un accenno di ripresa iniziale superiore alle aspettative, che ci ha portato a rivedere leggermente al rialzo le nostre aspettative di crescita, nel complesso si tratterà di un processo lento e graduale, in cui il PIL è destinato a rimanere al di sotto dei livelli pre-crisi fino all'inizio del 2022.

### GRAFICO 11: USA, IL REDDITO È STATO SOSTENUTO DALLE MISURE DI STIMOLO, MILIARDI DI USD



Fonti: US Bureau of Economic Analysis, Bloomberg, CA CIB, Indosuez Wealth Management.

Il peggio della crisi è ormai passato, se si considera che il secondo semestre è stato teatro di una contrazione di entità notevole in termini storici (31,7%)<sup>15</sup>. Ci aspettiamo una ripresa relativamente graduale e lenta, poiché è facile che diverse imprese e diversi consumatori si dimostrino prudenti e riluttanti a riprendere *in toto* le dinamiche di spesa precedenti. Ipotizziamo un rallentamento della spesa, specialmente rispetto al ritmo del terzo trimestre. I maggiori sussidi di disoccupazione provenienti dal CARES Act<sup>16</sup> sono ormai terminati e sono stati sostituiti solo provvisoriamente e in parte da un ordine esecutivo di Trump, mentre nel frattempo il nuovo disegno di legge per ulteriori stimoli fiscali tarda ad avanzare. Questa situazione andrà probabilmente a pesare sui redditi man mano che si va avanti (Grafico 11).

Pur attendendoci una crescita del PIL intorno al 3,7% nel 2021, i livelli rimarrebbero comunque inferiori a quelli pre-crisi fino al 2022, con una ripresa di tipo "swoosh" (una sorta di "V" allungata, rappresentazione di un brusco calo seguito da una lenta ripresa).

La risposta della politica è stata aggressiva e ha finora contribuito a sostenere la ripresa, benché l'impatto sembri scemare progressivamente. La Fed ha abbassato i tassi portandoli in prossimità della soglia zero (il cosiddetto *zero lower bound* o ZLB), annunciando acquisti illimitati di attivi e mettendo in piedi meccanismi di prestito agevolati per sostenere diversi mercati. Sembra chiaro che verrà mantenuto un orientamento accomodante, con tassi in prossimità della soglia zero per un periodo di tempo prolungato. Ci aspettiamo che alla fine la Fed riduca gli acquisti di *Treasury* per concentrarsi sul segmento a lungo termine della curva, anche se è possibile che si debba attendere la fine di quest'anno o le prime settimane del 2021. Il controllo della curva dei rendimenti resta una possibilità, anche se ultimamente questa ipotesi ha perso presa ed è probabile che la Fed decida di percorrere questa strada solo se le prospettive dovessero peggiorare. In termini di politica fiscale, il Congresso ha approvato quattro disegni di legge di misure di sostegno per un totale di quasi 3.000 miliardi di dollari, un volume storico di stimoli fiscali che secondo il CBO<sup>17</sup> si tradurranno in un'esplosione del deficit al 16,0% del PIL nel 2020.

15 - Tutte le variazioni trimestre su trimestre sono espresse su base annuale, come da prassi statunitense.

16 - Il Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security. Il CARES Act fornisce assistenza economica rapida e diretta ai lavoratori, alle famiglie e alle piccole imprese statunitensi, preservando i posti di lavoro dell'industria statunitense.

17 - Ufficio del bilancio congressuale (Congressional Budget Office).

## EUROZONA: ANATOMIA DI UNA "V" IMPERFETTA

Nel corso dell'estate l'economia si è mossa in due direzioni: una molto positiva, l'altra un po' meno. I dati economici confermano che la fine del secondo trimestre è stata caratterizzata effettivamente da un fortissimo risveglio dell'attività e della fiducia. D'altra parte, la seconda ondata pandemica ha dissolto qualunque scenario basato su una rapida sconfitta del virus.

Sul versante della politica economica, assistiamo all'emergere di una serie di certezze rassicuranti. Con il Piano europeo per la ripresa economica, i paesi più indebitati della regione possono contare su generose sovvenzioni e prestiti a condizioni altamente agevolate, in grado di garantire uno stimolo fiscale positivo al di là dell'orizzonte delle previsioni. Con il cambio di strategia della Fed, eventuali inversioni di rotta premature a livello di politica monetaria nelle economie avanzate sono fuori discussione.

Ciononostante, sotto i "bendaggi" applicati dalle autorità, le ferite inferte dalla crisi stanno diventando visibili, senza contare che si tratta solo delle prime. Con l'erosione dei profitti e la riduzione dell'attività, che in alcuni settori è ancora particolarmente pesante, assisteremo inevitabilmente a un numero crescente di fallimenti societari, accompagnati da un aumento della disoccupazione di pari passo con la rimozione delle misure di supporto temporanee (esenzioni fiscali, posticipi delle scadenze e cassa integrazione).

Congiuntamente, questi fattori corroborano il nostro scenario che prevede una ripresa incompleta con un PIL inferiore dell'1% rispetto al livello pre-crisi alla fine del 2021. Il ritmo della crescita nel 2021 (+5,4% dopo il -7,5% del 2020) sarà inferiore a quello necessario per colmare il divario negativo tra produzione effettiva e potenziale creatosi durante la crisi (Grafico 12).

Il clima di fiducia è fondamentale, in quanto da esso dipende l'utilizzo del notevole eccesso di risparmio accumulato durante il *lockdown*. Esiste il forte rischio che l'incremento del tasso di disoccupazione possa trasformarlo in risparmio precauzionale, limitando il potenziale aumento dei consumi privati. Per quanto riguarda la ripresa del ciclo degli investimenti, persiste un punto di domanda. I tassi di utilizzo della capacità produttiva restano molto bassi ed è difficile immaginare un'espansione di tale

capacità, alla luce delle ostinate incertezze sulla domanda nonché del ritmo di crescita atteso. Benché siano possibili investimenti di sostituzione per sostenere la necessaria trasformazione di svariate attività, il maggior contributo all'inversione di rotta sotto il profilo dell'accumulo di capitale è atteso dagli investimenti pubblici, con il supporto del Recovery Fund nei paesi periferici dell'Eurozona.

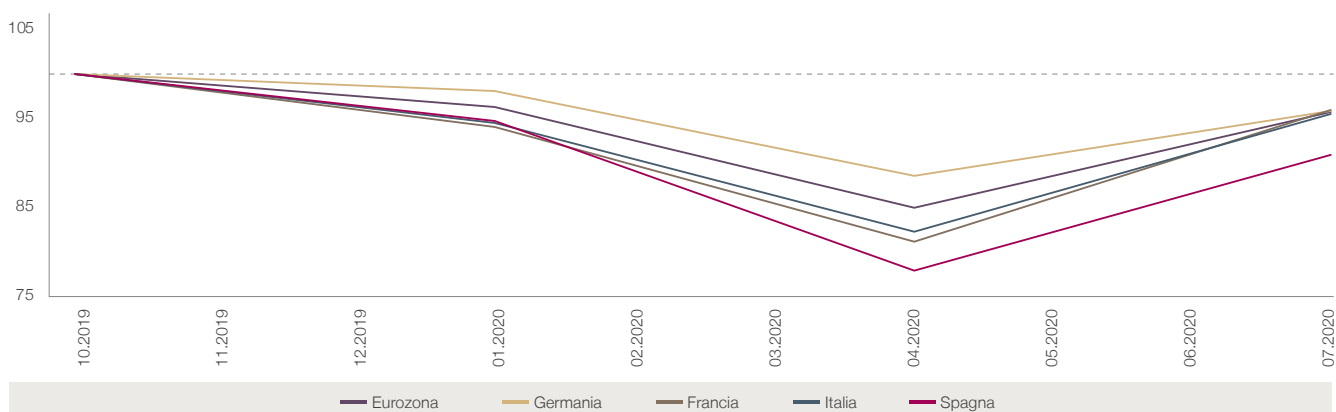
### Una risposta innovativa per limitare la frammentazione

Di fronte alla portata eccezionale dell'emergenza COVID-19, le autorità politiche nazionali, comunitarie e monetarie a livello europeo sembrano aver imparato le lezioni giuste dalla grande crisi finanziaria.

Il rischio di un ritiro prematuro del supporto fiscale e monetario sembra essere stato scongiurato sull'orizzonte di previsione, benché il divario di produzione negativo sia ben lungi dall'essere colmato. L'allentamento del contesto normativo e di vigilanza può contribuire a gestire la natura insolita della crisi, respingendo al contempo qualsiasi considerazione di rischio morale, peraltro immotivata date le circostanze. Inoltre, non trattandosi di una crisi indotta da un indebitamento eccessivo, andrebbero scoraggiati anche i meccanismi di riduzione del debito con effetti disinflazionistici, a differenza di quanto avvenuto nell'ultimo decennio. Non dimentichiamo che il settore bancario sta svolgendo una funzione di assorbimento degli *shock*, evitando che le crisi di liquidità si trasformino in crisi di solvibilità. Dal nostro punto di vista, la transizione dal principio di efficienza a quello di resilienza è un argomento cruciale ai fini di una previsione che potrebbe sembrare (ma non è) ottimistica, nonché per ribadire che l'approccio adottato con le crisi del 2009 e del 2012 non è l'unica strada percorribile.

Malgrado gli sforzi per consentire una ripresa più autonoma e uniforme, persiste un rischio di frammentazione elevato. A fine 2021, secondo le proiezioni la Germania esibirà un PIL superiore (+1,1%) rispetto alla fine del 2019; simultaneamente, però, il PIL potrebbe essere ancora inferiore dell'1,4% in Francia, del 3,1% in Italia e del 7,9% in Spagna.

GRAFICO 12: EUROZONA, UNA RIPRESA INCOMPLETA ED ETEROGENEA, T4 2019 = 100



Fonti: Eurostat, Crédit Agricole S.A., Indosuez Wealth Management.

## Trazione gravitazionale sui rendimenti del Bund

Dal picco di sensibilità del mercato alla pandemia, a marzo/aprile, il rendimento del Bund decennale tedesco ha tentato di salire, ma ogni volta è ridisceso, intorno a -50 punti base, il livello del tasso sui depositi della BCE. Alla luce del rischio di una fase di incertezza prolungata nei mesi a venire, abbiamo abbassato di 10 punti base le nostre previsioni sul decennale tedesco e al momento ravvisiamo un modesto movimento a -40 punti base entro fine anno, seguita da un rialzo a -30 punti base entro la fine del 2021. Questa proiezione è basata sull'ipotesi che il virus venga tenuto a bada nei mesi a venire, lasciando spazio a maggiore chiarezza economica nonché a una ripresa sostenuta seppure graduale il prossimo anno (Grafico 13).

## Imparare a convivere con il COVID -19: cosa significa per il nostro scenario dell'Eurozona

Benché i segnali di una nuova ondata di contagi fossero già visibili al momento della costruzione del nostro scenario macroeconomico a settembre, avevamo formulato l'ipotesi (in quel momento plausibile e consensuale) di una diffusione contenuta del virus, tenuta sotto controllo tramite le misure di distanza sociale, il rapido tracciamento dei casi positivi grazie all'espansione delle capacità di esecuzione di test nonché gli eventuali *lockdown* localizzati. La seconda ondata si è invece rivelata più violenta, portando con sé un inevitabile rallentamento economico. La crescita più rosea per effetto di un terzo trimestre più dinamico rispetto alle previsioni permetterà tuttavia di non deviare eccessivamente dalla nostra previsione di settembre per il 2020 (-7,5%), anche mettendo in conto una contrazione del PIL sostanziale nel quarto trimestre.

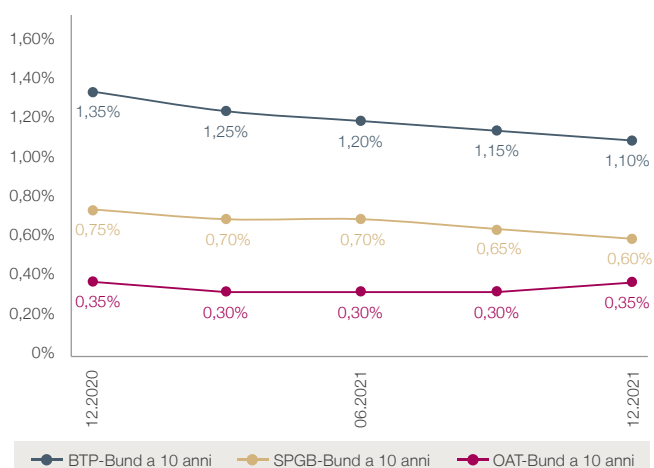
Tenuto conto delle misure di contenimento più flessibili, ipotizziamo una flessione dell'attività meno acuta rispetto al primo semestre dell'anno. Se però tali misure dovessero essere inasprite o prolungate, le nostre prospettive per il quarto trimestre rischierebbero inevitabilmente di dover essere riviste al ribasso.

Ad ogni modo l'impatto più consistente sarà riflesso sulla crescita nel 2021 (proiettata al +5,4% a fine settembre). Benché le migliori terapie, i maggiori test e la disponibilità di un vaccino possano promuovere una certa normalizzazione dell'attività economica, è improbabile che riescano a debellare il virus in tempi brevi e a diminuire la necessità di misure di distanza sociale e limitazioni della mobilità nel primo semestre di 2021.

## MERCATI EMERGENTI: È IL MOMENTO DI SELEZIONARE?

Nell'ultimo trimestre, a nove mesi dalla comparsa del virus, l'attività nei paesi emergenti ha iniziato a dare segni di ripresa, ma in modo tanto disomogeneo quanto la contrazione durante il culmine dell'emergenza. La situazione sanitaria in India, Brasile, Colombia, Iran e Iraq è tuttora altamente precaria. Al contrario, altri paesi, come Cina e Vietnam, sembrano avere sotto controllo la traiettoria della pandemia. Eppure, numerosi governi stanno introducendo misure di contenimento rigide, che in alcune città assumono la forma di veri e propri *lockdown*. In questo contesto, la riapertura dei confini non è scontata, né tanto meno è in programma, il che va a complicare i flussi commerciali a breve termine e la strategia d'impresa sul medio periodo.

GRAFICO 13: PREVISIONI SULLO SPREAD A 10 ANNI DEI TITOLI DI STATO EUROPEI, %



Fonti: CA CIB, Indosuez Wealth Management.

## Il richiamo dell'autosufficienza

Per il momento, alla luce della situazione, risulteranno economicamente avvantaggiati i grandi paesi che possono contare su un certo livello di autosufficienza nonché su una maggiore diversificazione economica. Ad esempio, la recessione è più contenuta in Polonia che non in Repubblica ceca, altamente dipendente dal ciclo del comparto automobilistico tedesco. Nel caso della Cina, il presidente sta ufficialmente accarezzando l'idea di un modello più autosufficiente, basato su una strategia di "doppia circolazione"<sup>18</sup>, il che rappresenterebbe anche una risposta alla crescente lotta per la supremazia con gli Stati Uniti. Infine, in Russia la chiusura delle frontiere sta stimolando la spesa nel turismo interno, che prima era una voce alquanto debole della bilancia dei pagamenti. È pertanto ipotizzabile che questa sia un'argomentazione capace di posticipare la riapertura dei confini nazionali (Grafico 14)...

Inoltre, questa ripresa limitata sta influenzando sui consumatori, sui risparmiatori e sugli investitori, ma non allo stesso modo nei diversi paesi, ed è proprio qui che emergono i tratti distintivi delle varie regioni. L'Asia risparmia di più rispetto all'America Latina (32% del PIL a fronte del 18%), mentre la Russia tende a spendere durante le crisi, con i consumatori a breve termine timorosi di un deprezzamento della moneta. Per la Turchia, in genere i consumi risalgono dopo ogni crisi, trainati da un incremento (eccessivamente) marcato del prestito. Questa ripresa aggrava i disavanzi esterni, che sono una fonte di rischio valutario.

Ne risulta una curva delle vendite al dettaglio disomogenea nei mercati emergenti, il che potrebbe sorprendere, poiché implica un'assenza di correlazione con la pandemia: una rapida svolta in Turchia e Brasile, ma un ristagno dell'offerta in Cina. Proprio questa dinamica di ristagno dell'offerta/della domanda sarà molto importante nei mesi a venire, in quanto darà origine a rischi diversi in base al paese, a breve e a lungo termine. Vi è un rischio inflazionistico in Turchia e persino in India, mentre ravvisiamo minacce deflazionistiche nelle economie asiatiche maggiormente orientate al risparmio. Intravediamo inoltre pericoli connessi alla carenza di investimenti nelle economie tendenti ai consumi, specialmente Russia e Brasile, unitamente a un potenziale di crescita più debole.

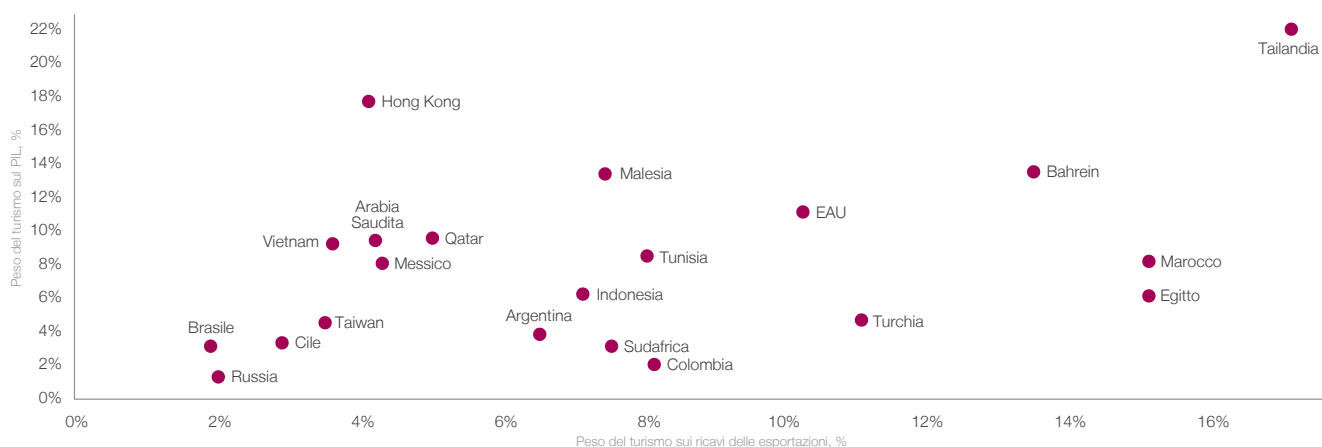
## Resistere alla crisi reinventando i modelli di sviluppo

Tirando le somme, il quadro ciclico per il 2020 risulta disomogeneo e la Cina resta ad oggi l'unico motore concreto. Per quanto riguarda le previsioni per il 2021, nella maggior parte dei paesi la crescita esibirà una ripresa inferiore rispetto alla tendenza di lungo periodo. Soprattutto, crescerà il divario tra le nazioni che dispongono dei mezzi per sopportare un contesto globale soggetto a restrizioni e quelle sprovviste di tali mezzi; per queste ultime, i danni irreversibili causati dalla crisi sono destinati ad affiorare rapidamente in superficie.

La divergenza emerge già dall'insolita deviazione rispetto alle previsioni di crescita del 2020, con alcuni paesi in profonda recessione, come l'India e in special modo il Messico, e altri rari casi in cui la crescita continua a essere positiva, come la Cina, ovviamente, ma anche Taiwan e il Vietnam, o in cui si osserva una leggerissima recessione, come la Corea.

Per gli investitori, pertanto, tutto sembra puntare nella direzione di un approccio selettivo dei singoli paesi. Ma quali sono i criteri? Il più ovvio, ovvero la ricchezza, è anche il più quantificabile e include la ricchezza dei privati, dei governi e delle imprese. Tuttavia, una volta che le carte saranno accuratamente rimescolate, entreranno presto in gioco altri fattori. Tra questi possiamo citare le strategie di gestione della crisi e le abilità dei governi nella fase di uscita delle misure straordinarie, ma anche la qualità delle istituzioni, unitamente alla coesione politica e sociale, da cui dipende la libertà di azione delle stesse e, infine, i fattori connessi all'innovazione specifici ai singoli paesi. Quella del COVID-19 è una crisi particolare, in quanto mette i governi nelle condizioni di dover fare i conti al contempo con emergenze cicliche e imperativi strutturali.

GRAFICO 14: MERCATI EMERGENTI, PESO DEL TURISMO SUL PIL E SULLE ESPORTAZIONI, %



Fonti: FMI, Crédit Agricole S.A., Indosuez Wealth Management.

18 - A Chinese economic policy aimed at keeping China open to the world (the "great international circulation") while also reinforcing its own market (the "great domestic circulation").



Shenzhen, Cina

### **Cina: crescita, sì, ma a quale costo?**

La Cina sarà l'unico paese del G20 a mettere a segno una crescita positiva nel 2020. Con la crisi sanitaria ormai superata, la strategia delle autorità cinesi è chiara come il sole: rimettere in moto la macchina industriale sommergendo le società di commesse grazie alla domanda pubblica e garantendo i flussi di cassa con l'incentivazione del prestito. Facendo a meno dei solenni annunci sullo stampo di quelli del 2008 e preoccupandosi di mantenere un certo margine di manovra sotto il profilo fiscale e specialmente monetario, la Banca Popolare Cinese (PBoC) ha ribadito a più riprese l'impegno a fare tutto il possibile per evitare le insidie connesse a tassi d'interessi troppo bassi e la trappola della liquidità, concentrandosi invece sulle soluzioni rivelatesi efficaci nelle crisi precedenti.

E questo approccio ha dato i suoi frutti nell'industria, a giudicare dalla ripresa della produzione a forma di V. Tutto sembra andare nel verso giusto sul fronte dell'offerta, il che depone a favore di una previsione di crescita ancora più ottimistica. Tuttavia, sul fronte della domanda la situazione è tutt'altro che comparabile, malgrado i discorsi con cui Xi Jinping ha illustrato il nuovo sistema di doppia circolazione che mira a ridurre la dipendenza della Cina dal mondo esterno, con particolare riferimento a taluni prodotti strategici (alimentari ed elettronica) che rischiano di risentire delle restrizioni connesse alle tensioni geopolitiche, nonché ad aumentare la domanda interna. Dopo sette mesi di contrazione, le vendite al dettaglio hanno registrato un'evoluzione positiva ad agosto, esibendo però una dinamica di ripresa più lenta gli Stati Uniti. La notevole robustezza degli investimenti e il commercio estero più resiliente del previsto dovrebbero compensare lo scarso contributo dei consumi e permetterci di mantenere la previsione di crescita al 3% per il 2020, seguita da un'accelerazione all'8% nel 2021.



Shanghai, Cina

Tuttavia, il ribilanciamento della crescita si prospetta senza dubbio un'impresa ardua. Innanzi tutto, per il fatto che i consumatori sono ancora prudenti e lo rimarranno finché il sistema di previdenza sociale non diventerà più sensibile alle loro esigenze (con particolare riferimento alla cassa di disoccupazione); in secondo luogo, per il fatto che la situazione e le tensioni geopolitiche intorno ai trasferimenti di tecnologie (5G e fornitura di semiconduttori) richiederanno piani di investimento massicci per recuperare il ritardo cinese sul fronte tecnologico. Le dichiarazioni di Xi Jinping alle Nazioni Unite e la sua promessa di raggiungere la neutralità climatica entro il 2060 richiederanno anch'esse una cospicua spesa pubblica. Tuttavia, benché la Cina sembri emergere dalla crisi con disinvoltura, le sue finanze hanno comunque subito un duro colpo. Secondo le previsioni, il debito totale dovrebbe raggiungere il 300% del PIL nel 2020, mentre i crediti deteriorati delle banche cinesi dovrebbero aumentare entro fine anno. Certo, i rischi restano contenuti, se

non altro perché si tratta di un debito essenzialmente domestico e denominato in valuta locale. Eppure potrebbe limitare il margine di manovra delle autorità a medio termine e, cosa più importante, potrebbe innescare effetti predatori rispetto alle società del settore privato, poiché queste beneficiano generalmente di un minore supporto dalle banche, pur essendo più efficienti, in caso di aumento dei fallimenti.

Finito di redigere il 01.11.2020.

*Gli economisti di Crédit Agricole S.A. Group - Dipartimento di ricerca economica*



**ISABELLE JOB-BAZILLE**

Chief Economist  
Administrator of CA Indosuez Wealth France

TABELLA 1: PREVISIONI ECONOMICHE PER IL 2020-2021, %

	PIL, %			PREZZI AL CONSUMO, %			PARTITE CORRENTI, % DEL PIB		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>STATI UNITI</b>	2,3	-4,5	3,7	1,8	1,2	1,9	-2,4	-2,2	-2,3
<b>GIAPPONE</b>	0,7	-5,7	1,6	0,6	-0,1	0,3	3,6	2,4	2,1
<b>EUROZONA</b>	1,3	-7,5	5,4	1,2	0,2	0,8	2,9	3,1	3,2
Germania	0,6	-5,4	5,0	1,4	0,4	1,7	7,1	6,5	6,4
Francia	1,5	-9,1	7,1	1,3	0,5	0,5	-1,2	-1,0	-1,0
Italia	0,3	-9,7	5,6	0,7	-0,3	0,2	3,0	2,6	3,1
Spagna	2,0	-12,8	4,5	0,8	-0,3	0,2	2,0	2,0	1,9
Paesi Bassi	1,6	-4,6	4,2	2,7	1,0	1,1	9,9	10,4	10,3
<b>ALTRI PAESI AVANZATI</b>									
Regno Unito	1,5	-9,6	6,3	1,8	0,8	1,4	-3,6	-3,9	-4,7
Canada	1,7	-5,7	4,8	1,9	0,7	1,7	-2,2	-2,1	-2,4
Australia	1,8	-6,7	6,1	1,6	1,4	1,8	0,5	-0,6	-1,8
Svizzera	0,9	-6,0	3,8	0,4	-0,4	0,6	12,2	7,2	8,8
<b>ASIA</b>	5,1	-0,4	7,1	2,7	2,9	2,3	1,3	1,9	1,2
China	6,1	3,0	8,0	2,9	2,8	1,8	1,0	1,7	1,0
India	4,9	-5,8	8,4	3,7	6,2	4,5	-0,9	1,0	-1,0
Corea del Sud	2,0	-0,9	3,4	0,4	0,4	1,2	4,3	4,2	4,0
<b>AMERICA LATINA</b>	0,5	-7,1	3,7	10,1	7,3	9,0	-2,0	-0,3	-0,3
Brasile	1,1	-5,1	3,4	4,3	2,1	2,9	-2,8	-0,2	-0,1
Messico	-0,1	-9,2	3,8	2,8	3,4	3,2	-0,2	-0,2	0,4
<b>EUROPA EMERGENTE</b>	2,0	-4,8	3,8	6,2	4,9	4,5	1,5	0,5	0,0
Russia	1,3	-5,0	3,5	4,5	3,3	3,5	3,8	1,5	1,5
Turchia	0,9	-5,0	4,5	15,5	11,0	10,0	0,0	-2,0	-2,5
Polonia	4,1	-2,8	3,6	2,3	3,4	1,7	0,4	2,0	0,6
<b>AFRICA, MEDIO ORIENTE</b>	0,4	-5,8	2,3	8,4	7,0	5,5	1,3	-2,9	-2,5
Arabia Saudita	0,3	-6,0	3,2	-2,1	4,3	2,1	5,9	-4,0	-2,5
Emirati Arabi Uniti	1,7	-5,5	2,2	-1,9	-1,1	1,0	7,0	-0,3	1,1
Egitto	5,6	1,2	2,0	9,2	5,8	7,8	-3,6	-4,5	-4,0
Marocco	2,5	-5,1	3,5	0,3	0,5	1,1	-4,1	-7,0	-4,0
<b>TOTALE</b>	2,7	-4,1	5,0	3,4	2,7	2,8			
<b>ECONOMIE AVANZATE</b>	1,7	-6,0	4,3	1,5	0,7	1,3			
<b>PAESI EMERGENTI</b>	3,5	-2,6	5,6	4,9	4,3	3,9			

Fonti: Previsioni Crédit Agricole S.A., Indosuez Wealth Management.

TABELLA 2: PREVISIONI TASSI D'INTERESSE, %

		12.2020	03.2021	06.2021	09.2021	12.2021
<b>STATI UNITI</b>	Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
	Decennale	0,80	0,90	1,00	1,10	1,20
<b>EUROZONA</b>	Deposito	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
	Decennale (Germania)	-0,40	-0,35	-0,35	-0,30	-0,30
<b>SPREAD DECENNALE C. EUR</b>	Francia	0,35	0,30	0,30	0,30	0,35
	Italia	1,35	1,25	1,20	1,15	1,10

Fonti: Previsioni Crédit Agricole S.A., Indosuez Wealth Management.

Previsioni al 02.10.2020.





Washington, Stati Uniti

# LA NOSTRA HOUSE VIEW

## IL DOLLARO STATUNITENSE: UNA GLORIA DEL PASSATO?

Il calo dei tassi di interesse statunitensi ha rimosso uno dei fattori di sostegno al dollaro e ha ridotto il costo della copertura del rischio di cambio sugli attivi statunitensi per gli *asset manager*.

Comprensibilmente, in termini di profilo di rischio/rendimento, i benefici connessi alla detenzione di un dollaro tendente al deprezzamento al momento devono essere attentamente valutati.

Indipendentemente dall'esito delle presidenziali statunitensi del 2020, il dollaro USA è destinato a subire una graduale ma sicura revisione del suo ruolo di valuta di riserva a livello mondiale. Su base mensile il biglietto verde appare sempre meno utilizzato per il regolamento degli scambi internazionali e le banche centrali di tutto il mondo continuano a diversificare le proprie riserve valutarie allontanandosi dal dollaro a favore di monete alternative con rating AAA e status di bene rifugio.

### TASSI REALI IN TERRITORIO NEGATIVO

Benché questa transizione sia l'espressione di una tendenza strutturale più che di un cambio di paradigma a breve termine, la pandemia globale ha avuto l'effetto di anticipare questo fenomeno in quanto il profondo *shock* alla crescita attualmente in corso ha costretto la Federal Reserve (Fed) a reagire abbattendo i tassi d'interessi fino a quota zero. Ed è proprio qui che sta il catalizzatore dell'attrattiva del rendimento relativo nel mutevole mondo dei cambi. Mentre i mercati azionari a stelle e strisce salivano e i rendimenti reali statunitensi ricompensavano abbondantemente gli investitori rispetto ai rendimenti reali degli altri Paesi, gli acquirenti hanno sottovalutato le fragilità economiche sottostanti. Ora che i rendimenti reali statunitensi segnano livelli record negativi, in linea con tutti gli altri, le considerazioni macroeconomiche stanno rapidamente venendo a galla.

Assistiamo all'emergere di forti preoccupazioni sulla capacità degli Stati Uniti di continuare a finanziare il proprio deficit di bilancio fuori controllo, che al momento si avvicina a quota 27.000 miliardi di dollari con un rapporto debito/PIL del 125%. A tale riguardo occorre notare che il solo costo di servizio del debito si aggira intorno a 700 miliardi di dollari all'anno. Incredibilmente, il tasso cedolare medio si attesta su un minimo record dell'1.94% (a ottobre) il che disincentiva entrambi i partiti dall'essere parsimoniosi nelle spese. Al contrario, e anche qualora un ipotetico Senato repubblicano dovesse ridimensionare i massicci piani di spesa di Biden, il COVID-19 contribuirà ad aggiungere altro debito da destinare alla spesa per infrastrutture in un'ottica di creazione di nuovi posti di lavoro.

### UNA QUESTIONE DI FIDUCIA

Eccezion fatta per le abbondanti riserve di risparmio degli investitori in Giappone, gran parte dei gestori di fondi sovrani ha già iniziato a ridurre a più riprese l'esposizione ai titoli di Stato USA, per non parlare del primo detentore estero, la Cina, più che felice di lasciare che la sua allocazione ai *Treasury*, tuttora cospicua, giunga a scadenza senza essere rinnovata. Ora che l'emissione di debito statale è destinata a moltiplicarsi nei trimestri a venire, chi altro assorbirà la nuova offerta se non la Federal Reserve? Di conseguenza, l'aumento del debito federale a stelle e strisce non è tanto un problema di sostenibilità del debito, quanto piuttosto una questione di credibilità dell'istituto centrale e un appello alla fiducia nella valuta.

Questo punto aiuta a spiegare come mai il FOMC sembri intenzionato a mantenere i tassi a zero più a lungo, con una maggiore tolleranza per sforamenti verso l'alto dell'inflazione. Una politica fiscale eccessivamente espansiva non deprime a favore della valuta di riserva mondiale, poiché in passato le fasi di questo tipo sono state accompagnate da un forte deprezzamento del dollaro. Tenuto conto della crescita vacillante, la tentazione è quella di lasciare che il dollaro si indebolisca ulteriormente per mantenere i risparmi e i consumi entro i confini nazionali. Perché questa volta le cose dovrebbero andare diversamente?

Potrebbe effettivamente essere troppo presto per presumere che l'attuale disinflazione trainata dalla pandemia si trasformi improvvisamente in iper-inflazione. Tuttavia, una certa protezione dei portafogli contro l'inflazione a titolo preventivo sta incontrando l'interesse degli investitori a lungo termine diffidenti rispetto al dilemma del debito crescente. In termini di profilo di rischio/rendimento, i benefici relativi connessi alla detenzione in portafoglio di un dollaro tendente al deprezzamento senza copertura devono effettivamente essere valutati in maniera più approfondita. I costi connessi alla copertura dell'esposizione valutaria nei portafogli statunitensi non sono mai stati così bassi, il che è un altro importante motivo per procedere con cautela sul tema dell'esposizione al dollaro.



New York, Stati Uniti

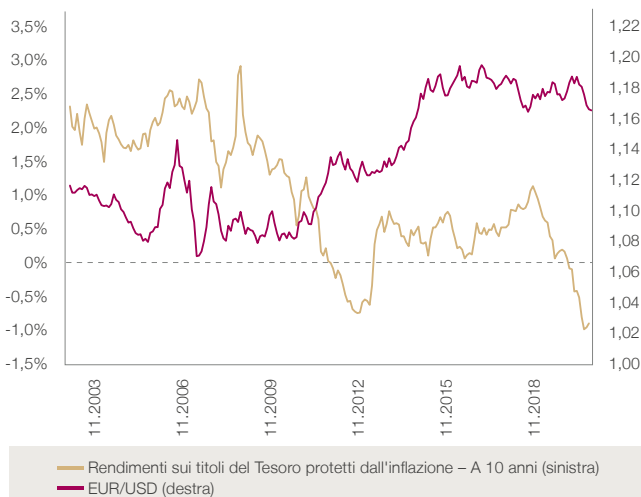
## LA FINE DI UN'ERA

Tirando le somme e in prospettiva, temiamo che la situazione di privilegio, ormai consolidata per il dollaro, stia diventando precaria, segnando forse l'inizio della fine del suo primato e il graduale avvento di nuove alternative liquide con lo status di bene rifugio per il decennio a venire.

Gli investitori potrebbero quindi domandarsi quali valute siano destinate ad apprezzarsi maggiormente rispetto al biglietto verde. In ordine di convinzione e di preferenza, l'oro rappresenta l'ultimo baluardo contro le valute più "stampate", le quali hanno perso la dimensione di scarsità che il metallo prezioso invece conserva. Il punto è che l'oro ha già esibito un buon andamento nel 2020, ragion per cui, pur rimanendo ottimisti, riteniamo che il *payoff* risulti meno interessante rispetto a marzo 2020.

L'euro potrebbe beneficiare dell'uscita dall'emergenza sanitaria e senza dubbio la distribuzione di un vaccino contribuirebbe a infrangere la resistenza a quota 1,20. Tuttavia, questa eventualità resta subordinata anche alle prospettive politiche di una regione che fatica tuttora a giungere a un accordo su un piano di ripresa, che quindi rischia di essere attuato in ritardo quando la crisi sarà già passata... Dal momento che lo yen e il franco svizzero si sono apprezzati nel 2020 grazie a comportamenti di avversione al rischio e appaiono vulnerabili in un contesto post-COVID-19, non rimangono che le valute emergenti, che indubbiamente beneficerebbero dell'uscita dalla pandemia. Oltre questo orizzonte, la moneta cinese conserva molte delle caratteristiche necessarie per una potenziale valuta di riserva, senza contare che col tempo dovrebbe apprezzarsi, sostenuta da un rendimento reale positivo, dal miglioramento del *momentum* macroeconomico e da una bilancia commerciale da record (Grafico 15).

## GRAFICO 15: TASSO D'INTERESSE REALE E USD



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



**DAVIS HALL**

Head of Capital Markets, Asia  
Indosuez Wealth Management

# MERCATO DEL CREDITO AMERICANO: DEFAULT AZIENDALI E SOSTENIBILITÀ DELL'INDEBITAMENTO

Sebbene l'estensione del programma di acquisti di bond corporate da parte della Fed sia attualmente oggetto di dibattito, la sua introduzione ha rappresentato sicuramente un potente strumento di stabilizzazione delle condizioni di mercato e di riduzione del rischio di rifinanziamento per le aziende.

Tenuto conto della portata della crisi, il rischio di *fallen angel* è una preoccupazione concreta per gli investitori. La selettività è essenziale in questo contesto di ripresa disomogeneo, specialmente in settori pesantemente colpiti dalle misure di *lockdown*, che tuttavia potranno anche beneficiare di repentine riprese.

Considerando l'entità dell'emergenza, la situazione è andata relativamente bene sotto il profilo del rischio di credito, grazie al forte supporto fiscale e monetario che ha limitato i rischi di rifinanziamento. Guardando al futuro, una volta passata la pandemia le aziende potrebbero mettere a segno un rimbalzo oppure crollare, a seconda dei casi. In un contesto simile, la selettività è essenziale.

## I MERCATI SOSTENUTI DALLE BANCHE CENTRALI

I mercati del credito statunitensi hanno continuato a sorprendere al rialzo in seguito alla correzione del mercato a marzo 2020, corroborando l'ipotesi di un *momentum* positivo per i titoli *investment grade* e *high yield*. Gli *spread investment grade* e *high yield* ora hanno recuperato terreno, tornando ai livelli di fine febbraio 2020 ed esibendo un ulteriore potenziale di restringimento una volta che Washington approverà il nuovo piano di stimoli fiscali.

La creazione dei programmi di acquisto di obbligazioni societarie della Fed, ovvero il Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF) e il Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF), per un volume fino a 750 miliardi di dollari, si è rivelata un potente strumento per stabilizzare le condizioni di mercato e ridurre il rischio di rifinanziamento aziendale. Gli investitori sono convinti che il PMCCF fornirà una rete di protezione per gli emittenti, consentendo loro di portare avanti le operazioni, mentre il SMCCF dovrebbe sostenere la liquidità di mercato. Il SMCCF è pensato per acquistare obbligazioni societarie e prestiti con rating *investment grade* nonché i recenti *fallen angel*<sup>19</sup>, che includono alcune imprese di alto profilo nel settore automobilistico e delle linee aeree.

Contestualmente, le azioni di stimolo del governo USA, in particolare il Paycheck Protection Program (PPP) per le piccole imprese e i sussidi di disoccupazione per la pandemia, hanno contribuito a sostenere l'economia e i consumi nel Paese. Tuttavia, tenuto conto del contesto attuale, la brusca impennata dei casi di COVID-19 alle porte dell'inverno sta diventando un problema importante per i consumi statunitensi, facendo aumentare l'urgenza di maggiori stimoli.

Sull'altra sponda dell'Atlantico, la correzione dei mercati in Europa è giunta a un punto di svolta dopo la celere decisione della BCE di sostenere i mercati del credito, con risorse senza precedenti, mediante il Programma di acquisti per l'emergenza pandemica (PEPP). Successivamente l'Istituto di Francoforte ha

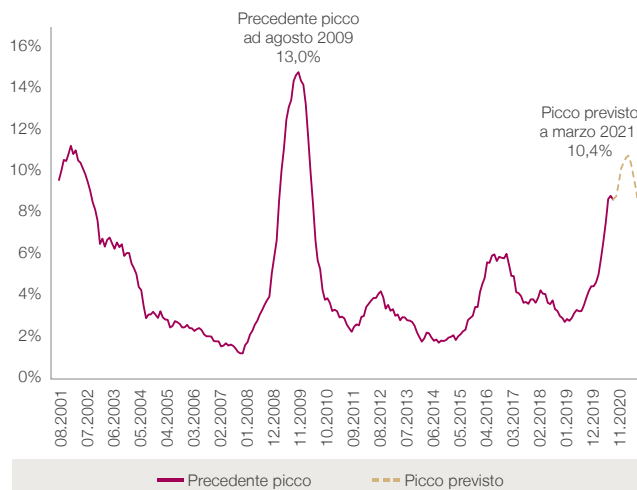
ampliato il programma aumentando lo stanziamento per gli acquisti di attivi da 750 miliardi a 1.350 miliardi di euro e prorogandolo come minimo fino alla fine di giugno 2021, impegnandosi inoltre a reinvestire i flussi in scadenza fino alla fine del 2022.

Molti programmi di supporto per la pandemia a livello nazionale, come la cassa integrazione e i prestiti garantiti dallo Stato, hanno fortemente migliorato la fiducia dei consumatori, oltre ad alleviare la pressione sulla liquidità e il rischio di *default* per le imprese. Ciononostante, continuiamo a navigare in acque inesplorate. Le nuove restrizioni sulla distanza sociale nelle città europee incideranno sulla spesa dei consumatori a breve termine e dilateranno i tempi della ripresa.

## I DEFAULT E I FALLEN ANGEL SONO DESTINATI AD AUMENTARE DA QUI IN AVANTI?

Le agenzie di rating hanno rivisto mensilmente al ribasso le loro previsioni sui tassi di *default* alla luce delle politiche accomodanti delle banche centrali, che hanno coinciso con l'inizio della ripresa economica. Ciò premesso, i tassi di *default* potrebbero esibire una tendenza all'aumento da questo momento fino al primo trimestre 2021 (Grafico 16).

GRAFICO 16: TASSI DI DEFAULT SEGMENTO  
HIGH YIELD STATI UNITI D'AMERICA-  
EFFETTIVI E PREVISTI, DAL 2001 AD OGGI, %



Dati al 10.11.2020.  
Fonti: Moody's, Indosuez Wealth Management.

19 - Società il cui rating creditizio è stato declassato da *investment grade* (Baa3/BBB- e superiore) a non-*investment grade* (Ba1/BB+ e inferiore) a causa del deterioramento del credito.

È facile che le attuali restrizioni tengano le attività economiche ben al di sotto dei livelli pre-pandemia nei prossimi mesi. Guardando oltre, la politica estremamente accomodante della Fed e l'eventuale pacchetto di stimoli fungeranno da catalizzatori per la ripresa economica e la diminuzione del rischio di *default*.

Le medie storiche mostrano che solo lo 0,9% dei titoli BB (il segmento meno rischioso del mercato *high yield*) è andato in *default* su un periodo di un anno, offrendo un miglior profilo di rischio/rendimento rispetto allo 0,2% dei titoli BBB (società della fascia inferiore del segmento *investment grade*) e tenendo conto del differenziale di *spread* attuale rispetto a quello storico. I tassi di *default* del segmento BB si piazzano bene rispetto al 4,2% dei titoli B e al 24,3% di quelli CCC/C, riflettendo la natura esponenziale del rischio di credito nell'universo *high yield*. Ciò evidenzia, inoltre, come la pandemia e lo *shock* macroeconomico abbiano colpito le società più deboli e indebitate in maniera sproporzionata, con una spiccata concentrazione in settori come quello dell'energia, della ricettività alberghiera e del tempo libero e delle vendite al dettaglio.

Inoltre, negli ultimi 15 anni è risultato insolvente il 18% delle società BB, un dato comunque nettamente inferiore rispetto al 30% di quelle con rating B e quattro volte inferiore rispetto al 59% del segmento CCC/C (tassi di *default* cumulativi - Grafico 17).

Benché il numero di *fallen angel* sia stabilmente sceso a quota 4 a settembre 2020 (erano 65 ad aprile 2020), il rischio di declassamento è destinato a persistere, tenuto conto delle emissioni record da parte delle società BBB. Appare incoraggiante il livello storico di stabilità del rating esibito da queste società, con solo un terzo che è stato ulteriormente declassato su un periodo di un anno, mentre due terzi hanno mantenuto lo stesso rating o sono state oggetto di *upgrade*. Questa tendenza si è protratta, come dimostrato dal fatto che meno del 15% dei *fallen angel* è stato ulteriormente declassato entro i primi cinque mesi, in quanto il potenziale rischio di rifinanziamento non si è concretizzato. La compressione degli *spread* si è rivelata rapida, tranne per le aziende operanti nel campo delle vendite al dettaglio, della ristorazione, dei viaggi e dell'immobiliare.

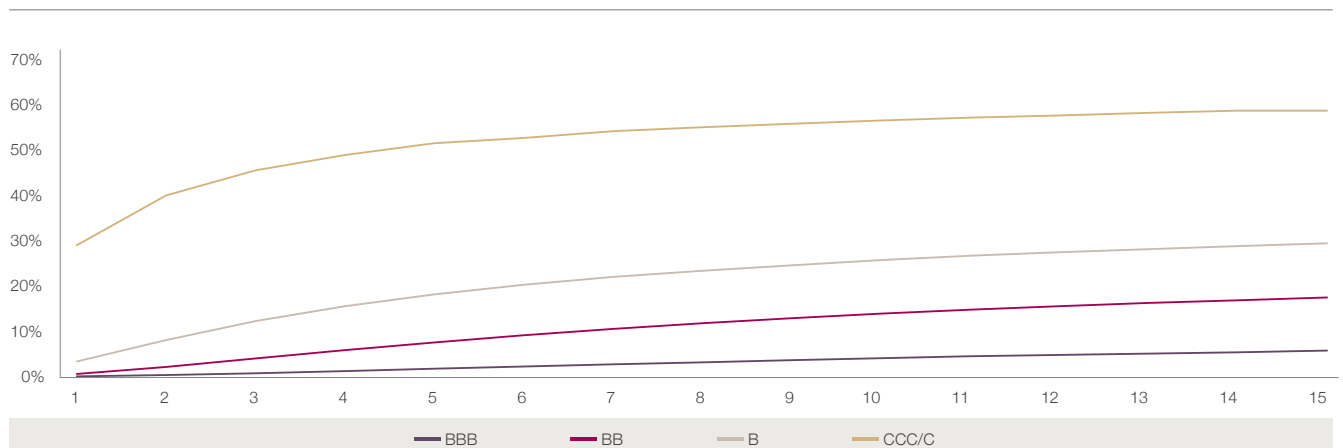
## I FATTORI TECNICI MOLTO FAVOREVOLI DOVREBBERO PORTARE IN SECONDO PIANO LE PREOCCUPAZIONI SUI FONDAMENTALI A BREVE TERMINE

Il mercato del credito è diventato un importante strumento nelle mani della Fed per scongiurare un collasso del mercato. A settembre 2020 la Fed aveva acquistato obbligazioni societarie per un totale di 4,5 miliardi di dollari, un volume ben inferiore alla capacità massima di 750 miliardi di dollari. Questo programma si è rivelato molto efficace nel tenere a bada il "rischio di coda" (ovvero il rischio di importanti perdite in uno scenario estremo). A ottobre 2020, solo il 6,7% delle obbligazioni *high yield* statunitensi scambiava a livelli inferiori a 80 centesimi di dollaro, un fortissimo calo rispetto ai livelli di marzo (più del 55% del totale).

Allo stato attuale, la Fed non aumenterà i tassi prima del 2023, andando a rafforzare ulteriormente un contesto favorevole. Gli investitori hanno accolto con favore l'annuncio del Presidente della Fed, Jerome Powell, secondo cui il rischio di uno stimolo eccessivo sarebbe basso, tenuto conto del fatto che la ripresa economica degli Stati Uniti è tutt'altro che completa. La Fed potrebbe dare prova di creatività con gli strumenti di mercato destinati a sostenere il *sentiment*. Gli investitori stanno quindi iniziando a guardare al di là di ciò che potrebbe accadere quest'anno e si stanno concentrando sul 2021 e oltre.

Gli afflussi di fondi nel mercato *high yield* statunitense resteranno probabilmente positivi per le società BB più robuste con bilanci solidi. I fondi pensionistici e infrastrutturali hanno aumentato l'esposizione ai titoli BB in un contesto di tassi d'interesse molto bassi. Molti gestori di fondi *investment grade* hanno ottenuto deroghe per la detenzione di titoli BB dopo l'ondata di *fallen angel* a marzo/aprile 2020.

GRAFICO 17: TASSI DI DEFAULT CUMULATIVI MEDI PER LE IMPRESE GLOBALI STATUNITENSIS, PER RATING, SU UN ORIZZONTE TEMPORALE DI 15 ANNI, %



Fonti: S&P, Indosuez Wealth Management.

## CATALIZZATORI POSITIVI PER IL 2021 SUL MERCATO HIGH YIELD STATUNITENSE

A novembre 2020, l'annuncio di Pfizer e BioNTech sull'efficacia al 90% di un vaccino contro il COVID-19 nella terza fase di sperimentazione ha sorpreso il mercato innescando un rialzo e potrebbe sostenere gli attivi rischiosi anche all'inizio del 2021. Benché gli studi clinici siano ancora in corso per Pfizer e altre case farmaceutiche, ravvisiamo in tutto ciò un potente catalizzatore per l'economia reale, capace di giovare senza dubbio ai fondamentali del segmento *high yield*, solitamente avvantaggiati da una ripresa ciclica unita al contesto di tassi bassi più a lungo.

Ciò detto, l'eventualità di un minor stimolo da parte del governo statunitense (sotto forma di un piano di spesa fiscale più contenuto) potrebbe ripercuotersi negativamente sugli attivi rischiosi. L'aspettativa di un vaccino potrebbe anche tradursi in una serie di opportunità di rotazione a favore dei settori ciclici, dei viaggi e del tempo libero, dei trasporti, dell'energia e dell'immobiliare commerciale, mentre alcuni venditori online potrebbero risultare svantaggiati. Gli investimenti residenziali dovrebbero beneficiare delle tendenze legate al lavoro da casa, ai tassi sui mutui storicamente bassi e a un cambiamento potenzialmente permanente della quantità di tempo che le persone trascorrono a casa.

Nel momento in cui scriviamo l'ipotesi di un Senato repubblicano sembra plausibile e potrebbe tradursi in un'evoluzione meno drastica sul fronte delle riforme sanitarie. Inoltre, un potenziale vaccino gioverebbe agli operatori sanitari, inclusi ospedali, dispositivi medici, trattamenti oculistici e odontoiatrici, il che dovrebbe condurre a una normalizzazione dell'attività e della redditività ai livelli pre-pandemia per le aziende del settore.

Ciononostante, alla luce delle persistenti incertezze, gli investitori dovrebbero rimanere prudenti e selettivi nei settori ciclici, concentrandosi sull'assunzione di rischio di credito misurabile con elevata affidabilità su società che danno prova di una buona visibilità sulla propria traiettoria di ripresa.

## SELEZIONE E CRITERI DI SELETTIVITÀ RIGOROSI

Un approccio rigoroso basato sulla selettività è fondamentale in un modello di ripresa a forma di K (o irregolare). Una volta passata la pandemia, le società potrebbero mettere a segno un rimbalzo oppure collassare:

- i cambiamenti strutturali dei comportamenti dei consumatori, il lavoro da casa e le restrizioni sociali hanno avuto effetti perturbanti e al contempo hanno creato una serie di opportunità;
- il comparto alberghiero, i giochi e il tempo libero, le vendite al dettaglio, i servizi per i consumatori e le imprese, così come i beni durevoli di grandi dimensioni sono destinati a restare esposti al rischio di *default* a breve termine dal punto di vista dei fondamentali (Grafico 18);
- la sanità e le telecomunicazioni sono le aree più avvantaggiate e dovrebbero essere le meno dipendenti dallo sviluppo di un vaccino più o meno efficace;
- le case automobilistiche con piattaforme di produzione scalabili e marchi premium conquisteranno quote di mercato nel segmento dell'elettrificazione, sostenute dai forti consumi cinesi.

A livello di società, quelle con una bassa leva finanziaria e operativa, così come quelle dotate di strategie aziendali e finanziarie efficaci per affrontare la crisi si riprenderanno più rapidamente in virtù della solidità dei rispettivi bilanci.



### SOPHIE RABRÉAUD

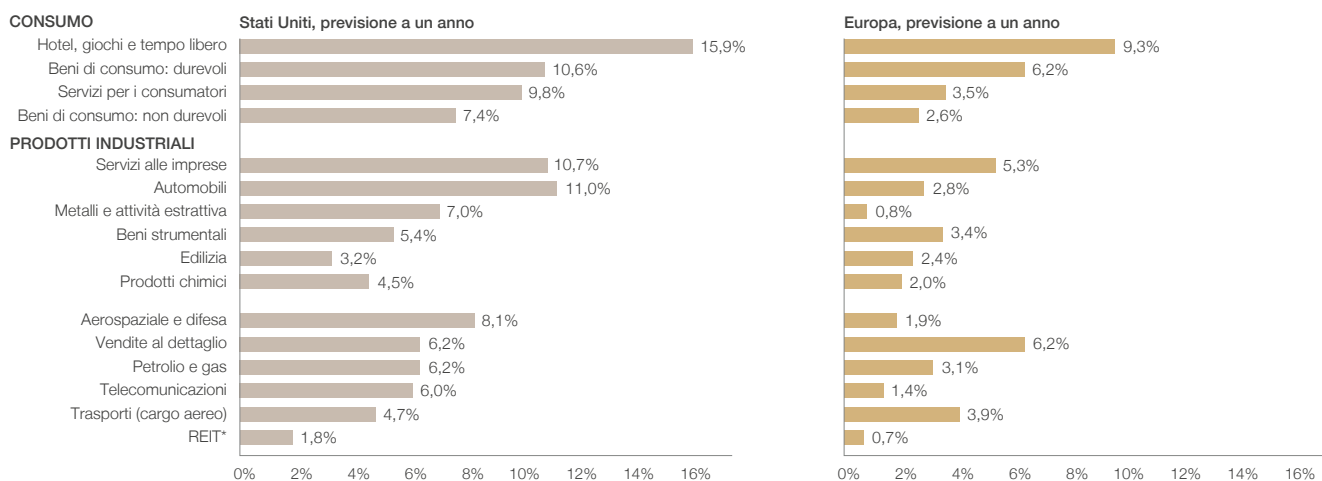
Head of Fixed Income Strategy and Research  
Asset Management  
Indosuez Wealth Management



### MAGGIE CHENG

Senior Credit Analyst  
Indosuez Wealth Management

GRAFICO 18: PREVISIONI SUI TASSI DI DEFAULT A UN ANNO PER SETTORE, %



\* Real Estate Investment Trust.  
Dati al 10.11.2020.  
Fonti: Moody's, Indosuez Wealth Management.

# RIFLETTORI SUL SETTORE TECNOLOGICO STATUNITENSE

Lo status della tecnologia come vincitrice dei mercati azionari nel contesto del covid-19 continuerà nel 2021?

Discutiamo dei punti di forza strutturali e delle prospettive di questo settore chiave con il nostro responsabile delle azioni statunitensi.

## INTERVISTA

CON MICHEL BOURGON, HEAD OF US EQUITY PORTFOLIO MANAGEMENT

**Global Outlook: Il settore tecnologico che da diversi anni rappresenta in modo significativo la crescita degli utili dell'S&P 500: stiamo assistendo a un supertrend, a un trasferimento di valore o questo riflette la redditività esponenziale delle società?**

Michel Bourgon: Anno dopo anno, gli utili delle aziende tecnologiche sono aumentati di oltre il 40%, mentre gli utili per azione dell'S&P 500, escluso il settore tecnologico, sono rimasti sostanzialmente stabili. Il differenziale di crescita tra i titoli tecnologici continua anche oggi. Attualmente siamo nel bel mezzo della stagione dei ricavi trimestrali, e mentre il consenso prevede che i ricavi della top line per l'S&P 500 diminuiranno di circa il 5% su base annua, si prevede un aumento di oltre il 20% per le cinque società *Big Tech* (cioè Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet e Facebook).

In definitiva, le aziende tecnologiche stanno beneficiando sia di un forte impulso alle vendite, che è coerente con i cambiamenti nel nostro comportamento di consumatori, sia di un alto livello di redditività.

All'interno di alcuni segmenti come l'e-commerce (che non rientra nel settore S&P 500 tech, ma piuttosto nel settore discrezionale dei consumatori), stiamo infatti assistendo a un trasferimento di valore piuttosto dirompente a scapito del retail tradizionale, tendenza che si è chiaramente amplificata dopo la crisi di COVID-19. Tuttavia, le aziende di tutti i settori stanno destinando una quota sempre maggiore dei loro investimenti in IT (quasi il 40% degli investimenti nel 2020) perché sono essenziali per il perseguimento della produttività.

**GO: Nella tecnologia statunitense, quali aree di innovazione sono attualmente più promettenti? Su quali temi avete puntato finora?**

MB: All'interno delle nostre strategie, da diversi anni privilegiamo tre temi: l'intelligenza artificiale, le attività online e i pagamenti elettronici.

Non c'è dubbio che una vera e propria rivoluzione dell'intelligenza artificiale è all'orizzonte e potrebbe portare significativi aumenti di produttività. McKinsey stima questi guadagni a +0,8% a +1,4% all'anno fino al 2065.

Quando si parla di attività online, si potrebbe essere inclini a pensare al commercio elettronico, che è e rimane un tema importante, ma questo tema include anche il lavoro da casa, lo streaming, i *social network*, ecc.

Infine, i pagamenti elettronici continuano ad essere una alternativa per le transazioni in contanti. Monete e banconote diventeranno sicuramente obsolete un giorno.

Un ultimo commento su queste grandi aree di innovazione: vale la pena di notare che erano già molto dinamiche prima della crisi sanitaria, che non ha fatto altro che accelerare la loro crescita.

Al contrario, le nostre strategie rimangono meno investite nel settore delle auto elettriche, che sembra avere valutazioni elevate ed essere molto più ad alta intensità di capitale. Di conseguenza, la visibilità sulla generazione di flussi di cassa è inferiore.

I maggiori  
investimenti  
nell'intelligenza  
artificiale  
provengono dalle  
*Big Tech*

**GO: In quali settori vi aspettate di vedere un rischio significativo di *disruption*? Le aziende *Big Tech* possono facilmente espandere le loro attività in nuovi settori?**

MB: Se prendiamo solo l'esempio dell'intelligenza artificiale, nessuna delle società *Big Tech* era originariamente attiva in questo segmento, eppure i maggiori investimenti sono stati fatti proprio da questi stessi operatori. Per loro, questa è una situazione ideale. Si tratta di aziende altamente redditizie che hanno un eccesso di liquidità e vedono in questo una nuova fonte di opportunità di crescita.

Più in generale, la sfida per questi attori (e quindi per i regolatori) si riduce alla questione della monetizzazione dei dati e alla capacità di controllare un ecosistema, come dimostra la disputa tra l'editore di giochi Epic Games e Apple sulla condivisione dei ricavi.



Cupertino, Stati Uniti

**GO: La tecnologia non è solo FAANG, ma riflette la transizione dell'intera economia verso il digitale e le trasformazioni che tutte le aziende stanno subendo. Come influisce questa tendenza sugli altri settori?**

MB: Da diversi anni, gli aumenti di produttività provengono principalmente dalla tecnologia e i *Big Tech* non sono chiaramente gli unici beneficiari: la digitalizzazione è una tendenza in ogni settore. Prendiamo l'esempio della finanza. Le capitalizzazioni di mercato aggregate di Visa e MasterCard superano attualmente quelle delle sei maggiori banche statunitensi. I due *leader* dei pagamenti hanno solo 38.000 dipendenti contro più di un milione per le prime sei banche statunitensi.

La recente crisi di COVID-19 ha scosso le cose. Due mondi si stanno affrontando. Da un lato, alcune aziende contrarie al cambiamento vogliono semplicemente riprendere le loro attività di *pre-lockdown* come se non fosse successo nulla. Dall'altro lato, le aziende che vedono questi cambiamenti come un'enorme opportunità per migliorare la loro produttività. I sondaggi mostrano che più di un terzo delle aziende stanno ora cercando di ridurre i loro uffici. Questo tipo di decisione potrebbe essere vista come una semplice scelta strategica, ma le aziende che non optano per questa nuova struttura di lavoro dovranno sicuramente affrontare sfide significative rispetto ai concorrenti con strutture di costo più basse. Si noti che i maggiori beneficiari del lavoro - da casa e dell'e-commerce - hanno continuato a crescere anche dopo la fine del blocco. Per contro, le scorte di immobili per uffici e commerciali rimangono sotto pressione. Secondo l'esperto immobiliare Jones Lang LaSalle, il tasso di occupazione degli uffici è dell'86% negli Stati Uniti nel complesso. Nella sua analisi specifica di Charlotte (dove si trova la sede delle sei maggiori banche statunitensi), il tasso di occupazione degli uffici è ufficialmente del 90%, ma in realtà meno del 20% dei dipendenti è attualmente presente in loco.

**GO: Torniamo al modello di queste società. In che modo sta alterando la nostra comprensione della loro redditività?**

MB: Il modello può essere definito come la creazione di un mercato o di un ecosistema che presenta determinate caratteristiche, ad esempio:

- redditività esponenziale una volta raggiunto il punto di pareggio e stabilito un vantaggio competitivo;
- quote di mercato quasi monopolistiche (chi vince si porta a casa tutto);
- elevate barriere all'ingresso a causa di importanti investimenti iniziali;
- un modello di costo basato più su investimenti fissi che su costi ricorrenti (e in particolare costi molto più contenuti per i dipendenti);
- la capacità di creare un ecosistema caratterizzato da un sistema di condivisione di valori che agisce ampiamente a loro favore al fine di rendere un prodotto disponibile sulla loro piattaforma.

Per gli investitori, comprendere questi modelli significa essere in grado di analizzare, nel corso del tempo, il ciclo di creazione ed estrazione di valore da una società, fenomeno che possiamo evincere chiaramente dall'andamento passato dei risultati di un attore come Amazon, benché la sua redditività provenga essenzialmente dal *cloud* (Amazon Web Services).





San Francisco, Stati Uniti

**GO: La tecnologia statunitense ha cambiato il suo modello di business nell'ultimo decennio e questo come influisce sul modo in cui valutiamo queste aziende?**

MB: Nella finanza, noi valutiamo un'attività attualizzando gli utili futuri. Questo metodo viene utilizzato per tutti i tipi di attività: immobili, obbligazioni e azioni. Per le azioni, i guadagni futuri sono spesso molto incerti. Tuttavia, quando la maggior parte dell'attività di un'azienda si basa su un modello costante di ricavi la visibilità sui guadagni futuri aumenta e questo porta generalmente a una significativa rivalutazione. Queste azioni sono spesso chiamate *proxy* delle obbligazioni perché i guadagni generati sono "prevedibili" e i livelli dei tassi d'interesse sono fondamentali per la loro valutazione.

Il numero di aziende che adottano questo modello è in crescita (e non solo nel settore tecnologico). Questa tendenza è particolarmente forte nel settore del *software*. Prendiamo l'esempio più noto, Microsoft: meno del 10% dei suoi ricavi sono stati ricorrenti nel 2000 contro più del 60% di oggi. Con un tale cambiamento, è ancora opportuno confrontare il *price/earnings* storico con il *price/earnings* attuale?

Meno del 10%  
dei ricavi di Microsoft  
era di natura ricorrente  
nel 2000, mentre oggi  
supera il 60%

**GO: Parliamo delle posizioni dei candidati sulla tecnologia e delle rispettive agende su questo tema: quali sono gli aspetti salienti? Inoltre, dovremmo preoccuparci del rischio di maggiori pressioni politiche sul tema della concorrenza?**

MB: È bene notare che solo quattro anni fa, all'elezione di Donald Trump, gran parte degli investitori identificava il settore tecnologico come il potenziale grande perdente. In molti casi i titoli tecnologici erano in mano a liberali progressisti e orientati alla globalizzazione, tra cui alcuni ambientalisti, che avevano finanziato la campagna democratica e non sostenevano il programma di Trump. Gli investitori temevano che Trump avrebbe tentato di mettere i bastoni tra le ruote a un settore ritenuto troppo potente e ostile nei confronti della sua agenda. Alla fine la tecnologia si è dimostrata vincitrice, e non solo grazie ai tagli delle imposte. In poche parole, questo fatto potrebbe essere la conferma che le tendenze secolari su cui i titoli tecnologici hanno costruito la loro fortuna sono più forti del rumore politico di breve durata.

Sul fronte normativo, facciamo presente che l'IT è uno dei settori meno regolamentati, molto meno del comparto manifatturiero, della sanità e delle banche. Il motivo è semplice: si tratta di attività più recenti. La regolamentazione rappresenta chiaramente un vincolo che rischia di essere inasprito, capace di comportare costi aggiuntivi e quindi di aumentare la pressione sui margini. Ma paradossalmente le normative hanno anche la capacità di creare barriere all'ingresso. Uno studente da solo nella sua stanza sarebbe in grado di creare il prossimo grande *social network* se deve monitorare tutto ciò che succede sulla sua piattaforma e garantire l'osservanza dei regolamenti sui dati personali? Probabilmente no.

Infine, se le autorità di regolamentazione decidessero di costringere le società a frazionare le loro attività, ciò non comporterebbe necessariamente un rischio per gli azionisti. Ad esempio, eBay è riuscita a separarsi da PayPal senza distruggere il valore. Anzi, è avvenuto piuttosto il contrario.

Per riassumere, le due grandi minacce potrebbero essere l'aumento delle tasse e la limitazione della capacità di diversificare, ma il rischio di un vero e proprio attacco ai *leader* tecnologici sembra altamente improbabile, specialmente alla luce dei problemi sottostanti tra Stati Uniti e Cina.

**GO: In effetti, la tecnologia è al centro della rivalità cinese-americana: la *leadership* statunitense è minacciata in questo caso, in particolare se la pressione politica sul settore dovesse intensificarsi?**

MB: Sia la Cina che gli Stati Uniti aspirano ad essere la potenza mondiale dominante nei prossimi anni, e questo non sarà possibile se non domineranno il settore informatico. Gli attori tecnologici statunitensi continuano a fare questa argomentazione alle autorità politiche per sottolineare il rischio di un mondo potenzialmente dominato dagli attori tecnologici cinesi. La questione di fondo è chiaramente la riservatezza dei dati di individui, aziende e governi. La questione va oltre il quadro economico ed è una questione geostrategica che probabilmente protegge gli attori statunitensi dalla forte tentazione di regolamentare. In sintesi, per gli investitori, la teoria della dimensione strategica della tecnologia è rafforzata solo da questa rivalità e dalla portata degli investimenti in questo settore.

**GO: Il settore tecnologico viene regolarmente criticato anche per il suo impatto ambientale. Può affrontare questo punto e dirci come lo integra?**

MB: I data center sono, infatti, ampiamente criticati dai media per il consumo di grandi quantità di energia e l'utilizzo dei dati è salito alle stelle negli ultimi anni. Tuttavia, tale affermazione dovrebbe probabilmente essere qualificata perché dobbiamo ricordare che il settore dei data center è diventato un emittente di *green bond*; è anche un settore in cui sono stati fatti progressi tecnici e si è perseguita l'efficienza energetica e la produzione di energia. È possibile che i data center saranno a zero emissioni di carbonio prima di avere auto pulite. Ricordate quindi che il settore tecnologico non si limita alle *Big Tech*, ma comprende anche molti innovatori in campo ambientale e sanitario.



**MICHEL BOURGON**

Head of US Equity Portfolio Management  
Indosuez Wealth Management



Shanghai, Cina

# PRIVATE EQUITY: LA NUOVA FACCIA DEL CAPITALISMO STATUNITENSE

Rispetto al 2009, oggi il capitale raccolto da fondi di *Private Equity* e *venture capital* ha superato quello proveniente dai mercati azionari tradizionali.

Il *Private Equity* statunitense è saldamente ancorato alla trasformazione finanziaria, operativa e digitale delle imprese: è il cuore del moderno capitalismo a stelle e strisce.

Il capitalismo statunitense ha affrontato negli ultimi 25 anni un cambiamento senza precedenti nel suo modello aziendale di finanziamento e comunicazione con l'emergere del *Private Market*, e soprattutto del *Private Equity*. Questa trasformazione, spesso sconosciuta, è tuttavia, per la sua ampiezza, un fattore fondamentale nell'evoluzione dell'*asset allocation* degli investitori a lungo termine negli Stati Uniti.

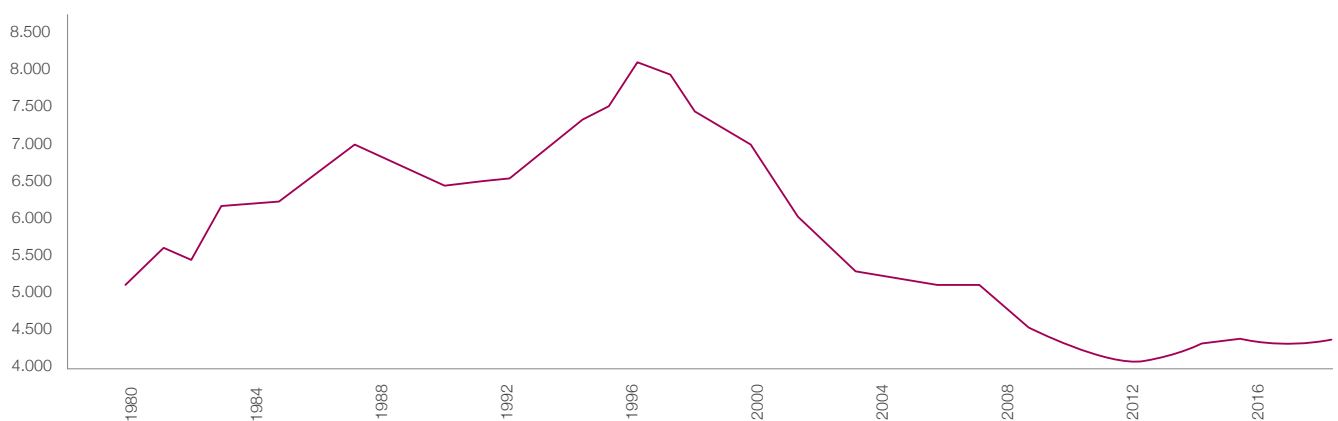
In realtà, il numero di società pubbliche statunitensi è sceso dal picco storico del 1997 (7.300) a meno di 3.700 nel 2019. È nel segmento delle piccole e medie imprese che tale evoluzione è la più marcata, dal momento che quasi il 90% di queste società è stato semplicemente reso privato e quotato in borsa (grafico 19). Nello stesso periodo, si stima che il numero di aziende statunitensi sostenute da fondi di *Private Equity* o di *venture capital* sia aumentato da meno di 1.000 a più di 8'000. Dal 2009, i capitali raccolti da fondi di *Private Equity* e *venture capital* sono ora più numerosi rispetto ai tradizionali mercati azionari pubblici. Nel 2017, le aziende hanno raccolto quasi 3.000 miliardi di dollari USA sui mercati privati rispetto a soli 1.500 miliardi sui mercati pubblici<sup>20</sup>.

## IL PRINCIPALE STRUMENTO PER LA RACCOLTA DEL CAPITALE

L'ingente trasferimento di fondi e attivi tra mercati pubblici e privati è misurabile anche a livello di *asset allocation* degli investitori più sofisticati, quali fondi pensione e assicurazioni miste statunitensi, la cui allocazione nel *Private Equity* ha attualmente raggiunto il 17,2%<sup>21</sup> rispetto a meno dell'1% alla fine del secolo scorso.

Gli attivi di *Private Equity* statunitensi sono lievitati di nove volte in meno di 25 anni<sup>22</sup> fino a raggiungere un volume attuale di quasi 2.000 miliardi di dollari. Questa crescita strutturale ha reso possibile l'ascesa di giganti degli investimenti con sede negli Stati Uniti e con ramificazioni mondiali, come KKR, Blackstone, Carlyle o Bain Capital, che di fatto hanno in mano una porzione dell'economia statunitense e delle sue risorse imprenditoriali. Non sorprende certo che il loro status regolamentare, fiscale e societario ultimamente sia finito sempre più nel mirino dell'opinione pubblica e sia stato oggetto di discussione al Congresso americano e durante l'ultima campagna presidenziale<sup>23</sup>.

GRAFICO 19: USA, NUMERO DI SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA



Fonti: Globaleconomy.com, Indosuez Wealth Management.

20 - MorganStanley, 2020.

21 - Prequin, Alternatives Report 2020.

22 - Pitchbook, 2020.

23 - Camera dei rappresentanti, Sessione 11-19, "America for Sale: An examination of the practices of Private Equity".



Chicago, Stati Uniti

È chiaro che il *Private Equity* ha semplicemente "anticipato" gran parte delle medie imprese statunitensi in crescita e in particolare il potenziale di creazione di valore sottostante. Ciò che lega Google, Facebook o Uber è il ruolo decisivo che il *Private Equity* ha svolto nel loro *start-up* e nel loro finanziamento. Oltre il 90% delle IPO e la metà delle *delisting* da pubblico a privato riguardano oggi le aziende statunitensi inizialmente sostenute o controllate da fondi di *Private Equity* e di venture capital.

## I VANTAGGI DEL PRIVATE EQUITY

Ci sono diverse ragioni che possono spiegare questo profondo cambiamento. La pressione dei risultati trimestrali e l'onere normativo e operativo di una quotazione pubblica in borsa hanno costretto un gran numero di imprenditori a mantenere le loro imprese private più a lungo e questo facendo affidamento su fonti di finanziamento alternative fornite da fondi di *Private Equity*, e questo in ogni fase del loro sviluppo. Questo fenomeno è particolarmente visibile nelle aziende tecnologiche americane la cui quotazione avviene in media solo dopo 12 anni rispetto agli 8 anni precedenti<sup>24</sup>.

Attuando strategie di trasformazione operativa, ottimizzando il capitale impiegato e perseguendo orizzonti di investimento lunghi, negli ultimi 20 anni i fondi di *Private Equity* statunitensi sono stati in grado di realizzare investimenti che hanno offerto agli investitori rendimenti superiori di un fattore di 1,2 in media rispetto all'S&P 500<sup>25</sup>.

Infine, la disintermediazione bancaria dopo la crisi del 2008 (con la comparsa di fondi di private debt, le cui consistenze in essere sono triplicate) e l'espansione del mercato secondario (che ha raggiunto quota 80 miliardi di dollari nel 2019 a fronte di meno di 20 miliardi un decennio prima<sup>26</sup>) hanno offerto fonti di finanziamento alternative ai fondi di *Private Equity* statunitensi e liquidità crescente ai loro investitori.

Questo ecosistema, che combina fonti di finanziamento di capitale proprio e alternativo, ha aumentato la liquidità e i volumi critici, permettendo al *Private Equity* di dare una nuova faccia al capitalismo USA, liberandosi al contempo dai mercati di capitale tradizionali e costruendo un circolo virtuoso di autonomia capace di attrarre un numero crescente di nuovi talenti.

In virtù dei suoi volumi e della diffusione del suo modello, il *Private Equity* statunitense appare saldamente ancorato al crocevia della trasformazione finanziaria, operativa e digitale delle imprese a stelle e strisce. Una realtà che gli investitori a lungo termine non possono più ignorare nella costruzione della loro *asset allocation*.



**OLIVIER CARCY**

Global Head of Asset Management  
Indosuez Wealth Management

24 - MorganStanley, 2020.

25 - Fonti: Prequin and Indosuez, PME Index.

26 - Alpinvest, 2020 Secondaries Report.



Utah, Stati Uniti

# SCENARIO D'INVESTIMENTO

La questione chiave per gli investitori in questa situazione sanitaria caotica e all'alba di una nuova presidenza alla Casa Bianca è capire se questo nuovo contesto abbia il potenziale di cambiare le prospettive delle principali *asset class*.

## **Il primo approccio potrebbe essere quello di cercare risposta a una serie di domande sul contesto internazionale:**

questo decennio sarà meno controverso e più facile da capire? Le tensioni geopolitiche e commerciali si placcheranno, permettendo agli investitori di pianificare più facilmente il futuro? A tale riguardo, siamo dell'idea che il contesto che si va delineando resti generalmente favorevole per gli investimenti in Paesi Emergenti. L'orientamento accomodante della Federal Reserve, l'indebolimento del dollaro e una presidenza meno aggressiva sul fronte delle tensioni commerciali potrebbero facilmente agevolare il ritorno dei flussi di capitale nella regione. I paesi asiatici beneficeranno a loro volta di una ripresa significativa della crescita in Cina, da cui dipende in misura piuttosto importante l'espansione del resto dell'Asia. Infatti, la regione Asia-Pacifico rappresenta quasi il 50% del commercio estero della Cina. In Asia, la Cina sta emergendo in modo sempre più chiaro come la vincitrice di questa emergenza sanitaria e beneficiaria principale del cambio di toni alla Casa Bianca, benché convenga non sopravvalutare le buone intenzioni di Joe Biden nei confronti di Pechino. È infatti molto più facile che cambi lo stile più che la sostanza.

**La seconda domanda potrebbe riguardare le implicazioni delle prospettive sulla crescita per gli investitori.** A livello mondiale, il balzo della crescita atteso nel 2021 riflette sostanzialmente un notevole effetto base (rispetto a un anno che è stato messo in ginocchio dal *lockdown* nella primavera del 2020) ma non dovrebbe eclissare le incertezze che pesano sulla ripresa e le debolezze accumulate in seguito a questa pandemia. La ripartenza appare quindi più graduale nei paesi in cui l'emergenza sanitaria è ancora forte, come l'Europa, e più veloce in Asia, soprattutto in Cina.

**La terza domanda potrebbe riguardare il *mix* di politiche sviluppato in un contesto di grave recessione e di ripresa incerta in tutte le grandi economie,** come abbiamo descritto nello scorso Global Outlook (secondo semestre 2020). Questo *mix* segna una rottura con il passato, poiché a una politica monetaria accomodante quasi strutturale si unisce ora una politica fiscale espansionistica. La Fed ha rivisto la propria politica inflattiva e al momento prospetta tre anni senza incrementi dei tassi, anche se l'inflazione dovesse superare il 2%.

Le elezioni americane non fanno altro che consolidare questa tendenza: benché sia difficile che il piano di stimoli fiscali proposto da Biden superi il Senato senza modifiche, le emergenze economiche e sociali scaturite dalla pandemia dovrebbero giustificare una serie di nuove misure fiscali.

Questo contesto dovrebbe mantenere i tassi d'interesse a breve termine ancorati su livelli molto bassi a lungo e dovrebbe quindi favorire i *risky asset*, che però esibiranno rendimenti modesti:

- le società continueranno a beneficiare di misure di sostegno ai fatturati e potranno continuare ad accedere a fondi per finanziare in parte la cassa integrazione, sostenendo così i risultati e limitando le bancarotte;
- ciò è emerso in maniera più evidente dalla stagione degli utili del terzo trimestre. Una percentuale molto alta di società ha pubblicato risultati superiori alle aspettative di mercato, benché i dati rimangano comunque al di sotto dei livelli pre-COVID-19;
- le banche centrali continueranno a iniettare liquidità e a comprimere i premi per il rischio del mercato obbligazionario incrementando ed espandendo i propri bilanci con l'inclusione di obbligazioni societarie, consentendo così il rifinanziamento delle imprese;
- tuttavia, occorre tenere presente che i tassi di *default* delle imprese continueranno a salire nel 2021 in diversi settori, anche se la distribuzione di un vaccino potrebbe migliorare le prospettive di rischio. Alla luce di ciò, questo contesto rappresenta sia un motivo di prudenza per gli investitori *high yield*, sia una fonte di nuove opportunità per il segmento del debito;
- i tassi bassi producono l'effetto di spingere automaticamente al rialzo i prezzi, incentivando gli investitori provenienti dal mondo obbligazionario a cercare rendimenti tra gli *asset* più rischiosi;
- inoltre, è probabile che questo contesto di investimento continui ad essere propizio per gli *asset* sostenuti da un facile accesso al credito a basso costo, in particolare nell'immobiliare residenziale.



Los Angeles, Stati Uniti

Ciononostante, non bisogna perdere di vista un importante fattore di rischio, ovvero il pericolo di cambiamenti a livello del sistema di tassazione delle imprese e il loro impatto sui mercati. Nel suo programma economico, Biden ha proposto un incremento dell'aliquota d'imposta sulle società di 7 punti, il che spazzerebbe via parte della riforma fiscale di Trump. Queste misure hanno poche chance di vedere la luce del giorno, almeno nella misura proposta, e sembra più plausibile un aumento più generalizzato del salario minimo. Tale mossa potrebbe intaccare la redditività delle imprese e frenare la valutazione delle azioni statunitensi, che negli ultimi anni hanno esibito una forte crescita della redditività, trainata essenzialmente da una politica fiscale favorevole e da un contesto monetario accomodante.

Un altro rischio riguarda la possibilità che questa politica economica inneschi un irripidimento dei rendimenti superiore alle attese. Un aumento moderato dei rendimenti a lungo termine come quello di settembre/ottobre 2020 non è sufficiente per mettere in difficoltà il mercato, ma potrebbe invece provocare una rotazione settoriale. Per contro, se la forza della ripresa e l'andamento dei salari (non appena il tasso di disoccupazione sarà tornato su livelli contenuti) dovessero generare un incremento dell'inflazione anche solo moderato, è ipotizzabile che gli investitori venderanno in massa le obbligazioni a lungo termine. Tuttavia, vi sono due motivi per adottare una prospettiva meno perentoria rispetto a questo rischio. Innanzitutto, occorrerà probabilmente un paio d'anni prima che il tasso di disoccupazione torni al livello del 2019, il che potrebbe eliminare il rischio di inflazione salariale; in secondo luogo, la messa in discussione del piano di stimoli di Biden da parte di un Senato repubblicano riduce le probabilità di un'accelerazione della crescita dell'inflazione. È comunque possibile che un piano di misure moderato risulti sufficiente per risvegliare la rotazione settoriale di inizio autunno 2020 a favore dei titoli ciclici. Il tema della relazione tra crescita e inflazione assumerà probabilmente maggiore importanza tra 2-3 anni e potrebbe riaccendere il dibattito sul controllo della curva dei rendimenti da parte della Federal Reserve.

Gli investitori hanno inoltre motivi per mettere in dubbio la sostenibilità del debito sovrano sul lungo periodo, specialmente con riferimento al piano di Biden. Se venisse realizzato, quest'ultimo continuerebbe a fare lievitare l'indice di indebitamento degli Stati Uniti e costringerebbe la Fed a monetizzare ulteriormente il debito del Tesoro americano, provocando una pressione ribassista moderata, ma strutturale sul dollaro. Sul lungo periodo, il suo ruolo di valuta di riserva per eccellenza potrebbe essere messo in discussione da altre valute, come l'euro o il renminbi.

Al termine di un anno rivelatosi positivo per i titoli tecnologici (le società collegate al tema "io resto a casa" e allo *smart working*), vi sono motivi per ritenere che questa tendenza si protrarrà? La nuova presidenza degli Stati Uniti riuscirà in qualche modo a innescare un ribilanciamento tra economia fisica e virtuale? A tale riguardo, siamo dell'idea che la minaccia *antitrust* sui titoli tecnologici sia stata probabilmente sopravvalutata e che la situazione sanitaria non sia facendo altro che intensificare una tendenza strutturale e molto potente di distruzione creativa<sup>27</sup>.

Queste fasi di distruzione creativa in un periodo di crescita più contenuta aiutano ad accelerare la trasformazione del capitalismo, una situazione da cui il *Private Equity* può trarre vantaggio. L'esigenza per molti gruppi di cambiare modello e liquidare *asset* e per altri di adottare una prospettiva d'investimento più a lungo termine con un dialogo costruttivo tra azionariato e amministratori ha il potenziale di favorire questa *asset class*, che è già popolare tra gli investitori istituzionali e sta riscuotendo un crescente successo tra i soggetti facoltosi (*High Net Worth Individual*).

27 - Joseph Schumpeter (1942) descrive la distruzione creativa come il "processo di mutazione industriale che rivoluziona senza sosta la struttura economica dall'interno, distruggendo incessantemente quella vecchia e creandone incessantemente una nuova"

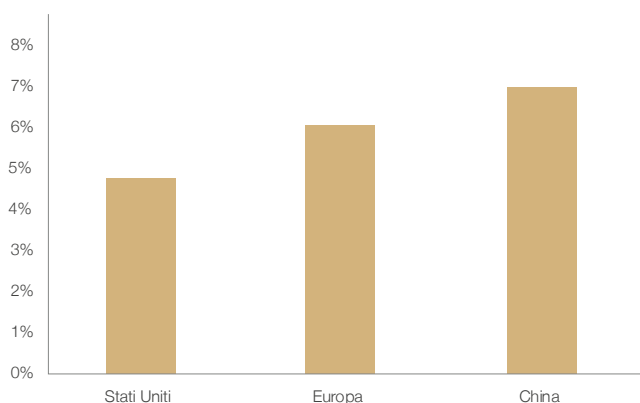


Per concludere, questo contesto appare favorevole per gli investitori orientati al lungo periodo, capaci di guardare oltre le oscillazioni di breve durata e di basare la loro *asset allocation* su prospettive realistiche a fronte di rendimenti più modesti a lungo termine, ma anche sull'idea di una crescita fondata su tematiche di trasformazione secolari. La classe media emergente, la transizione ambientale, gli sviluppi in campo sanitario e demografico e la rivoluzione digitale resteranno pertanto temi cruciali in cui investire a livello globale, eventualmente con un orientamento meno pronunciato agli Stati Uniti e un'esposizione più consistente sui mercati emergenti (grafici 20 e 21).



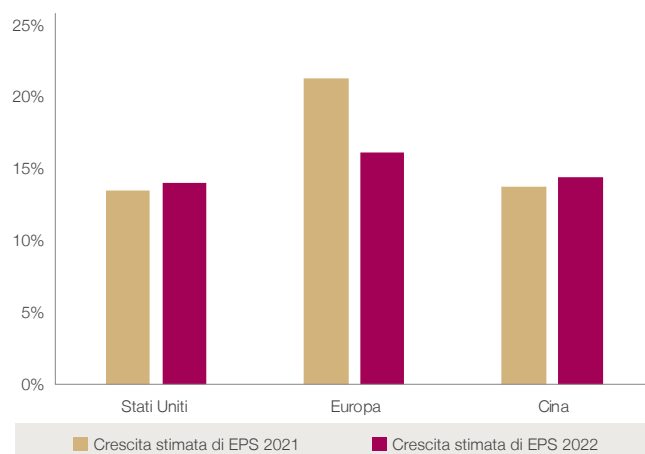
**VINCENT MANUEL**  
Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth Management

**GRAFICO 20: RENDIMENTO DEGLI UTILI 2021, STIMATO, %**



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

**GRAFICO 21: CRESCITA STIMATA DI EPS, %**



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





New York, Stati Uniti

# TABELLE DELLE PERFORMANCE

TABELLA 3: PERFORMANCE ANNUALE DEL REDDITO FISSO, VALUTA LOCALE, %

OBBLIGAZIONI CORPORATE	2016	2017	2018	2019	Dal 01.01 al 03.12.2020
Titoli di Stato dei Mercati emergenti	6,29%	12,49%	-10,62%	1,88%	-0,48%
Titoli di Stato USA	1,11%	1,10%	1,41%	5,22%	5,75%
Titoli di Stato EURO	1,86%	0,39%	0,40%	3,16%	2,07%
Titoli corporate High yield in EUR	8,14%	4,82%	-3,37%	9,55%	0,97%
Titoli Corporate High yield in USD	15,31%	6,32%	-1,48%	14,65%	2,93%
Titoli Corporate dei Mercati emergenti	7,61%	2,84%	-6,89%	9,11%	1,95%

TABELLA 4: PERFORMANCE ANNUALE DEI TASSI DI CAMBIO, PREZZI SPOT, %

VALUTE	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Dal 01.01 al 03.12.2020
EUR/CHF	-15,70%	-2,71%	-0,74%	1,63%	-1,99%	-9,54%	-1,48%	9,16%	-3,82%	-3,55%	-0,14%
GBP/USD	-3,45%	-0,44%	4,58%	1,86%	-5,92%	-5,40%	-16,26%	9,51%	-5,62%	3,94%	0,50%
USD/CHF	-9,66%	0,31%	-2,42%	-2,46%	11,36%	0,78%	1,69%	-4,39%	0,80%	-1,58%	-5,97%
EUR/USD	-6,54%	-3,16%	1,79%	4,17%	-11,97%	-10,22%	-3,18%	14,15%	-4,48%	-2,22%	6,37%
USD/JPY	-12,80%	-5,19%	12,79%	21,39%	13,74%	0,37%	-2,71%	-3,65%	-2,66%	-0,98%	-3,96%

TABELLA 5: PERFORMANCE ANNUALE DELLE MATERIE PRIME, VALUTA LOCALE, %

MATERIE PRIME	2016	2017	2018	2019	Dal 01.01 al 03.12.2020
Barra d'acciaio (CNY/Mt)	60,46%	42,69%	-8,19%	-1,91%	10,48%
Oro (USD/Oncia)	8,14%	13,53%	-1,56%	18,31%	17,11%
Greggio WTI (USD/Barile)	45,03%	12,47%	-24,84%	34,46%	-25,75%
Argento (USD/Oncia)	15,84%	7,23%	-9,36%	15,32%	25,74%
Rame (USD/Mt)	17,65%	30,92%	-17,69%	3,50%	22,77%
Gas naturale (USD/MMBtu)	59,35%	-20,70%	-0,44%	-25,54%	31,66%

TABELLA 6: PERFORMANCE ANNUALE DEGLI INDICI AZIONARI, ESCLUSI I DIVIDENDI, VALUTA LOCALE, %

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Dal 01.01 al 03.12.2020	
20,89%	0,00%	19,42%	51,46%	51,66%	9,93%	27,92%	38,71%	-6,24%	36,07%	21,08%	MIGLIORI
16,99%	-5,55%	18,01%	29,60%	11,39%	6,79%	16,44%	34,35%	-9,27%	28,88%	14,87%	+
16,36%	-7,62%	17,71%	24,09%	8,08%	5,58%	14,43%	21,78%	-10,44%	25,19%	12,10%	
12,78%	-11,34%	15,15%	17,37%	4,35%	-0,73%	9,54%	20,96%	-12,48%	23,16%	9,53%	
12,07%	-18,94%	14,37%	14,43%	2,92%	-2,74%	8,57%	20,83%	-13,24%	15,42%	8,11%	
9,55%	-19,16%	13,40%	0,61%	2,23%	-4,93%	5,32%	20,11%	-16,31%	15,37%	1,95%	
9,00%	-20,41%	13,18%	-5,03%	-2,71%	-11,31%	2,87%	19,69%	-16,57%	15,21%	-6,37%	
8,63%	-21,92%	7,55%	-7,65%	-4,62%	-16,96%	-1,20%	19,42%	-17,80%	13,71%	-15,19%	
-0,97%	-22,57%	5,84%	-8,05%	-14,78%	-22,37%	-1,85%	7,68%	-18,71%	12,10%	-16,92%	
-12,51%	-25,01%	5,43%	-15,72%	-17,55%	-32,92%	-11,28%	7,63%	-25,31%	11,20%	-24,71%	PEGGIORI

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

Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

La performance passata non è una garanzia di risultati futuri.



# PRESENZA INTERNAZIONALE

## LA NOSTRA STORIA

Forti di oltre 140 anni di esperienza nell'advisory a famiglie e imprenditori in tutto il mondo, mettiamo a loro disposizione consulenza finanziaria qualificata e un servizio personale di eccellenza.

Proponiamo un approccio su misura che consente a ogni cliente di costruire, proteggere e trasmettere il proprio patrimonio.

Offriamo un servizio realmente personale in sintonia con le esigenze dei clienti che, unito alla solidità finanziaria e alle competenze complementari del Gruppo Crédit Agricole, uno dei 10 principali attori bancari nel mondo, genera un approccio unico alla creazione di valore per imprenditori e famiglie in tutto il mondo.

## INDOSUEZ WEALTH MANAGEMENT

In Indosuez Wealth Management uniamo una tradizione straordinariamente ricca, basata su relazioni di lungo termine, a competenze di punta e alla nostra rete finanziaria internazionale.

## AMERICA

### MIAMI

600 Brickell Avenue, 37<sup>th</sup> Floor  
Miami, FL 33131 - Stati Uniti  
Tel. +1 305 375 7800

### MONTEVIDÉU

World Trade Center, Torre III - Piso 15 - Of. 1576  
Av. Luis A. de Herrera 1248,  
11300 Montevideú - Uruguay  
Tel. +598 2623 4270

### SAN PAULO

Av. Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3° andar,  
Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132 - Brasile  
Tel. +5511 3896 6300

## ASIA PACIFICO

### HONG KONG RAE

29<sup>th</sup> floor Two Pacific Place 88 Queensway - Hong Kong  
Tel. +852 37 63 68 68

### NUMEA

Le Commodore - Promenade Roger Laroque, Anse Vata  
98800 Numea - Nuova Caledonia  
Tel. +687 27 88 38

### SINGAPORE

168 Robinson Road #23-03 Capital Tower  
Singapore 068912  
Tel. +65 64 23 03 25

## EUROPA

### BRUXELLES

Chaussée de la Hulpe 120 Terhulpssteenweg  
1000 Bruxelles - Belgio  
Tel. +32 2 566 92 00

### GINEVRA

Quai Général-Guisan 4  
1204 Ginevra - Svizzera  
Tel. +41 58 321 90 90

### LUSSEMBURGO

39, Allée Scheffer  
2520 Lussemburgo  
Tel. +352 24 67 1

### MADRID

Paseo de la Castellana 1  
28046 Madrid - Spagna  
Tel. +34 91 310 99 10

### MILANO

Piazza Cavour 2  
20121 Milano - Italia  
Tel. +39 02 722 061

### MONACO

11, Boulevard Albert 1<sup>er</sup>  
98000 Monaco  
Tel. +377 93 10 20 00

### PARIGI

17, Rue du Docteur Lancereaux  
75008 Parigi - Francia  
Tel. +33 1 40 75 62 62

## MEDIO ORIENTE

### ABU DHABI

Zahed The 1<sup>st</sup> Street- Al Muhairy Center  
Office Tower, 4<sup>th</sup> Floor,  
PO Box 44836 Abu Dhabi  
Tel. +971 2 631 24 00

### DUBAI

The Maze Tower – Level 13 Sheikh Zayed Road  
PO Box 9423 Dubai  
Tel. +971 4 350 60 00

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.

# 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 netto 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 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 2000.

**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 stabilite flussi di denaro determinati applicando a uno stesso capitale due tassi diversi, uno variabile e uno fisso. Gli swap possono essere utilizzati per adottare posizioni speculative o per proteggersi dai rischi finanziari.

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

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

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

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

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

## DICHIARAZIONE DI ESCLUSIONE DI RESPONSABILITÀ

Il documento dal titolo "Global Outlook" ("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 (Brazili) SA DTMV 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 DTMV, Av. Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3<sup>o</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.

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

Crediti fotografici: iStock.

Finito di redigere il 30.11.2020.