

# GLOBAL OUTLOOK 2020

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING – SECONDO SEMESTRE 2020  
DOCUMENTO DI MARKETING

## IL POLICY-MIX DOPO IL COVID-19: UN CAMBIAMENTO DI REGIME?



**FOCUS**  
AMBIZIOSE POLITICHE ECONOMICHE

**PROSPETTIVE MACROECONOMICHE**  
RIPRESA PROGRESSIVA

# INDICE

---

## 4 SOMMARIO ESECUTIVO

L'AVVENTO DI UN NUOVO PARADIGMA?

---

## 7 FOCUS

7 SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO DOPO IL COVID-19

10 POLICY-MIX, GOVERNANCE E COORDINAMENTO

12 POLICY-MIX NELLA ZONA EURO

14 COSA ASPETTARSI NEL POST PANDEMIA

---

## 17 PROSPETTIVE MACROECONOMICHE

17 L'ECONOMIA MONDIALE IN CRISI

20 GLI STATI UNITI E LE ELEZIONI CRUCIALI

24 CINA E LA REGIONE ASIA-PACIFICO

27 EUROZONA

28 AMERICA LATINA

30 MEDIO ORIENTE

---

## 33 IMPLICAZIONI PER LA COMPOSIZIONE DI PORTAFOGLIO

33 MERCATI OBBLIGAZIONARI

34 MERCATI AZIONARI

35 MERCATI DEI CAMBI

36 IMMOBILIARE

37 PRIVATE EQUITY, PRODOTTI ASSICURATIVI

---

## 39 TABELLE DELLE PERFORMANCE

---

## 40 GLI SPECIALISTI GLOBALI

---

## 41 PRESENZA INTERNAZIONALE

---

## 42 GLOSSARIO

# SOMMARIO ESECUTIVO

---



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

## L'AVVENTO DI UN NUOVO PARADIGMA?

*"Quelli che non ricordano il passato sono condannati a ripeterlo"* George Santayana

Il 2020 sarà forse ricordato nei libri di storia di questo secolo come un anno cruciale, non solo per la devastazione causata dall'attuale pandemia, che ha messo fine a dieci anni di crescita, ma anche per il nuovo regime economico che si sta delineando.

Infatti, le misure senza precedenti introdotte da governi e banche centrali per contrastare la crisi del COVID-19 segnano una rottura con il *mix* di politiche degli ultimi decenni. Ci addentriamo in un territorio sconosciuto, dove abbondano i confronti; ci sono ad esempio analogie con alcuni periodi del secolo scorso, come gli anni Trenta (il New Deal), il dopoguerra (l'estensione dello Stato assistenziale) e gli anni Settanta. Tuttavia, già negli ultimi tempi avevano iniziato ad emergere fattori di cambiamento.

Nell'Eurozona la dottrina del rigore aveva spinto la Commissione europea, allarmata dalle tensioni sociali e dall'ascesa del populismo, ad accettare senza troppe remore un'espansione fiscale, a patto che fosse accompagnata da riforme strutturali. Nel 2013 il Fondo monetario internazionale (FMI) aveva fatto mea culpa, ammettendo di aver sottovalutato l'effetto recessivo dell'austerità. Più di recente, nel 2017 anche la strategia economica di Emmanuel Macron si era posta in netta discontinuità rispetto a quella dei suoi due predecessori, con una politica maggiormente incentrata su riforme per stimolare la crescita anziché sui tradizionali tagli di bilancio.

In merito agli Stati Uniti, potremmo parlare più di un'accelerazione dell'interventismo monetario e fiscale che di un reale cambiamento. Il rigore di bilancio non è mai stato un cavallo di battaglia dell'amministrazione Trump e la Federal Reserve ha cambiato rotta rispetto al primo *quantitative easing* (QE) del 2008, inaugurando l'era della monetizzazione del debito.

Dal vertice di Davos si erano inoltre levate voci contro le crescenti disuguaglianze. La loro eco si era fatta sentire fino a Stoccolma, come dimostra il numero di premi Nobel assegnati ad economisti di questa scuola di pensiero, dopo che per decenni era stata quella neoclassica a dominare. Karl Marx aveva ragione quando scrisse: "Cos'altro dimostra la storia delle idee, se non che la produzione intellettuale si trasforma assieme a quella materiale?".

Alla luce del cambiamento climatico e delle disuguaglianze sociali che contribuisce ad aggravare, la "globalizzazione felice" è stata oggetto di critiche sempre più aspre. Inoltre, l'urgenza della lotta al riscaldamento globale aveva già ispirato riflessioni sull'esigenza di un QE monetario od un New Deal fiscale improntato al rispetto dell'ambiente.

Tuttavia, è probabile che la crisi del COVID-19, in ragione dello *shock* in atto, l'imponente intervento richiesto e le conseguenze durature sulle traiettorie del debito, rappresenti il catalizzatore per un cambio di paradigma ora più accettato, definito con maggiore chiarezza ed auspicato. Anche in questo caso il confronto con le più gravi recessioni dello scorso secolo ha indotto i governi a correre ai ripari, varando misure senza precedenti in termini di portata e talvolta di innovazione. Questa novità cela tuttavia un paradosso dal quale affiorano un regime di politiche economiche ed una scuola di pensiero più simili a quelli in auge nella seconda metà del XX secolo, almeno sul piano fiscale.

## INTERVENTI COORDINATI

Una tendenza particolarmente evidente nell'aumento dei deficit e quindi del debito, imputabile al maggiore interventismo dei governi. Questi ultimi hanno preso ulteriormente le distanze dalla regola d'oro della politica fiscale, dando prova di grande concretezza dinanzi ad una situazione molto avversa e gettando le basi per un nuovo consenso ideologico. Tuttavia, si pone inevitabilmente la questione della sostenibilità del debito. L'equazione finanziaria post-confinamento dei governi solleva ancora una volta l'esigenza di politiche coordinate, con le banche centrali chiamate in misura crescente a monetizzare il debito e mantenere i tassi di interesse sufficientemente bassi per renderlo sostenibile. In breve, l'implicito è ora più che mai esplicito. In tal senso, il fatto che la Banca Centrale Europea (BCE) abbia progressivamente ampliato il suo campo di azione, in netto contrasto con l'idea iniziale di un'istituzione monetaria comune plasmata ad immagine e somiglianza della Bundesbank, è senza dubbio tra i motivi che infastidiscono la Corte costituzionale tedesca. Affermare e ribadire "fare tutto il necessario" significa agire in spregio al principio di proporzionalità delle decisioni rispetto agli obiettivi fissati.

## L'INDIPENDENZA DELLE BANCHE CENTRALI

Al di là della BCE, quando sono soppressi i confini tra le politiche fiscali e quelle monetarie è l'indipendenza delle banche centrali ad essere messa in discussione. Non torneremo presumibilmente al regime degli anni Sessanta e gli istituti centrali sono ormai troppo potenti per immaginare un controllo politico sugli stessi. Sta però emergendo una nuova relazione, le cui origini sono da ricercare nel primo *quantitative easing* del 2008. Questa inedita alleanza tra politica monetaria e fiscale è caratterizzata da una forte interdipendenza ed una stretta collaborazione, con ripetuti sconfinamenti su entrambi i lati per un'azione più decisa. In sostanza, le banche centrali si cimentano in un esercizio di equilibrio: mantenere le debite distanze dai governi, tutelare la propria credibilità, che impone una politica indipendente e fondata su regole, e preservare la fiducia nel debito pubblico, per cui è necessario monetizzare in modo duraturo i disavanzi.

## UN IMPEGNO CONDIVISO

Una strategia che farà sorgere un'altra domanda, ossia come ripartire lo sforzo fiscale. È possibile che i governi, dato il drastico aumento dei deficit legato ai loro interventi per mitigare le conseguenze del *lockdown* da essi stessi imposto, decidano di non riproporre gli adeguamenti alla spesa di 10 anni fa, a causa dell'impatto pregresso sulla crescita e dei costi politici e sociali. Nelle principali economie è probabile che la risposta includa in parte un aumento delle tasse. La ripartizione dello sforzo non riguarda però il solo ambito fiscale, bensì anche quelli della condivisione e del valore aggiunto. Senza tornare all'indicizzazione di salari/prezzi ed alla regolamentazione sociale degli anni Settanta, una condivisione più equa degli incrementi di produttività potrebbe determinare una crescita maggiormente

autosufficiente ed un *mix* più solido di consumi ed investimenti, risultati che nello scorso decennio i tassi negativi non sono stati in grado di garantire. Di conseguenza, l'inflazione potrebbe attestarsi su livelli prossimi a quelli degli ultimi venti anni, soprattutto se il migliore tenore di vita nei Paesi emergenti dovesse ridurre la pressione sui salari.

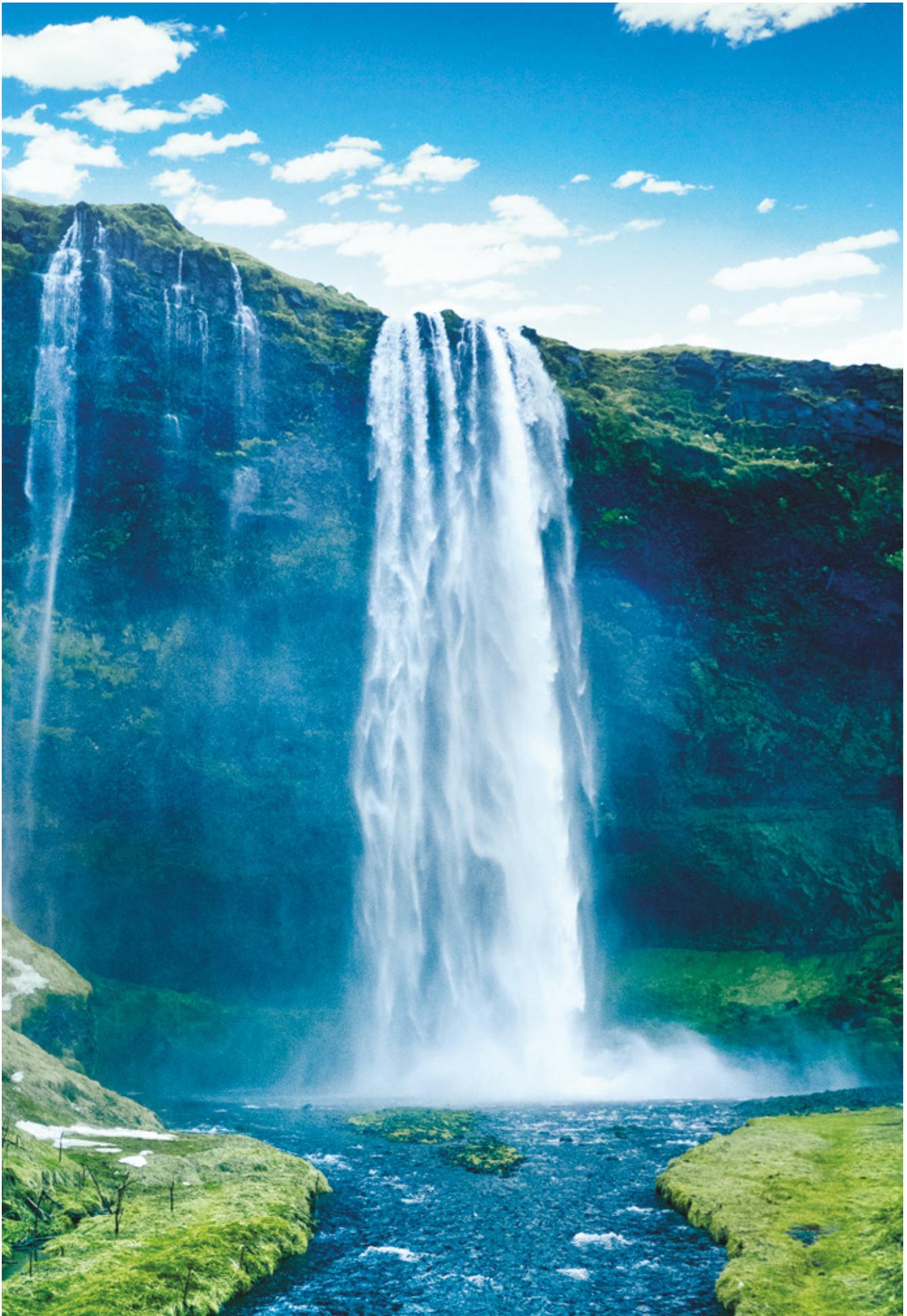
## UN SISTEMA INTERNAZIONALE

La fine della pandemia non coinciderà con quella della globalizzazione. Potremmo tuttavia assistere a cinque cambiamenti: relazioni più tese tra Cina e Stati Uniti, l'evoluzione delle catene del valore, una crescita trainata più dal mercato interno che dal commercio estero, forti pressioni protezionistiche ed una crescente incidenza della tematica ambientale sui costi di trasporto e sull'ottimizzazione internazionale dei siti produttivi distanti dai mercati di distribuzione.

Infine, da una prospettiva storica le trasformazioni del regime economico si ripercuotono anche sull'universo dei cambi (il sistema aureo dal 1879 alla prima guerra mondiale, le aree valutarie negli anni Trenta, gli accordi di Bretton Woods in vigore dal 1944, la fine della convertibilità oro/dollaro nel 1971). Riguardo ai possibili scenari per una riconfigurazione dell'odierno regime dei cambi fluttuanti, è l'incertezza a regnare sovrana. Se tutte le banche centrali dovessero ampliare i propri bilanci, il valore delle valute rispetto all'oro sarà messo in discussione. Questo rappresenterà probabilmente uno dei temi centrali del periodo nel quale ci accingiamo ad entrare. Inoltre, nel nuovo paradigma lo yuan potrebbe accelerare la sua corsa per diventare non solo una valuta di riserva ma persino una moneta di ancoraggio per altre valute nella regione. In tale contesto, l'euro è destinato a restare una valuta di riserva, ma continuerà a dipendere dai progressi sul fronte del coordinamento fiscale e dal mantenimento del ruolo assunto dalla BCE in un'unione monetaria ancora incompleta.

Per gli investitori risulta più difficile immaginare il mondo che emergerà dopo il COVID-19 ed il conseguente *mix* di politiche. I rendimenti attesi sul lungo termine saranno penalizzati da una "repressione finanziaria" di obbligazioni (tassi persistentemente ridotti) ed azioni (sulle quali peseranno i tagli ai dividendi ed il potenziale aumento delle imposte nel medio periodo). In questo scenario, è verosimile che si intensifichi la polarizzazione dei mercati azionari, con un dominio ancora maggiore dei colossi tecnologici.

In sintesi, il *mix* di politiche che si prospetta sarà diverso da quello degli anni Trenta, del dopoguerra o degli anni Settanta. Sarà segnato tanto da innovazioni monetarie quanto da elementi presi in prestito dalla filosofia fiscale dei precedenti decenni, ma in un quadro di globalizzazione rinnovato, con un'accelerazione sul piano tecnologico e del cambiamento climatico. Questo regime sarà sostenibile unicamente se riuscirà a gestire l'uscita dalla crisi e la montagna di debiti che ne risulterà. Come scriveva Alexis de Tocqueville: "Le grandi rivoluzioni riuscite fanno scomparire le cause che le produssero e, per gli stessi risultati da esse ottenuti, divengono incomprensibili" (*L'antico regime e la rivoluzione*).



Seljalandsfoss, Islanda

# FOCUS

## SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO DOPO IL COVID-19

Per gran parte dei Paesi interessati, i programmi di misure fiscali senza precedenti, annunciati a partire dal mese di marzo 2020, si tradurranno in un notevole aumento del rapporto debito/PIL, probabilmente entro una forbice compresa tra 5 e 25 punti percentuali a fine 2020 (Grafico 1), a causa della flessione dell'attività economica per l'anno in corso e del conseguente aumento dei deficit. Tutto questo solleva inevitabilmente una serie di interrogativi sulla sostenibilità del debito sovrano nel lungo periodo, alla luce del fatto che gli investitori paventano un'altra crisi come quella del 2011 nell'Eurozona, benché nel frattempo il *mix* di politica e il ventaglio di strumenti strategici siano ampiamente migliorati.

### Esiste una soglia di rischio in termini di rapporto debito/PIL?

Nel loro libro *Questa volta è diverso* (2009, tradotto in italiano nel 2010) e nel saggio *Growth in a time of debt* (2010), Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff sostengono che, quando i livelli di indebitamento superano il 90% del PIL, i governi corrono un rischio più alto di osservare un declino persistente della crescita del PIL, ma anche di perdere il controllo del rapporto debito/PIL e, in alcuni casi, dell'inflazione. La regola base per la sostenibilità del rapporto debito/PIL è espressa dalla differenza tra il tasso d'interesse reale (ovvero al netto dell'inflazione) e il tasso di crescita economica.

In alcune configurazioni, il maggiore indebitamento rende i mercati più diffidenti, con un conseguente aumento del tasso d'interesse di finanziamento del Paese in questione, il che si traduce automaticamente in un deterioramento dei saldi di bilancio, imponendo adeguamenti fiscali deleteri per la crescita: è proprio ciò che accadde con diversi Paesi del Sistema Monetario Europeo (SME) negli anni Novanta e con i Paesi dell'Europa meridionale a partire dal 2011.

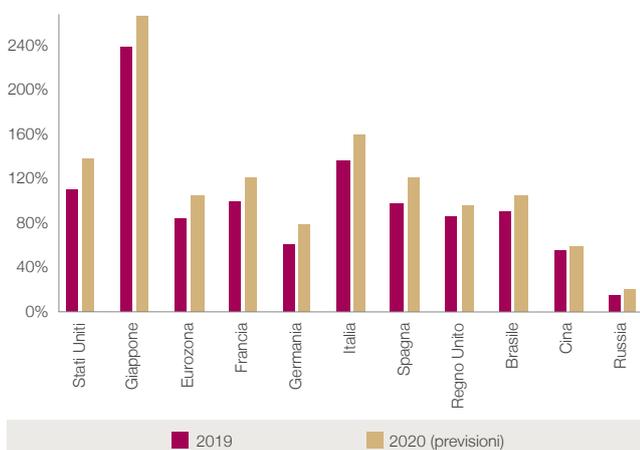
Il caso specifico dei Paesi emergenti può dare adito a un dilemma di politica monetaria, tra una manovra fiscale recessiva e la simultanea perdita di controllo dell'inflazione e della valuta. Il rischio si fa più concreto quando una porzione consistente del debito è denominata in dollari e detenuta all'estero, come successo durante la crisi asiatica del 1997 o, in tempi più recenti, in Argentina.

La bassa crescita nell'Eurozona, nel decennio successivo alla crisi finanziaria del 2008, è tuttavia ascrivibile tanto alle misure di austerità fiscale imposte dalle regole di bilancio dell'Unione europea (UE) quanto all'esigenza di controllare l'impatto dell'aumento del debito sulla curva dei rendimenti. Nel caso dei Paesi dell'Europa meridionale, la situazione è diventata difficile da controllare, non solo per via della combinazione di tassi d'interesse reali e crescita, ma anche con riferimento agli effetti recessivi degli aggiustamenti fiscali, che sono andati a deteriorare ulteriormente questa dinamica, il cui effetto moltiplicatore è stato sottovalutato. È proprio questo ad aver reso inevitabile l'azione della BCE a partire dal 2012 e, in particolare, dal 2015.

Il ruolo delle banche centrali e l'impatto degli acquisti di titoli di Stato sulla curva dei rendimenti cambiano concretamente la situazione sotto il profilo della sostenibilità. Ad esempio, l'esperienza giapponese, statunitense ed europea degli ultimi 10 anni fa emergere una frattura nel rapporto tra livelli di debito e tasso d'interesse: il differenziale tra il prezzo del debito francese e quello tedesco resta infatti alquanto moderato, benché la Francia esibisca un rapporto debito/PIL del 100% e sia destinata a oltrepassare ampiamente tale soglia quest'anno. L'amministrazione Trump ha attuato una riforma fiscale, che si è tradotta in un forte aumento del debito del Paese senza ripercussioni sulla curva dei rendimenti USA, al di là di quanto imputabile ai rialzi dei tassi operati dalla Federal Reserve (Fed) nel 2018.

Ad ogni modo, questo contesto profondamente mutato solleva l'interrogativo della pertinenza del livello di debito/PIL e crescita nel Patto di stabilità definito nel trattato di Maastricht, in un mondo decisamente diverso da quello attuale in termini di tassi d'interesse, inflazione e politica monetaria.

GRAFICO 1: RAPPORTI DEBITO/PIL, %



Fonti: FMI, OCSE, Indosuez Wealth Management.

### Quali fattori incidono sulla sostenibilità del debito?

Gli esempi dell'Eurozona, del Giappone e degli Stati Uniti dimostrano come la sostenibilità del debito dipenda innanzitutto dal livello dei tassi d'interesse pagati sullo stesso, che al momento appare contenuto in queste tre regioni. Anziché tradursi in un rialzo dei tassi d'interesse, l'aumento del debito pubblico ha obbligato gli istituti centrali a mantenere un contesto di tassi bassi, proprio per far sì che il debito risultasse sostenibile ben al di sopra della soglia del rapporto debito/PIL al 100%.

La natura della politica monetaria incide quindi in misura preminente sulla sostenibilità del debito. Mentre in Giappone la curva dei rendimenti è controllata interamente dalla banca centrale nipponica (BOJ), in Europa è stata proprio l'incertezza rispetto alla capacità o alla volontà della BCE di sostenere il

debito dei Paesi membri, mediante la sua politica di acquisto di attivi a innescare la brusca impennata del premio per il rischio sul debito italiano nel primo trimestre del 2020. L'epidemia di COVID-19 che ha imperversato in Europa da febbraio ha provocato un nuovo eccesso di tensione sugli *spread* italiani, contribuendo senza ombra di dubbio alla decisione della BCE di annunciare un poderoso incremento dei suoi acquisti di attivi per un importo di 750 miliardi di euro. È quindi evidente che i principali Paesi stanno facendo tutto il possibile per far sì che il maggiore indebitamento non si traduca in un ampliamento dei rispettivi *spread* di finanziamento.

Tutto questo discorso regge finché il quadro politico e la traiettoria finanziaria restano limpidi. In Italia, negli ultimi tre anni, sono stati il livello d'incertezza politica e le incomprensioni tra il precedente governo e la Commissione Europea (e non i livelli di debito in Europa) a portare alla risalita degli *spread*. La decifrabilità del percorso fiscale incide anch'essa, in misura significativa, sulla fiducia del mercato nei confronti di un Paese, espressa attraverso il livello di premio per il rischio. È proprio questa la finalità delle regole di bilancio e dei programmi di stabilità triennali presentati dai Paesi membri alla Commissione europea.

Infine, come menzionato sopra con riferimento ai Paesi emergenti, la natura della valuta, la denominazione (Grafico 2) e la composizione dei possessori del debito (Grafico 3) sono tutti fattori che influiscono in maniera importante sulla sua sostenibilità, con possibili ripercussioni sul livello di stress valutario, specialmente per quei Paesi le cui divise non hanno lo status di valuta di riserva e in cui una crisi del debito può essere seguita da una crisi valutaria. Da questo punto di vista, la percentuale di debito di un paese detenuta a livello nazionale (Grafico 4) e il livello delle riserve valutarie sono due fattori fondamentali per garantire la tenuta di un'economia a fronte di un livello di debito equivalente. Questo spiega ad esempio, almeno in parte, perché il debito pubblico cinese sia ritenuto sostenibile dal mercato.

### L'aumento del debito sovrano accumulato quest'anno intralcerà la crescita?

Come menzionato sopra, l'esperienza dell'Eurozona negli ultimi dieci anni ha già sollevato interrogativi circa il potenziale impatto di un livello di indebitamento significativo sulla crescita. In questa

regione, i Paesi più indebitati sono anche quelli che hanno esibito i tassi di espansione più bassi, riflettendo il peso dei rimborsi e del deleveraging sulla crescita futura di una nazione che accumula debito. Il fardello connesso al servizio del debito tarpa le ali alla spesa pubblica, ai trasferimenti e agli investimenti, se il Paese vuole tenere sotto controllo il proprio rapporto debito/PIL, con un conseguente spostamento di ricchezza tra un decennio e l'altro e persino tra una generazione e l'altra.

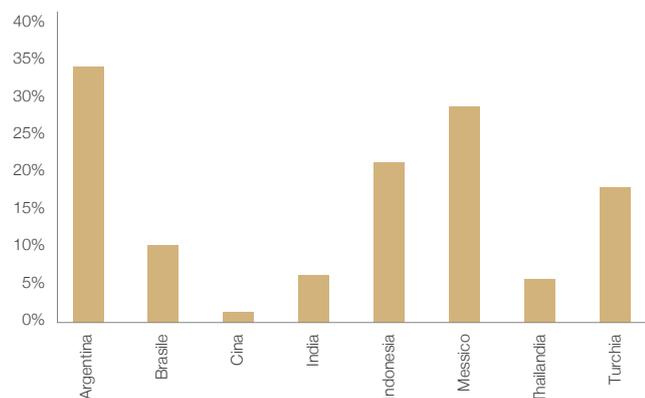
Il rimborso del debito comprime il potenziale di crescita, poiché i governi possono essere costretti ad operare scelte di bilancio che vanno a influire non solo sul ciclo ma anche sull'espansione a lungo termine, ad esempio riducendo la spesa per l'istruzione, la ricerca, la sanità o le infrastrutture, tutti aspetti che contribuiscono a stimolare il tasso di crescita e lo standard di vita della generazione successiva. Tutto dipende anche dal fatto che l'allocatione del maggiore debito sia destinata a voci di spesa oppure contribuisca a tipologie di investimenti capaci di aumentare il potenziale di crescita.

Possiamo inoltre ragionare sul fatto che gli ingenti programmi di sostegno, annunciati dai principali Paesi nella primavera del 2020, mirano a scongiurare la distruzione di capitale produttivo. Da questo punto di vista, essi contribuiscono a evitare che un trauma temporaneo si trasformi in uno *shock* strutturale, preservando così il percorso di crescita che, in assenza di misure di supporto, sarebbe risultato compromesso più a lungo termine.

### Le riserve di debito pubblico delle banche centrali incidono sulla misurazione della sostenibilità?

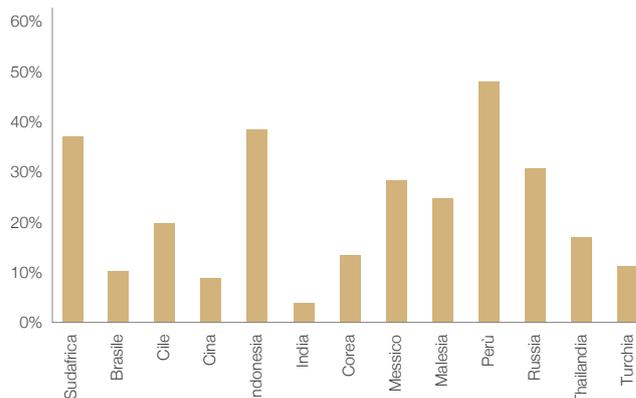
La lievitazione dei rapporti debito/PIL oltre il 100% in gran parte dei Paesi OCSE solleva inevitabilmente un serie di dubbi sui rimborsi futuri. Tuttavia, possiamo interrogarci sul trattamento della porzione di debito pubblico detenuto dalle banche centrali: è comunque debito oppure è denaro? Se le banche centrali non ridimensionano i propri bilanci e non reinvestono le attività giunte a scadenza nel debito dei rispettivi governi, le cui cedole rappresentano utili per le banche centrali (quindi a beneficio del governo), potremmo di fatto considerare questo debito come creazione di denaro.

GRAFICO 2: DEBITO ESTERNO/RNL, %\*



\* Valore attuale del debito estero in USD espresso in % dell'RNL. Fonti: Banca mondiale, dati 2018, Indosuez Wealth Management.

GRAFICO 3: DETENZIONE INTERNAZIONALE DI DEBITO IN VALUTA LOCALE, %



Fonti: Datastream, BIS, Banca mondiale, FMI, Indosuez Wealth Management.

Di conseguenza, potremmo teoricamente ricalcolare i rapporti debito/PIL di Giappone, Stati Uniti ed Europa sottraendo l'importo detenuto dagli istituti centrali se fosse certo che questi non torneranno sui loro passi rispetto ai programmi di *quantitative easing* e all'espansione dei bilanci. Ciò implicherebbe comunque due presupposti, ovvero il persistere dei programmi di acquisto di attivi in via permanente e la monetizzazione del debito pubblico.

Quest'ultimo punto è oggetto di dibattito nell'Eurozona, poiché le regole della Banca Centrale Europea (BCE) non consentono il finanziamento diretto dei Paesi membri, ed è stato altresì al centro di procedimenti promossi dinanzi la Corte di Giustizia dell'Unione Europea (CGUE) e la Corte Costituzionale tedesca a Karlsruhe. In questo contesto, possiamo ritenere che il persistere di una duplice incertezza circa la permanenza del sostegno monetario e la solidità di bilancio giustifichino la tenacia dei premi per il rischio in diversi Paesi dell'Eurozona, riflettendo esattamente i dubbi relativi alla sostenibilità del debito.

### L'incremento del debito pubblico crea un rischio inflazionistico?

In passato, le crisi del debito si sono talvolta tradotte in un aumento dell'inflazione. Oltre ai casi summenzionati di crisi valutarie nei Paesi emergenti, che generano inflazione importata, il rincaro diffuso dei prezzi ha offerto una soluzione per ridurre il peso del debito senza dover ricorrere al *default*, migliorando il rapporto tra tasso d'interesse reale e crescita.

Il quesito si è riproposto durante la *quantitative easing* attuato dalla Fed a partire dal 2008, sulla base della convinzione monetarista secondo cui un aumento dell'offerta di denaro è destinato inevitabilmente a scaturire in un rialzo dell'inflazione. Secondo questa analisi, se il debito pubblico è monetizzato, ad un incremento del debito dovrebbe corrispondere un'inflazione più alta. Non è però quello che abbiamo osservato nell'ultimo decennio, caratterizzato più che altro da un'inflazione dei prezzi degli attivi generata da un effetto automatico dei bassi tassi d'interesse. L'origine dell'inflazione debole sembra essere più ancorata a fattori strutturali, senza contare che la Banca Centrale Europea non è riuscita a concretizzare l'obiettivo di inflazione prefissato, ragion per cui possiamo scartare questa prospettiva

nel breve e medio termine. L'aumento dell'inflazione potrebbe giungere invece da un cambiamento più strutturale a livello di globalizzazione o di condivisione del valore aggiunto.

In qualsiasi caso, mediante l'inflazione o mediante il mantenimento di tassi d'interesse bassi, l'equazione dell'aumento del debito pubblico sembra implicare un trasferimento a carico dei risparmiatori, un tema di repressione finanziaria che ha sollevato un forte dibattito in Germania rispetto alla politica della BCE.

### Alla pandemia seguirà un inasprimento tributario?

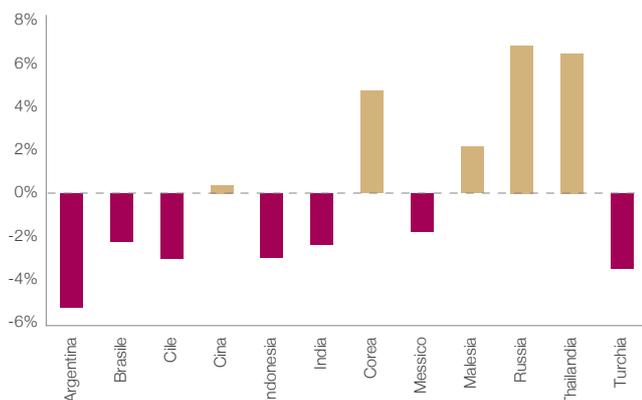
In questa fase la priorità dei governi è quella di contenere l'impatto della diffusione del virus sull'economia e creare le condizioni per una rapida ripresa limitando al contempo gli effetti a lungo termine della trasmissione dello *shock*. Non è quindi ipotizzabile un aumento delle tasse sul breve periodo, sia dal punto politico sia da quello economico, e le banche centrali sono a disposizione proprio per garantire il finanziamento di questo debito supplementare a tassi zero o negativi.

I moltiplicatori fiscali precedentemente descritti (sottovalutati nell'ultimo decennio) sono la prova che i governi hanno imparato alcune lezioni sia dalle due crisi del 2008 e del 2011, che dagli effetti recessivi delle manovre fiscali attuate in Europa meridionale.

Ad ogni modo si ripresenterà inevitabilmente il quesito di come reperire le risorse per consentire un ribilanciamento dei conti pubblici in un contesto europeo in cui gli stabilizzatori fiscali automatici funzionano in maniera asimmetrica (Grafico 5) (riescono a contenere gli effetti della crisi grazie alle reti di sicurezza, ma in una fase espansiva i bilanci non tornano a un surplus, con l'eccezione della Germania).

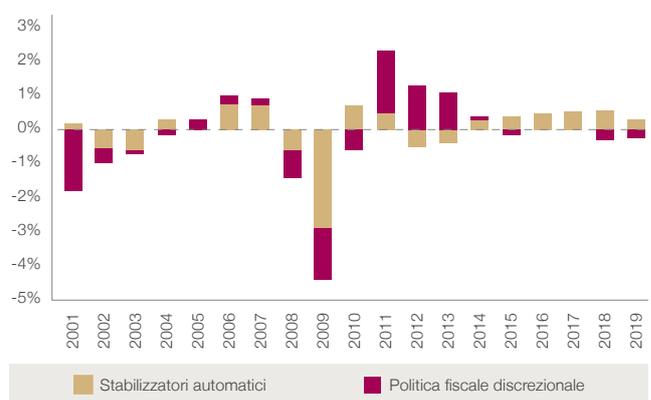
Inoltre, l'aumento della disuguaglianza in termini di reddito e ricchezza unitamente all'accelerazione del riscaldamento globale potrebbero spingere alcuni governi a prendere in considerazione riforme fiscali in queste due direzioni, di fronte alla mobilitazione dell'opinione pubblica intorno a questi due temi, che saranno probabilmente punti cruciali alle prossime elezioni negli Stati Uniti e in Europa.

GRAFICO 4: PARTITE CORRENTI, % PIL



Fonti: Banca mondiale, dati 2018, Indosuez Wealth Management.

GRAFICO 5: CONTRIBUTI ALLA VARIAZIONE DEL SALDO DI BILANCIO DELL'EUROZONA, % PIL



Fonti: Commissione europea, Indosuez Wealth Management.



Vienna, Austria

## POLICY-MIX, GOVERNANCE E COORDINAMENTO

Secondo una visione tradizionale e accademica, le componenti monetarie e fiscali della politica economica hanno ruoli distinti e indipendenti, ma convergono nell'indirizzare il ciclo per il raggiungimento di obiettivi in parte comuni:

- la politica monetaria deve concentrarsi innanzitutto sull'equilibrio tra crescita ed inflazione del ciclo, mediante la politica sui tassi d'interesse a breve termine e la sua trasmissione al finanziamento dell'economia e, in circostanze eccezionali, deve assumere il ruolo di cardine del sistema finanziario, per il quale funge da fornitore di liquidità e prestatore di ultima istanza;
- la politica fiscale copre un ampio ventaglio di obiettivi spesso in competizione tra loro e calibrati in maniera diversa nei vari Paesi. Si può comunque affermare che la politica fiscale miri a garantire l'orientamento macroeconomico (mediante gli stabilizzatori automatici e la possibilità di aumentare il deficit o incrementare il rigore) e attuare politiche strutturali con un impatto sulla crescita potenziale (in particolare nel campo della sanità, dell'istruzione e delle infrastrutture), assumendo inoltre un ruolo di redistribuzione più o meno significativo in base all'orientamento politico dei governi.

### IL REGIME DEI TRE DECENNI SCORSI

A cavallo degli anni Novanta, la duplice tendenza alla globalizzazione dell'economia/allo smantellamento dello stato assistenziale, in un contesto di maggiore competizione fiscale, cui si è aggiunto l'insuccesso delle politiche di stimolo fiscale unilaterali, hanno consacrato la politica monetaria a strumento d'elezione per indirizzare il ciclo. Ciò è particolarmente vero se si considera che le banche centrali hanno visto migliorare la propria credibilità per effetto della loro indipendenza e dell'ampliamento della loro capacità d'azione.

Infine, il venire meno delle pressioni inflazionistiche in un contesto di piena occupazione dà più valore alla politica monetaria, poiché la seconda non è messa a repentaglio da un aumento dell'inflazione che altrimenti dovrebbe essere controbilanciato dall'aumento dei tassi.

Inoltre, la creazione di aree valutarie con tassi di cambio fissi, come l'Eurozona, restituisce un certo margine di efficienza alla politica fiscale, che non si trova neutralizzata dalla perdita di fiducia nella valuta o dall'impatto sull'inflazione.

Il *mix* di politica coordinato, che ha prevalso alla fine della crisi dell'Eurozona nel 2012, consisteva essenzialmente in una combinazione di rigore di bilancio ed espansione monetaria (dove una rende possibile l'altra) che ha avuto il merito di proteggere l'Eurozona, ma i cui effetti sono discutibili e mettono in dubbio l'efficacia dei tassi d'interesse negativi e dei moltiplicatori fiscali (un punto già evidenziato sopra).

### UN NUOVO REGIME CON MAGGIORE COORDINAZIONE

Oggi la crisi del COVID-19 ripropone, ancora una volta, l'interrogativo su quale strumento prediligere in un contesto caratterizzato da una domanda temporaneamente limitata dalle misure di quarantena (e quindi incapace di reagire allo stimolo proveniente dai tassi d'interesse). Più in generale, ci si chiede se l'efficacia del *mix* di politica implichi uno stretto coordinamento oppure se la credibilità del ciclo economico imponga l'indipendenza e la separazione dei due aspetti:

- la sostenibilità del debito pubblico in brusca espansione è subordinata a una triplice condizione *sine qua non*, ovvero il persistere dei tassi d'interesse bassi, la sopravvivenza dell'Eurozona e la solidarietà tra i Paesi della moneta unica. In particolare, segnaliamo che è stato proprio l'intervento della BCE a fine marzo, nell'ambito del quale è stato annunciato un



importante incremento degli acquisti di debito sovrano nonché la flessibilità del criterio del "capital key" al fine di acquistare emissioni dei Paesi periferici, a rendere possibile la compressione del debito italiano;

- la credibilità della valuta e quella della banca centrale non possono prescindere da un buon equilibrio tra la capacità dell'istituto stesso di contenere il rischio connesso ai Paesi periferici e la garanzia che l'autorità monetaria comune non sia soggetta ai capricci degli Stati membri, desiderosi di monetizzare il proprio debito.

È quindi evidente che possono esistere *policy-mix* di tipo diverso a seconda delle circostanze. Durante le crisi del 2008, 2011 e 2020 abbiamo infatti osservato un maggiore coordinamento delle politiche senza che i mercati abbiano messo in discussione la credibilità dell'istituto centrale e senza che si sia creato stress sulle valute. In realtà, sembra piuttosto che il premio per il rischio sul mercato sia aumentato nei momenti in cui gli investitori hanno messo in dubbio la capacità o la volontà di intervento della banca centrale.

## L'INDIPENDENZA DELLA BANCA CENTRALE

Questo cospicuo ampliamento del raggio d'azione degli istituti centrali solleva interrogativi circa la loro funzione di reazione e la loro indipendenza, andando a rafforzare l'idea di dominanza fiscale.

La credibilità delle banche centrali nel contesto di un *mix* di politica fortemente coordinato e di quella che di fatto è una vera e propria monetizzazione del debito pubblico dipende, in fin dei conti, dalla conservazione della loro indipendenza dal punto di vista regolamentare, di bilancio e decisionale, nonché dal fatto che le politiche siano basate su regole.

Per regolamento, il presidente della Banca Centrale Europea è nominato dai Capi di Governo dei Paesi dell'Eurozona, ma la durata elevata (8 anni) e il carattere non rinnovabile del mandato costituiscono una forma di garanzia della sua indipendenza. Il presidente della Federal Reserve è nominato dal Presidente degli Stati Uniti e riferisce annualmente al Congresso. Negli USA la questione dell'indipendenza della Fed è stata spesso sollevata, alla luce dei numerosi commenti di Donald Trump sulla politica monetaria attuata. Malgrado le crescenti pressioni e il tema cruciale della preservazione delle condizioni finanziarie statali, gli istituti centrali sono riusciti a controllare piuttosto bene la propria indipendenza. Il loro ruolo sempre più di spicco li ha resi tendenzialmente più forti rispetto ai governi più restrittivi, soggetti ai capricci dell'opinione pubblica. In tempi recenti sono stati proprio i presidenti della BCE, con la loro retorica, a spingere i governi europei verso un'azione più volontaristica, non il contrario.

In conclusione, l'epidemia di COVID-19 sembra portarci verso uno scenario dominato da un *mix* di politica altamente coordinato, espansionistico in termini sia fiscali sia monetari, e basato in ampissima misura sulla probabile monetizzazione pressoché permanente del debito sovrano da parte delle banche centrali.

## POLICY-MIX NELLA ZONA EURO

L'Eurozona è una realtà che non ha pari al mondo in termini di *mix* di politica: una banca centrale comune ma politiche fiscali essenzialmente nazionali, nel contesto di un trattato comunitario di portata più ampia rispetto al territorio di applicazione della moneta unica (l'intera UE) e un budget comune pari a circa l'1% del PIL dell'area euro.

Ai tempi della creazione dell'euro vi era la speranza che la moneta unica avrebbe dato all'Europa un nuovo margine di manovra economica dopo la crisi valutaria di inizio anni Novanta, che aveva portato alcuni Paesi a dover scegliere tra sostenere la divisa nazionale (come nel caso della Francia, a fronte di tassi d'interesse reali altissimi e di gravi effetti recessivi) o sostenere l'attività (Italia, Spagna, Portogallo), anche se ciò significò dover accettare un deprezzamento dei tassi di cambio all'interno del Sistema Monetario Europeo.

### UN'AREA VALUTARIA OTTIMALE?

Lo scopo di un'area a moneta unica è quello di migliorare l'efficienza della politica fiscale di un determinato Paese. Quando una nazione decide di attuare uno stimolo fiscale, il conseguente aumento dei tassi d'interesse risulta più contenuto, essendo condiviso dall'intera zona. Questo beneficio è tuttavia esposto a un rischio morale che trova forma nel comportamento chiamato "*free riding*", il che ha giustificato la stipula del Patto di Stabilità e crescita per introdurre un quadro di riferimento e contenere il rischio di squilibri a livello di finanze pubbliche.

Inoltre, affinché un'area a moneta unica funzioni correttamente, deve esservi una certa convergenza tra i cicli dei vari Paesi, così da garantire a tutti i membri una politica monetaria adeguata. Tale convergenza presuppone la presenza di una cosiddetta "area valutaria ottimale" (un concetto identificato da Mundell nel 1961 e sviluppato ulteriormente da McKinnon nel 1963),

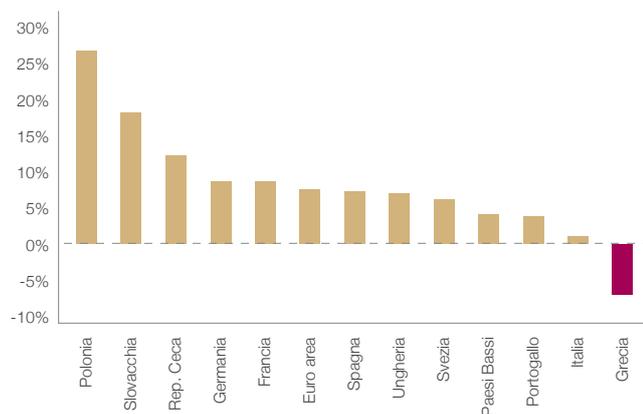
caratterizzata nello specifico da un'elevata mobilità di capitali e manodopera, una buona diversificazione per consentire un certo livello di convergenza economica, unitamente alla capacità di limitare *shock* asimmetrici. Dato che i requisiti di mobilità non sussistevano all'epoca della creazione dell'euro, negli ultimi decenni la costruzione del mercato unico si è rafforzata, ampliando la libertà delle persone di lavorare negli altri Paesi membri. Resta il fatto tuttavia che la zona appare tuttora relativamente frammentata, con una serie di mercati del lavoro fondamentalmente nazionali, trasferimenti di capitale limitati (i bilanci delle banche sono investiti soprattutto negli attivi dei rispettivi Paesi) e una forte specializzazione industriale (ad es. comparto automobilistico).

### CONVERGENZA O DIVERGENZA?

La speranza era quella che l'adozione di una valuta unica e i criteri del budget comune avrebbero creato convergenza, consentendo così un *mix* di politica coerente. Ed è indubbiamente ciò che è accaduto nel primo decennio di vita dell'euro.

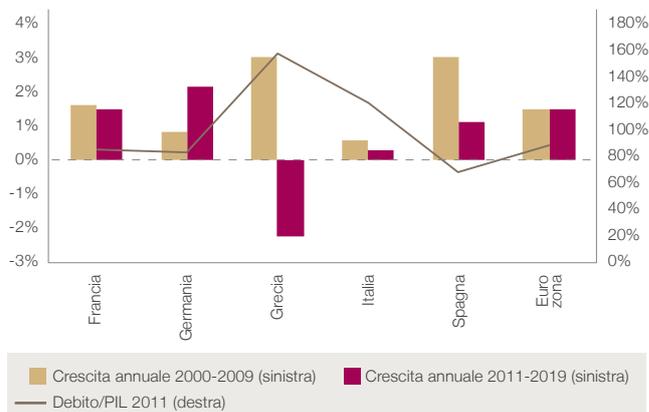
La realtà osservata mostra invece una dinamica opposta a partire dal 2008, come evidenziato dal divario tra coefficienti di produttività (Grafico 6), bilance commerciali, accumulo di *shock* asimmetrici e coefficienti debito/PIL divergenti (Grafico 7), fino a tradursi nel ritorno del rischio sovrano nell'Eurozona tra i Paesi dell'Europa meridionale. Abbiamo inoltre visto come l'impossibilità di fluttuazioni dei tassi di cambio tra i Paesi dell'area sia scaturita in un divario di competitività e in un surplus commerciale permanente (non attenuato dall'apprezzamento della valuta, come accadrebbe invece in un regime di tassi di cambio flessibili). È quello che è successo in Germania, dove l'eccedenza commerciale è lievitata sostanzialmente e dove, nel corso dell'ultimo decennio, si è osservato un tasso di crescita superiore rispetto alla Francia o all'Italia.

GRAFICO 6: VARIAZIONE DELLA PRODUTTIVITÀ DAL 2010, %



Fonti: OCSE, Indosuez Wealth Management.

GRAFICO 7: CRESCITA ANNUA DI PIL E DEBITO NELL'EUROZONA E RAPPORTI DEBITO/PIL, %



Fonti: FMI, Commissione europea, Indosuez Wealth Management.

Per contro, notiamo altresì che di fronte a uno *shock* economico asimmetrico, che va a colpire un Paese o un gruppo di Paesi dell'area sempre in assenza di tassi di cambio flessibili - alcune nazioni, per recuperare competitività, sono obbligate ad adottare una politica di adeguamenti agendo su prezzi e salari, il che spiega in parte la pressione deflazionistica osservata nel sud Europa negli anni 2010. Questa situazione ha reso difficile l'individuazione di un'unica politica monetaria per l'intera area e questo problema è stato parzialmente risolto con l'ampliamento del potere d'azione della BCE grazie alla capacità di adottare misure macro-prudenziali in alcuni Paesi, ad esempio per scongiurare il surriscaldamento del mercato immobiliare in Francia.

## L'ESPANSIONE DEGLI STRUMENTI A DISPOSIZIONE DELLA POLITICA

Oggi la crisi del COVID-19 rappresenta un test su scala reale della capacità dell'Eurozona di reagire con un *policy-mix* appropriato a uno *shock* globale che interessa tutti i Paesi ma con effetti in parte asimmetrici, con una propagazione molto più violenta in Spagna e in Italia e un impatto economico superiore, per effetto delle misure di quarantena più restrittive e prolungate, proprio in due Paesi che hanno una libertà d'azione di bilancio più limitata rispetto all'Europa settentrionale.

Questo spiega l'auspicio espresso dal governo italiano di attivare i meccanismi di solidarietà introdotti nel 2012 ed emettere debito a livello di Eurozona.

In questo contesto, anche la sospensione dei criteri del Patto di stabilità rappresenta un forte segnale, che traduce la volontà sia di evitare di penalizzare l'attività con un'austerità fiscale devastante, sia di saper rispondere più facilmente agli *shock* asimmetrici connessi alla pandemia. Più in generale, ciò riflette un cambiamento (forse temporaneo o forse più strutturale) dei rapporti di forza tra i fautori dell'ortodossia di bilancio, preoccupati per il rischio morale e la sostenibilità fiscale, da un lato, e i sostenitori di una politica economica più integrata e volontaristica, dall'altro.

La decisione dell'Eurogruppo di varare un pacchetto di sostegno da 540 miliardi di euro è anch'essa significativa. Innanzi tutto perché questa è probabilmente la prima crisi in cui le risorse stanziare a livello UE sono superiori a quelle nazionali e in secondo luogo perché stiamo assistendo al preludio di una mutualizzazione del debito, con il rifinanziamento di un Paese mediante il Meccanismo Europeo di Stabilità.

## INTEGRAZIONE E SOLIDARIETÀ ALLA PROVA

Tuttavia, questi due fenomeni restano ben distanti da una condivisione del debito in senso stretto: prima di tutto perché le somme attinte sono soggette a un tetto massimo (fissato al 2% del PIL per il MES in questa fase, ovvero circa 35 miliardi di euro per l'Italia, un importo che non si avvicina neppure a quanto necessario per combattere la recessione) e poi perché la possibilità di utilizzare i fondi, al di fuori del rigido contesto degli aspetti sanitari della crisi, è soggetta a condizioni ben precise. Questi punti sono scaturiti in un dibattito politico in Italia e sono all'origine del Recovery Fund Europeo attualmente in fase di discussione.

Per quanto riguarda la Banca Centrale Europea, l'intensificarsi delle sue azioni riflette il cambiamento del *policy-mix* dell'Eurozona, espansionistico sotto il profilo sia fiscale che monetario. Il significativo intervento della BCE, il cui bilancio è destinato a crescere di qualcosa come 1.000 miliardi di euro, è mirato tanto a obiettivi espliciti comuni all'intera Eurozona (garantire il finanziamento e il funzionamento dell'economia e la liquidità del mercato, mantenere la fiducia nell'Eurozona) quanto a obiettivi impliciti (limitare l'ampliamento degli *spread* dei Paesi periferici per rendere sostenibile il loro debito e preservare la fiducia nell'euro). A tale riguardo, ha dato il via libera (temporaneamente e limitatamente all'emergenza epidemica) all'acquisto di debito sovrano al di fuori dei principi di allocazione del capitale previsti per il *quantitative easing*.

In conclusione, questa pandemia costituisce un catalizzatore capace di accelerare alcuni cambiamenti a livello del *mix* di politica europea rispetto alla crisi del 2011, in termini sia di strumenti sia di ambizioni. Benché le decisioni prese negli ultimi tempi siano senza precedenti, non sembrano sussistere le condizioni politiche per consentire all'Eurozona di avanzare verso l'integrazione e la solidarietà di bilancio. I bilanci resteranno essenzialmente nazionali e i programmi di sostegno del Meccanismo Europeo di Stabilità sono destinati a continuare a essere fondati sull'idea di prestito anziché su quella di trasferimento. Possiamo quindi ipotizzare un'uscita dalla crisi a più livelli per i Paesi membri e concludiamo che l'Eurozona resterà un'area valutaria incompleta.

# COSA ASPETTARSI NEL POST PANDEMIA

La crisi del COVID-19 è probabilmente destinata a cambiare il nostro mondo su molti piani, profondamente e a lungo termine. Alcune tendenze già esistenti potrebbero essere accelerate e amplificate, mentre altre potrebbero emergere al variare di priorità e opportunità.

## MULTILATERALISMO

Nel secondo dopoguerra gli standard di vita sono aumentati a livello mondiale come in nessun'altra epoca. La povertà globale è scesa al di sotto del 10% della popolazione mondiale, un livello ancora troppo alto, senza dubbio, ma comunque un traguardo eccezionale. Questo risultato sbalorditivo è dipeso in ampia misura dall'aumento della collaborazione e dell'apertura fra gli Stati, sostenute da un assetto internazionale disciplinato. Negli ultimi tempi questa tendenza ha subito un certo deragliamento, specialmente con il referendum del 2016 sulla permanenza del Regno Unito nell'UE e con l'elezione di Donald Trump negli Stati Uniti. La mobilità internazionale farà fatica a riprendersi, almeno finché non sarà disponibile un vaccino contro il virus. Anche il commercio internazionale potrebbe risultare compromesso in maniera duratura, poiché è plausibile che i vari Paesi si orienteranno sulla costruzione di prodotti a livello locale in segmenti cruciali, nel tentativo di migliorare la resilienza e la preparazione a potenziali crisi future. Sembra alquanto inevitabile che i prossimi 30 anni avranno ben poco da spartire con lo scorso trentennio in termini di performance economiche globali e riduzione della povertà.

Il quadro istituzionale internazionale, da parte sua, potrebbe anche restare in piedi. L'amministrazione USA avrà anche revocato i finanziamenti e la partecipazione alle principali organizzazioni e assemblee internazionali, ma altri Paesi hanno continuato senza clamore a rafforzare la loro collaborazione. Dopo la conclusione del più ingente accordo commerciale di tutti i tempi, l'anno scorso in Africa, quando gli Stati Uniti si sono ritirati dalla Trans-Pacific Partnership, gli altri PPaesì sono andati avanti imperturbati. Negli ultimi tempi i consensi hanno penalizzato i comportamenti più populistici e premiati quelli di stampo più tradizionale. Le eventuali ripercussioni alle urne restano insondabili, ma un potenziale Presidente Joe Biden potrebbe essere più incline a sostenere le organizzazioni internazionali esistenti. Questo sarebbe probabilmente l'esito più ottimistico possibile della crisi, essendo l'unico modo efficace e accettabile per tenere a freno i comportamenti da super potenza, benché sia probabile che le tensioni tra Stati Uniti e Cina si protraggano per diversi anni, indipendentemente dall'amministrazione al potere.

## MENO AGILITÀ

In un'ottica di maggiore efficienza, gli attori del settore pubblico e privato hanno dimostrato una tendenza a operare con margini ridotti nei processi produttivi. Gli svantaggi di queste strategie sono emersi in modo particolarmente evidente nel settore sanitario, più che in tutti gli altri. Poiché occorrerà costituire riserve di fattori produttivi essenziali, ma anche cuscinetti di sicurezza in caso di nuovi cigni neri, è plausibile mettere in conto una compressione dei margini operativi. Senza contare che i rischi (ora venuti allo scoperto) della dipendenza dalle importazioni in taluni segmenti di importanza strategica spingeranno probabilmente alcuni Paesi a spostare la produzione nei rispettivi mercati domestici, con ripercussioni a più riprese sulle varie

filieri di approvvigionamento negli anni a venire. In questo processo, le imprese si troveranno di fronte a una scelta più ardua tra ottimizzazione dei costi e salvaguardia dell'offerta dei fattori produttivi. Inoltre, si dovrà fare i conti con le crescenti pressioni non solo sulla massimizzazione dei profitti nell'interesse degli azionisti, ma anche ai fini dell'inclusione degli interessi di altri stakeholder nei futuri piani strategici.

La convergenza verso un modello produttivo meno agile sembra destinata a interessare non solo il settore privato, bensì anche quello pubblico. Il ruolo dei governi è cresciuto nel tempo ed è raro assistere a un'inversione di questa tendenza. Laddove il sistema sanitario e quello previdenziale saranno ampliati in via permanente e laddove porzioni del settore privato dovranno essere salvate dai governi e rimanere in mano allo Stato, il peso della spesa pubblica nell'economia non potrà fare altro che crescere. A un certo punto è ipotizzabile che si renderà necessario aumentare le tasse. In questo contesto, un argomento particolarmente dibattuto riguarda l'introduzione di una forma di reddito universale. Quest'ultimo può assumere forme svariate e potrebbe tradursi in un miglioramento sotto il profilo dell'efficienza, se la soluzione adottata riuscisse a ottimizzare e sostituire quelli che molto spesso sono una moltitudine di strumenti di sostegno reddituale. Alcuni potrebbero affermare che le iniezioni di contanti erogate durante l'attuale pandemia costituiscono un passo in questa direzione. Una cosa è certa, e cioè che l'attuale necessità di un sostegno del genere ha spostato i riflettori sul tema. Il succo resta comunque lo stesso: un maggiore intervento del governo e un aumento delle tasse andranno probabilmente a frenare i tassi di crescita economica potenziali sul lungo periodo.

## CAMBIAMENTO CLIMATICO

Uno dei vantaggi di un maggiore coinvolgimento dello Stato potrebbe tradursi in una risposta più incisiva al cambiamento climatico e alle catastrofi che sta già provocando. Anche questa è una crisi globale che richiede soluzioni globali, ma da cui è impossibile autoisolarsi. Reagire al cambiamento climatico implica molte delle azioni summenzionate volte a migliorare la resilienza e il livello di preparazione. Occorreranno cospicui investimenti, una nuova pianificazione degli spazi urbani e la potenziale ricollocazione di intere comunità, inoltre si dovrà rispondere a interrogativi urgenti sull'approvvigionamento di cibo e acqua. Quando le loro abitazioni attuali diventeranno invivibili, centinaia di milioni di persone potrebbero trovarsi sfollate, al punto da fare impallidire a confronto il caos creato nel 2015 dalla crisi dei migranti in Europa.

In questo scenario, l'attuale pandemia costituisce tanto una minaccia quanto un'opportunità. La minaccia riguarda ovviamente la sfida di come finanziare gli investimenti richiesti per un'infrastruttura pulita e robusta, alla luce dell'eccezionale spesa pubblica necessaria per attenuare l'impatto economico del virus. Secondo le stime dell'OCSE occorreranno investimenti per 95.000 miliardi di dollari tra il 2016 e il 2030 anche solo per avvicinarsi a contenere l'aumento della temperatura entro 2°C e somme ancora più ingenti per raggiungere effettivamente o superare tale obiettivo. Ciò implicherebbe investimenti nell'ordine di 6.000-7.000 miliardi di dollari all'anno o qualcosa come il 7% del PIL mondiale, sempre annualmente. Gli investimenti richiesti nel settore dei trasporti assorbirebbero il 43% del totale stimato, mentre quello energetico ne consumerebbe il 34%. Inoltre, circa il 60-70% del totale ricadrebbe sui Paesi emergenti.

L'opportunità riguarda la possibilità di sviluppare un modello di determinazione dei prezzi capace di riflettere meglio i costi reali per la società. Per quanto riguarda le emissioni di gas serra, esistono due metodi per la definizione dei prezzi. Uno è il Sistema per lo scambio delle quote di emissione (ETS), che stabilisce un prezzo di mercato per la CO<sub>2</sub>, mentre il secondo consiste in una tassa sulle emissioni di carbonio in cui è il governo a fissare il prezzo. Vi è un ampio margine di sviluppo di questi metodi, se si considera che appena una quarantina di Paesi li utilizza, pari complessivamente al 13% delle emissioni annue globali, stando ai dati della Banca mondiale.

Analogamente, nel settore dei trasporti, i prezzi non riflettono la totalità del costo per la società in termini di incidenti, inquinamento, emissioni di CO<sub>2</sub>, ecc. La maggiore parte dei Paesi tassa tutte le modalità di trasporto, ma l'imposizione è scarsamente indicizzata sulla base di questi costi esterni e va a coprirli solo in parte. Un sistema basato su prezzi equi, che coprano tutti i costi diretti e indiretti, si traduce verosimilmente in una migliore allocazione del capitale. Oltre ai prezzi equi, i 197 Paesi che hanno sottoscritto l'Accordo di Parigi sul cambiamento climatico potrebbero applicare un ulteriore tributo per esprimere la politica desiderata. Ciò appare indubbiamente complesso e controverso in un mondo dove il 6,5% del PIL mondiale è speso in sussidi energetici, a fronte di una spesa per l'istruzione a livello globale pari a oltre il 5,9% del PIL. La progressiva rimozione di tali sovvenzioni e la promozione di un sistema basato su prezzi equi richiederà forme di sostegno compensative erogate direttamente alle famiglie vulnerabili.

## PETROLIO

Forse la crisi del COVID-19 accelererà la transizione energetica oltre le fonti fossili. Il mercato degli idrocarburi ha indiscutibilmente registrato turbolenze di portata mastodontica quest'anno, quando il prezzo del petrolio è diventato negativo per la prima volta nella storia. Spesso un contesto di quotazioni petrolifere basse è percepito come deleterio per la transizione energetica, in quanto va a minare la competitività delle fonti energetiche alternative. Tuttavia, dal punto di vista degli investitori, i rendimenti ottenibili dall'estrazione del petrolio sono talmente bassi al momento che investire in altre forme di produzione energetica può rappresentare un'alternativa allettante. Il settore delle energie fossili non tramonterà certo dall'oggi al domani, ma è lecito ipotizzare che rimarrà compromesso in via permanente.

## GLI SPAZI DI LAVORO

Il cambiamento più rilevante riguarda naturalmente il passaggio al telelavoro, per le attività che lo consentono. Gli uffici riapriranno, certo, ma lavorare da casa non sarà più associato ai pregiudizi del passato. Diverse grandi aziende hanno già indicato l'intenzione di ridurre gli spazi destinati a uffici e il patrimonio immobiliare in futuro, ragion per cui è da mettere in conto un eccesso di offerta strutturale. Come nel caso della *gig economy*, l'insicurezza che affligge chi non ha un datore di lavoro fisso, così come molti di quelli che ne hanno o ne avevano uno, con tutta probabilità è destinata a persistere. Come fare per garantire la salute e la sicurezza degli autonomi e di chi lavora nei settori informali sarà un punto cruciale d'ora in poi, capace di frenare l'entusiasmo per questo tipo di occupazioni. D'altro canto, la necessità funge da motore per l'innovazione e non è da escludere

che in quest'area emergano nuove tendenze, ancora difficili da immaginare per il momento. Tra queste, il segmento delle lezioni online è destinato con tutta probabilità a espandersi, ragion per cui i futuri recruiter dovranno imparare a valutare le qualifiche richieste.

## MODELLI DI CONSUMO

È possibile che i consumatori indirizzino gli acquisti su beni diversi rispetto a prima. Nei periodi di crisi i consumi ostentativi e il lusso tendono a registrare una flessione. La capacità delle aziende di adattare la propria offerta potrebbe dettare l'evoluzione del *trend*. Lo stesso vale con tutta probabilità per la crescente propensione dei clienti a condannare determinati comportamenti aziendali sui *social media* e nei rispettivi modelli di consumo. È alquanto plausibile che la tendenza a consumare in modo da contribuire agli obiettivi di sostenibilità globali assuma un carattere più diffuso. La pandemia ha indubbiamente puntato i riflettori sull'importanza dei criteri ambientali, sociali e di governance, che tendenzialmente rappresentano il fulcro dell'investimento sostenibile, un'area che non può che essere destinata a crescere. Durante la crisi molti servizi, inclusi quelli sanitari, sono stati erogati online (Tabella 1) e ci aspettiamo che questa modalità continui a essere utilizzata. Il prezzo di tali prestazioni potrebbe calare o comunque aumentare meno rapidamente, prolungando l'influenza disinflazionistica di cui abbiamo beneficiato a livello dei beni industriali.

È facile che le ripercussioni della crisi avranno effetti su molti aspetti della nostra vita per diversi anni a venire. Tuttavia, le crisi del passato hanno spinto molti a confidare nell'avvento di un nuovo ordine, per poi vedere le proprie aspettative disattese nella realtà. È evidente che questa volta potrebbe non essere da meno, poiché il cambiamento tende a essere oneroso, anche dal punto di vista politico. Ad ogni modo, si può forse contare sulla capacità dell'ingegno umano, sotto il profilo dell'innovazione tecnologica e sociale, di aiutare l'economia globale ad affrontare le sfide strutturali che si profilano all'orizzonte.

TABELLA 1 : UTILIZZO DI INTERNET DURANTE LA PANDEMIA, %

Tipo di utilizzo	Variazione rispetto a un giorno normale prima del COVID-19
Videogiochi	115
VPN	49
Video	36
Download	39
Web	27
Social	-12
Minuti vocali utilizzati	25

Fonti: Verizon, The New Stack, Indosuez Wealth Management.



Alpi, Svizzera

# PROSPETTIVE MACROECONOMICHE

## L'ECONOMIA MONDIALE IN CRISI

Non ci sono parole adatte per descrivere l'esperienza fuori dal comune di combattere una pandemia globale con un blocco "volontario" di ampie porzioni delle nostre economie. Per i previsori macroeconomici, la situazione ha reso irrilevanti i dati passati, se si considera che varie stime spaziano su intervalli di 10 punti percentuali o più, a cui bisogna aggiungere eventuali margini di errore eccezionali. Qualsiasi scenario va quindi valutato alla luce di ciò e maneggiato non solo con le pinze, bensì con la tenuta da artificiere.

Per quanto drastica possa apparire, quella contemplata dal nostro scenario è la migliore delle ipotesi e parte dai seguenti presupposti:

- gran parte delle misure di confinamento sarà gradualmente rimossa nel secondo trimestre;
- il rimbalzo atteso nel secondo semestre sarà alquanto modesto, rispetto alla portata della contrazione anticipata nella prima metà dell'anno;
- le quotazioni petrolifere faticheranno a superare 30 dollari USA al barile in media quest'anno, il che è favorevole per il ciclo economico globale, a parità di tutti gli altri fattori;
- il crollo dei prezzi del petrolio sarà al centro delle previsioni sull'inflazione, che tenderanno quindi a uno scenario disinflazionistico;
- nel 2020 il cambio euro/dollaro dovrebbe evolvere nel range 1,05-1,15 USD/EUR, il che in questo caso è considerato neutrale rispetto al nostro scenario.

Sulla base di queste premesse, per quest'anno ipotizziamo una contrazione dell'economia globale del 3% su 12 mesi, mentre il 2021 dovrebbe esibire un'espansione del PIL globale del 5,5% (Tabella 2). In termini di evoluzione su base trimestrale, la contrazione cinese del 9,8% da trimestre a trimestre nei primi tre mesi dell'anno è un'indicazione di ciò che ci possiamo aspettare di osservare nelle economie più mature nel secondo trimestre. Le nostre previsioni per i trimestri successivi contemplano una ripresa più a forma di U che a forma di V. Infatti, il nostro tasso di crescita atteso del PIL mondiale del 5,5% nel 2021 è comparabile a quello del 2010 (5,4%), che ha seguito una contrazione molto più contenuta dello 0,4% nel 2009 rispetto al -3% o peggio che potremmo registrare nel 2020, sottolineando la relativa debolezza nelle nostre proiezioni. et des plans de réouverture de l'économie publiés au moment où nous écrivons ces lignes. Alors que les risques se concentrent sur une éventuelle aggravation de la crise, il est difficile d'imaginer une surprise positive à ce stade.

Qualora le nostre ipotesi dovessero rivelarsi errate, il risultato atteso assumerebbe toni radicalmente più nefasti. Se la crisi dovesse protrarsi e le misure di contenimento non fossero revocate, oppure se venissero riapplicate nuovamente nei prossimi mesi, il PIL mondiale potrebbe contrarsi del 6% quest'anno. Nell'ipotesi di una pandemia più grave il prossimo inverno, la contrazione potrebbe arrivare anche al 9% o peggio. Tutte queste eventualità sono possibili, ma basandoci sull'esperienza cinese e tenuto conto della diramazione dei piani di ripartenza proprio mentre scriviamo queste righe, riteniamo

TABELLA 2: PREVISIONI MACROECONOMICHE PER PAESE, %, PUNTI PERCENTUALI

	2019		2020		2021		Ponderazioni PPA (2018)	2019		2020		2021	
	PIL	IPC*	PIL	IPC*	PIL	IPC*		Contributi	Contributi	Contributi	Contributi	Contributi	Contributi
Globale	2,9	-	-3,0	-	5,5	-	100	Punti pct					
Stati Uniti	2,3	1,8	-6,0	0,8	4,5	1,7	15,2	0,35	-0,91	0,68			
Giappone	0,7	0,5	-5,0	0,0	3,0	0,3	4,1	0,03	-0,21	0,12			
Regno Unito	1,4	1,8	-6,5	0,9	3,8	1,5	2,2	0,03	-0,15	0,09			
Eurozona	1,2	1,2	-7,5	0,4	4,6	1,0	11,4	0,14	-0,86	0,52			
Germania	0,6	1,4	-7,0	0,5	5,0	1,2	3,2	0,02	-0,22	0,16			
Francia	1,3	1,3	-7,2	0,5	4,5	1,0	2,2	0,03	-0,16	0,10			
Italia	0,3	0,7	-9,0	0,0	5,0	0,7	1,8	0,01	-0,16	0,09			
Spagna	2,0	0,8	-8,0	-0,1	4,0	1,0	1,4	0,03	-0,11	0,06			
Svizzera	0,9	0,4	-6,0	-0,5	3,8	0,3	0,4	0,00	-0,02	0,02			
Brasile	1,1	3,7	-5,8	1,6	3,5	3,1	2,5	0,03	-0,15	0,09			
Messico	-0,1	3,6	-6,3	2,5	3,2	3,0	2,8	0,00	-0,18	0,09			
Argentina	-2,2	53,5	-7,4	50,0	3,7	40,0	0,7	-0,02	-0,05	0,03			
Russia	1,3	4,5	-6,8	3,1	4,0	4,0	3,1	0,04	-0,21	0,12			
India	4,2	3,7	2,0	3,3	7,4	3,9	7,7	0,32	0,15	0,57			
Cina	6,1	2,9	2,0	2,5	8,3	2,1	18,7	1,14	0,37	1,55			
Asia, esclusi Cina, India, Giappone**	4,8	2,1	-1,0	1,8	8,0	2,7	7,9	0,38	-0,08	0,63			

\* Indice dei prezzi al consumo. \*\* Hong Kong, Indonesia, Malesia, Filippine, Singapore, Corea del Sud, Taiwan, Thailandia e Vietnam.

Nota Bene: il PIL mondiale è PPA (Parità di Potere d'acquisto) e su base annua. I contributi sono tassi di crescita moltiplicati per la ponderazione del Paese/della regione nel PIL mondiale, espressi in punti percentuali.

Fonti: Bloomberg, IMF, Indosuez Wealth Management.

che a questo punto il nostro scenario sia il più probabile. I rischi sembrano concentrati in modo schiacciante sul ribasso, mentre sembra difficile immaginare sorprese al rialzo.

Non prevediamo che la Fed o la BCE opereranno ulteriori tagli dei tassi di riferimento quest'anno (Tabella 3). Le riduzioni già effettuate dalla Fed consentiranno alle altre banche centrali di abbassare i rispettivi tassi di riferimento, in linea con la nostra previsione di calo dell'inflazione, a condizione che il dollaro statunitense non si rafforzi eccessivamente.

Quest'anno lo scambio di merci a livello globale potrebbe contrarsi del 10-30% e per il nostro scenario abbiamo preso in considerazione una cifra più vicina all'estremità inferiore della forbice. A titolo di raffronto, i volumi di scambi sono crollati del 10% circa durante la crisi finanziaria globale e di qualcosa come il 60% durante la Grande Depressione. Gran parte dei Paesi assisterà a un deterioramento del saldo delle partite correnti. I surplus degli esportatori di petrolio diminuiranno, mentre il risparmio in bolletta per la maggior parte degli importatori probabilmente non si farà sentire, tenuto conto della contrazione generalizzata dei volumi commerciali. Non è da escludere che questa situazione inneschi una serie di crisi delle bilance dei pagamenti nei Paesi con riserve insufficienti, rischio che appare concentrato in prevalenza tra i Paesi a basso reddito. È importante sottolineare le buone notizie a margine, ovvero che siamo entrati nella pandemia di COVID-19 con squilibri di partite correnti notevolmente inferiori in generale rispetto ai livelli del 2008, quando questi risultarono essere tra le concause scatenanti della crisi.

La disoccupazione è destinata a salire rapidamente e a livelli difficilmente osservati nelle crisi passate, in misura più o meno marcata a seconda del sistema di previdenza sociale dei vari Paesi. Ovunque, le misure di sostegno fiscale mirano a sopperire al mancato reddito, indipendentemente dal canale di erogazione

utilizzato. Infatti, se i fondi non dovessero pervenire ai soggetti colpiti, la ripresa sarà più lenta e più contenuta. Le riassunzioni rappresenteranno indubbiamente una sfida e dipenderanno in misura cruciale dalla capacità delle misure di sostegno fiscale rivolte alle imprese di ogni dimensione di scongiurare una sfilza di fallimenti. A tale proposito, la risposta europea, che prevede aiuti finanziari alle aziende al fine di evitare licenziamenti, potrebbe anche rivelarsi più efficace rispetto alla strategia statunitense basata sull'erogazione di sussidi al crescente numero di disoccupati. I potenziali errori nell'implementazione dell'ingente supporto fiscale e monetario profuso in questa crisi rappresentano un importante rischio per il nostro scenario.

Dal punto di vista fiscale, è ipotizzabile che grossomodo metà delle misure di sostegno erogate dai vari Paesi rientrerà sotto forma di prestiti. Ciononostante, i disavanzi pubblici sono facilmente destinati a raddoppiare o peggio in termini di percentuale del PIL, mentre è probabile che i rapporti debito/PIL tocchino nuovi massimi. Quest'anno il deficit di bilancio generale del governo statunitense potrebbe passare da un livello intorno al 5% del PIL nel 2019 a oltre il 15%, mentre nell'Eurozona si assisterà verosimilmente a un'evoluzione dallo 0,7% del PIL lo scorso anno a circa il 7% quest'anno. Il disavanzo cinese è destinato anch'esso a lievitare, dal 6,5% nel 2019 a oltre l'11% nel 2020. Anche rispetto a queste cifre permane una forte incertezza, alla luce dell'approvazione di nuovi pacchetti di sostegno. Per quanto riguarda i livelli di debito, il rapporto debito sovrano/PIL generale lordo degli Stati Uniti crescerà presumibilmente dal 109% nel 2019 a oltre il 130% entro la fine dell'anno in corso. Quello italiano oltrepasserà con tutta probabilità il 155% del PIL e quello giapponese sfonderà quota 250%, mentre quello dell'Eurozona potrebbe passare dall'85% nel 2019 a circa il 97% quest'anno. Il rapporto debito/PIL cinese potrebbe balzare dal 55% al 65%. Purtroppo l'economia mondiale si è addentrata nella crisi attuale con uno stato di salute più precario rispetto al

**TABELLA 3: TASSI DI POLICY DELLA BANCA CENTRALE, PREVISIONI 2020-2021, %**

	Dic. 2018	Dic. 2019	Dic. 2020	Dic. 2021
Argentina	59,00	55,00	35,00	45,00
Arabia Saudita	3,00	2,25	1,00	1,00
Australia	1,50	0,75	0,25	0,25
Brasile	6,50	4,50	2,25	3,25
Cile	2,75	1,75	0,40	0,60
Cina	4,35	4,35	3,50	3,50
Corea del Sud	1,75	1,25	0,50	0,60
Emirati Arabi Uniti	2,75	2,00	0,75	0,75
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00
Filippine	4,75	4,00	2,45	2,65
Giappone	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
India	6,50	5,15	3,50	3,70
Indonesia	6,00	5,00	4,00	4,10
Malesia	3,25	3,00	1,75	1,95
Messico	8,25	7,25	4,00	4,30
Regno Unito	0,75	0,75	0,10	0,10
Russia	7,75	6,25	4,70	4,70
Stati Uniti	2,50	1,75	0,25	0,25
Sud Africa	6,75	6,50	3,40	3,50
Svizzera	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
Tailandia	1,75	1,25	0,40	0,40
Turchia	24,00	12,00	8,00	9,00

Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Rayong, Thailandia

passato, se si considera che il debito globale segnava già un massimo storico nel 2019. Questa sarà una caratteristica distintiva del mondo post COVID-19 e con tutta probabilità sarà accompagnata da un periodo prolungato (parliamo di decenni) di tassi d'interesse reali negativi (Grafico 8).

Le banche centrali impegnate nel *quantitative easing* assisteranno a una lievitazione dei rispettivi bilanci a livelli record. L'onere debitorio limiterà in un certo modo la libertà di articolazione della politica monetaria e da questo punto di vista osserviamo che fortunatamente le forze strutturali che contribuiscono a tenere l'aumento dei prezzi sotto controllo, in particolare la rivoluzione tecnologica, continueranno plausibilmente a dominare le forze cicliche negli anni a venire. Inoltre, la tolleranza in caso di overshooting degli obiettivi di inflazione sarà quasi certamente elevata, andando a limitare anche la risposta ipotizzabile a livello dei tassi di riferimento. La situazione imporrà presumibilmente una più stretta ed esplicita collaborazione tra istituti centrali, dipartimenti del tesoro e uffici incaricati della gestione del debito pubblico rispetto a quanto osservato all'epoca dell'indipendenza delle banche centrali, il che potrebbe risultare problematico nei Paesi in cui il livello di fiducia nelle istituzioni pubbliche è più basso.

Tirando le somme, questa risposta strategica storica alla pandemia globale dovrebbe consentire di recuperare la mancata produzione verso la fine del 2021, a patto di riuscire a limitare efficacemente la distruzione della capacità produttiva. Qualora i fallimenti aziendali dovessero persistere in maniera diffusa, questa crisi potrebbe tramutarsi in una recessione di stampo più classico e dalle conseguenze più durature.

Per concludere, negli anni a venire ipotizziamo che l'economia globale post COVID-19 potrebbe essere caratterizzata da:

- crescita bassa;
- debito elevato;
- inflazione bassa;
- tassi d'interesse nominali bassi;
- tassi d'interesse reali negativi.

## GRAFICO 8: TASSI FEDERALI E TASSI BCE, % REALE



Fonti: FactSet, Indosuez Wealth Management.

## GLI STATI UNITI E LE ELEZIONI CRUCIALI

Nel bel mezzo di una pandemia globale, altri problemi di primaria importanza per l'economia finiscono comprensibilmente in secondo piano. Tuttavia continuano a esistere e richiedono attenzione, appena possibile. Un problema strutturale tipico dell'economia statunitense è quello dei deficit gemelli, ovvero un disavanzo di bilancio abbinato a una bilancia delle partite correnti anch'essa negativa. Per quanto riguarda il bilancio, il deficit persiste dal 1970, con l'eccezione degli anni 1998-2002. Il disavanzo più cospicuo dal 1970 è stato registrato nel 2009, al 10% del PIL. Negli anni successivi è diminuito, ricominciando poi a salire nel 2016. Quest'anno potrebbe avvicinarsi al 20% del PIL, a seconda dei potenziali nuovi pacchetti di stimoli. L'Ufficio di bilancio del Congresso ha pubblicato nuove proiezioni al 24 aprile 2020, portando il rapporto debito/PIL al 17,9% per il 2020 e al 9,8% per il 2021. Il debito federale detenuto dal pubblico dovrebbe arrivare a quota 101% del PIL nel 2020 e 108% nel 2021.

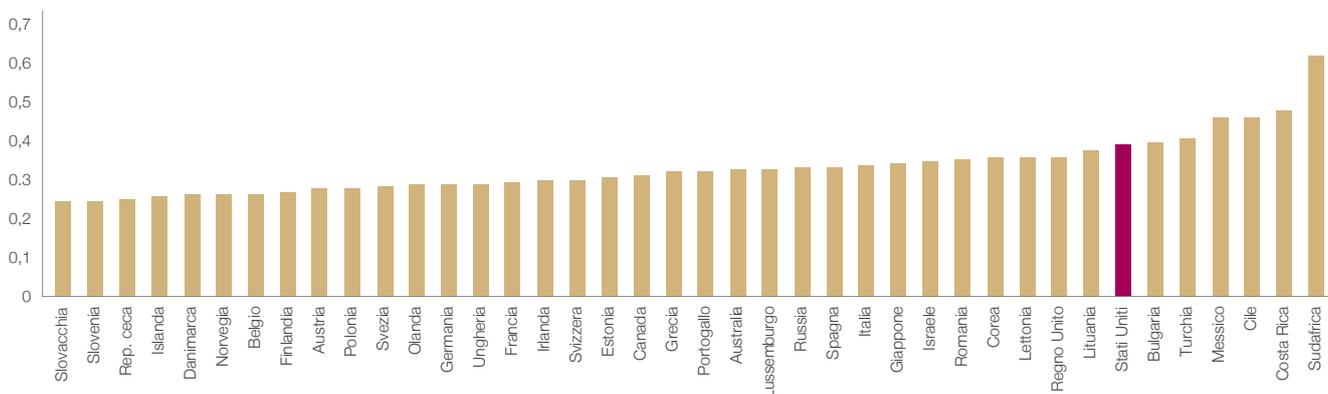
Ovviamente questa incredibile escalation è connessa principalmente alla risposta alla pandemia. Ciononostante, lo squilibrio fondamentale nelle finanze pubbliche statunitensi è un problema persistente. Anche il resto dell'economia dà prova di una certa propensione al sovraconsumo, come dimostrato dal fatto che gli Stati Uniti esibiscono il più cospicuo disavanzo delle partite correnti al mondo, in termini di dollari USA (il Regno Unito si piazza al secondo posto). Grazie al volume del PIL a stelle e strisce, ciò si traduce in un disavanzo delle partite correnti alquanto modesto del 2,3% a fine 2019. Il rapporto medio dal 1960 è del -1,6%, con un minimo di quasi il -6% nel 2006 e un massimo dell'1% del PIL nel 1975. Possiamo quindi concludere che gli Stati Uniti tendono a spendere oltre i loro mezzi, sia a livello dell'economia nel suo complesso, sia a livello di finanze pubbliche. Ciò rende necessaria l'importazione di capitale dall'estero per contribuire a finanziare questi deficit. Per gran parte degli altri Paesi una situazione simile potrebbe risultare insostenibile, in quanto si tradurrebbe in una crisi della bilancia dei pagamenti e in forti deprezzamenti della valuta con conseguenti effetti inflazionistici. D'altra parte, gli Stati Uniti sono spesso esenti dalle ripercussioni di questo atteggiamento

dissoluto, soprattutto in quanto beneficiano del "privilegio esorbitante" di essere l'emittente della valuta di riserva per il mondo intero, per citare Barry Eichengreen. Ciononostante, la detenzione estera di debito del Tesoro USA è diminuita dal 47% nel 2009 al 41% nel 2019. Attualmente il Giappone e la Cina possiedono un 7% ciascuna, in calo dal 10% e 12% rispettivamente nel 2009. Perciò è evidente che nemmeno gli Stati Uniti sono completamente immuni dal declino della domanda estera per le proprie attività finanziarie e, alla luce di ciò, i deficit gemelli rappresentano un problema strutturale importante e crescente nell'economia a stelle e strisce.

## COMMERCIO

Apparentemente l'amministrazione Trump ha tentato di affrontare il problema delle partite correnti (o disavanzo commerciale) lanciandosi in una guerra degli scambi essenzialmente contro la Cina. Se il deficit commerciale è il risultato di un consumo superiore ai propri mezzi, possiamo facilmente comprendere i limiti di qualsiasi tentativo di risolvere il problema a suon di politiche commerciali bilaterali. La tattica più efficace per affrontare il disavanzo commerciale consisterebbe nell'aumentare le tasse all'interno del Paese, mentre nel 2017 il governo ha preso la decisione opposta. Naturalmente il successo dell'abbattimento del deficit commerciale con tasse più alte dipende dall'effettiva necessità di tali importazioni e da quanto siano ritenute essenziali anche a fronte di un potere di acquisto ridotto. Resta il fatto che l'incremento delle tasse tende a deprimere la domanda e comprimere le importazioni, mentre il loro abbassamento produce l'effetto opposto. Bisogna anche dire che la riduzione delle tasse del 2017 ha influito negativamente sulla distribuzione del reddito negli Stati Uniti, che era già tornata a livelli di disuguaglianza osservati per l'ultima volta verso la fine degli anni Venti. Come si può vedere nel Grafico 9, si tratta di un problema che gli USA non condividono con le altre grandi economie avanzate e che genera profonde ripercussioni sociali, tra cui maggiori nostalgie protezionistiche.

GRAFICO 9: COEFFICIENTE DI GINI, 2019 O PIÙ RECENTE



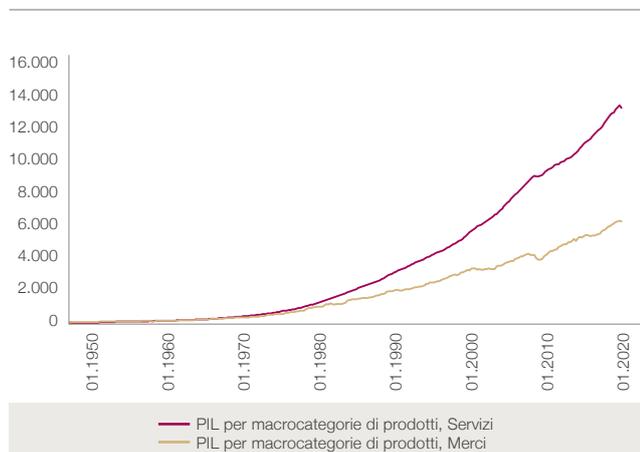
0=perfettamente uguale, 1=perfettamente diseguale  
 Fonti: OCSE, Indosuez Wealth Management.

I dazi pongono un problema simile all'aumento delle tasse, in quanto se le importazioni interessate beneficiano di una domanda insensibile ai prezzi (come le medicine), il disavanzo commerciale rischia di crescere all'aumentare del protezionismo. Sembra essere proprio quanto successo almeno fino a dicembre 2018, quando il deficit commerciale ha toccato un minimo di 61 miliardi di dollari a livello locale, per poi migliorare in una certa misura. Sul fronte degli scambi sono state lanciate nuove intimidazioni ed è probabile che l'amministrazione USA manterrà questi toni finché rimarrà al timone. Ormai le attività commerciali sono state decimate dalla pandemia, ma sul lungo periodo persistono le minacce protezionistiche per l'economia statunitense e mondiale.

## SERVIZI E MANIFATTURA

Lo slogan "*Make America Great Again*" fa leva sul malessere derivante da un altro sviluppo strutturale, ovvero il declino percepito del settore manifatturiero. Diciamo "percepito" perché la produzione industriale è cresciuta, con pochissime interruzioni, da quando il comparto è stato superato dai servizi, verso la fine degli anni Cinquanta (Grafico 10). A dire il vero, la quota della manifattura nell'economia è scesa sotto l'11% negli Stati Uniti e sotto il 20% nella maggior parte delle economie mature, ma per effetto dell'accelerazione della crescita dei servizi e non di una contrazione della produzione industriale. Analogamente, ad oggi il 65% dell'economia mondiale è rappresentato dai servizi e persino in Cina tale comparto è più esteso di quello manifatturiero. Curiosamente, pur essendo dominati dal deficit nello scambio di merci, gli USA esibiscono un surplus sulla bilancia commerciale dei servizi. Se venisse messo in risalto adeguatamente, questo particolare punto di forza sarebbe capace di rendere l'America ancora più grande.

**GRAFICO 10: PIL STATUNITENSE PER SETTORE, MILIARDI DI USD**



Fonti: FactSet, Indosuez Wealth Management.

Naturalmente, osservando i settori sotto il profilo dell'occupazione, la situazione del comparto manifatturiero assume tinte molto più deprimenti. I posti di lavoro nell'industria sono cresciuti da 9 milioni nel 1939 a un massimo di quasi 20 milioni nel 1979, dopodiché la tendenza ha virato al ribasso, essenzialmente per effetto della maggiore efficienza tecnologica. Naturalmente l'occupazione del settore è stata fortemente penalizzata dalla crisi del 2008, scendendo a 11,5 milioni nel 2009, per poi tornare a migliorare fino a 12,4 milioni nel 2016. Il recente massimo è stato di 12,9 milioni a novembre 2019, il che equivale a dire che durante l'amministrazione Trump sono stati creati 500.000 posti di lavoro. La pandemia ha nuovamente ridimensionato il numero a 11,5 milioni ad aprile 2020 e bisogna mettere in conto un'ulteriore diminuzione. Nel frattempo, i posti di lavoro nel settore dei servizi sono lievitati da 14,9 milioni nel 1939 a 108 milioni a febbraio 2020, prima di crollare a 90,6 milioni ad aprile 2020. Sempre in questo mese, il tasso di disoccupazione è salito al 14,7% e probabilmente continuerà a crescere per poi tornare ad assestarsi su una cifra singola verso fine anno. Tuttavia, il ritorno in prossimità del 3,5% osservato a febbraio 2020 richiederà tempi molto più lunghi.

## INVESTIMENTI

Nel periodo 1948-1975 gli investimenti aziendali hanno rappresentato quasi l'11% del PIL statunitense. Negli anni successivi e fino al 2019 sono cresciuti fino al 13% del PIL, arrivando a superare il 15% negli anni Ottanta. La crescita degli investimenti ha subito una battuta d'arresto nel 2009, calando del 21,2% a un tasso annualizzato destagionalizzato, per poi rimbalzare del 14,1% nel 2010, un'indicazione di ciò che ci possiamo aspettare di osservare nel biennio 2020-2021. Dal 2010 è però sceso gradualmente a un livello comunque positivo dell'1,8% nel 2019, benché l'anno sia stato caratterizzato da tre trimestri negativi. In generale le risorse finanziarie non rappresentano un problema. In molte grandi aziende la liquidità abbonda o abbondava prima della pandemia, mentre i tassi d'interesse sono molto bassi. Inoltre, il tasso di risparmio delle famiglie in percentuale del reddito disponibile appare ragionevolmente elevato. Nel 2010 è stato registrato un minimo del 5,7%, seguito negli anni successivi da una media del 7,4%. A marzo 2020, con l'avvento della pandemia, è balzato al 13%. Pertanto, prima della crisi sanitaria, molte società preferivano riacquistare azioni proprie o acquistare azioni di altre aziende anziché espandere gli investimenti. Entrambe le preferenze tendono a risultare positive per le quotazioni azionarie, ma non sono necessariamente produttive per l'economia nel complesso.



Washington DC, Stati Uniti

## MINORE CONCORRENZA E MOBILITÀ DEI LAVORATORI

Le fusioni possono tradursi in una minore concorrenza e ciò costituisce un problema negli Stati Uniti (ma anche altrove), se si conta che il numero di società quotate nelle borse americane è sceso da 8.090 nel 1996 a 4.397 nel 2018. Ciascun settore è quindi dominato da un numero minore di imprese, che presumibilmente beneficiano di un potere di fissazione dei prezzi di stampo monopolistico, apprezzato dagli azionisti ma capace di attenuare le performance economiche. In ragione della loro relativa rarità, anche i riacquisti di azioni proprie spingono le quotazioni verso l'alto, benché il rialzo non rifletta il raggiungimento di particolari risultati da parte delle società interessate. Tutto ciò si traduce in un declino della competitività statunitense in termini assoluti.

La mobilità nel mondo del lavoro statunitense è in flessione dalla metà degli anni Sessanta e al momento è comparabile a quella in Europa, se si esclude il fattore linguistico. Il calo è imputabile a un forte inasprimento dei requisiti relativi alle licenze professionali a livello statale, il che va a intralciare la mobilità tra Stati. Anche l'assistenza sanitaria ha il suo peso e, quando viene fornita dal datore di lavoro, rappresenta un aspetto a cui molti non sono disposti a rinunciare facilmente. I prezzi delle abitazioni hanno pure un certo impatto sulla mobilità, in quanto disincentivano dal trasferirsi in aree caratterizzate da prezzi elevati e al contempo incoraggiano a spostarsi in zone dove il mercato immobiliare è più accessibile. Al momento la casa è al primo posto tra i motivi di trasferimento negli Stati Uniti.

## DISFUNZIONE POLITICA

La disfunzione politica è aumentata, in parte per effetto della storica sentenza della Corte Suprema del 2010 (*Citizens United versus Commissione Elettorale Federale*) che ha di fatto rimosso ogni limitazione alle donazioni politiche provenienti da imprese, organizzazioni sindacali e singoli cittadini. I distretti elettorali sono stati ridisegnati in modo da diventare praticamente monopartitici, senza contare che spesso l'iscrizione degli elettori è complicata al punto da risultare impossibile. Negli Stati Uniti la partecipazione alle urne alle elezioni presidenziali è intorno al 60% degli aventi diritto al voto, un dato inferiore alla media del 70% per i Paesi OCSE. Parte di questa disfunzionalità è emersa in maniera evidente nella risposta del Paese alla pandemia.

Una crisi sanitaria globale impone una risposta concertata a livello mondiale. Come minimo, richiede uno sforzo coordinato centralmente in ciascun Paese. Anche in uno Stato federale, come nel caso della Germania, è una cosa assolutamente fattibile. Sotto l'amministrazione attuale gli Stati Uniti non dimostrano alcuna inclinazione ad accollarsi il ruolo di coordinatore globale come ha fatto nel corso delle crisi sanitarie passate, ad esempio con l'AIDS o il virus Ebola. Nessun'altra super potenza ha preso in mano la situazione, benché la Cina potrebbe vedersi bene in questo ruolo, soprattutto se i suoi scienziati dovessero essere i primi a sviluppare un vaccino. Fintanto la minaccia, gli Stati Uniti hanno deciso di revocare i finanziamenti all'Organizzazione Mondiale della Sanità nel bel mezzo della crisi, adducendo un orientamento filo-cinese da parte di quello che di fatto è il principale coordinatore della risposta all'emergenza sanitaria globale. Se questa è la falsariga su cui si baserà il comportamento delle super potenze in futuro, non possiamo fare altro che rammentare gli anni Venti del secolo scorso e il periodo che ne è seguito, i cui eventi sono stati trainati per lo più da politiche basate sulla salvaguardia (percepita) degli interessi nazionali.

Uno scenario alternativo è possibile. L'esperienza di questa pandemia potrebbe insegnare ai cittadini che amministrare un Paese e rispondere a crisi globali è un lavoro serio, da mettere nelle mani di *leader* competenti. Il Regno Unito sembra essersi mosso in tal senso con l'elezione del nuovo *leader* del Partito laburista, inoltre è emerso un cambio di atteggiamento anche da parte del Primo Ministro Boris Johnson. La domanda cruciale resta ovviamente cosa potrebbe succedere alle elezioni USA previste per il 3 novembre 2020.

Questo evento resta circondato da una forte incertezza, anche rispetto alle possibili modalità di svolgimento. Benché al momento il candidato più gettonato dei Democratici alle presidenziali sia Joe Biden, la convention del partito è stata rimandata ad agosto, anche se ad oggi la data non può certo essere confermata. Logistica a parte, la rielezione di Donald Trump non è scontata. Una notevole differenza rispetto al 2016 consiste nel fatto che il Partito Democratico si sta stringendo intorno a Joe Biden in un modo mai osservato con Hillary Clinton. In quell'occasione, gran parte dei sostenitori di Bernie Sanders voltò le spalle alla Hillary Clinton, mentre questa volta i *leader* della sinistra democratica sono dalla parte di Joe Biden. L'unità del Partito Democratico rappresenta una notevole minaccia per la rielezione di Donald Trump.

Ad aprile i sondaggi a livello nazionale mostrano Joe Biden in testa rispetto a Donald Trump con un margine compreso tra il 4% e l'11%. Nel 2016 Hillary Clinton spuntò il voto popolare con un margine del 2%. È difficile tradurre le preferenze elettorali a livello nazionale in voti effettivi, ma è probabile che Joe Biden debba vincere il voto popolare con un margine di almeno il 5% per conquistare la maggioranza degli elettori. La partecipazione alle urne sarà cruciale per decidere l'esito e anche questo è un aspetto difficile da prevedere ai tempi del COVID-19. Nel 2016 la partecipazione dei votanti tra i 18 e i 29 anni è aumentata, pur restando bassa rispetto a quella delle persone dai 65 anni in su (46% per i primi a fronte del 71% per i secondi).

Nel complesso il consenso per il Presidente Donald Trump ha retto bene, in media, con un 43,6% ad aprile, in calo da quasi il 46% un mese prima. Questo dato si attesta al di sopra della media del suo mandato (40%) ma al di sotto della media di tutti i presidenti USA dal 1938 (53%). In un contesto di polarizzazione politica, gli americani sembrano piuttosto uniti a livello di opinioni sulla risposta alla pandemia. Secondo il Pew Research Center, il 66% degli intervistati pensa che Donald Trump stia riaprendo l'economia troppo presto, il 65% ritiene addirittura che sia stato troppo lento nel rispondere alla crisi, mentre il 61% è dell'idea che le informazioni del Presidente sulla crisi siano inaccurate.

## MUTAMENTI NEGLI ATTEGGIAMENTI

Gli atteggiamenti sono mutati anche rispetto ad altre questioni strategiche cruciali. Il supporto tra i cittadini statunitensi per il libero scambio è cresciuto al 56%. Il 67% si schiera a favore dell'immigrazione, mentre il 54% è favorevole a un sistema di assistenza sanitaria pubblica per tutti i cittadini da parte del governo federale. La polarizzazione è ancora alta, infatti il 63% degli intervistati ritiene che la nazione sia divisa, benché questo dato sia calato dal 76% a settembre 2019. Resta da capire quanta influenza avrà tutto questo sul risultato alle urne, ad ogni modo la vittoria di Donald Trump non dovrebbe essere data per certa.

Quale orientamento potrebbero assumere le politiche degli Stati Uniti con un potenziale Presidente Joe Biden? Riportiamo di seguito una serie di misure alle quali quest'ultimo è favorevole:

- aumento del salario minimo a 15 dollari all'ora;
- congedo parentale e indennità di malattia retribuita;
- riduzione del debito per gli studenti;
- incremento salariale per gli insegnanti;
- tassa sulle emissioni di carbonio;
- blocco dei nuovi contratti di locazione per attività connesse a petrolio e gas su terreno federale;
- espansione del programma sanitario Affordable Care Act;
- investimenti infrastrutturali finanziati inasprendo le tasse sulle imprese (lasciandole comunque al di sotto dell'aliquota pre-2017) e sui patrimoni più consistenti;
- incremento dell'imposta sulle plusvalenze;
- ampliamento del budget per la difesa;
- indagini per accertare l'esigenza di adottare iniziative antitrust nel settore tecnologico;
- astensione dall'imporre dazi su altri Paesi;
- adesione al CPTPP (il partenariato commerciale transpacifico da cui gli Stati Uniti si sono ritirati);
- abolizione del diritto di spendere risorse illimitate per le campagne politiche.

Indipendentemente dall'opinione personale su queste politiche, complessivamente appaiono meno favorevoli alle imprese rispetto a quelle dell'amministrazione attuale. Inoltre, si tradurrebbero verosimilmente in un maggiore ruolo del governo nella vita economica, oltre alla probabile introduzione di nuove politiche volte ad aumentare la resilienza e la preparazione a crisi future (ad esempio migliorando le condizioni salariali degli operatori sanitari). Molte di queste politiche farebbero bene all'economia nel lungo periodo, ad esempio migliorando la distribuzione reddituale, ma ciò che giova all'economia in termini fondamentali non sempre sostiene le performance del mercato azionario a breve termine, e viceversa. Le prospettive per l'economia statunitense e i suoi mercati finanziari sono strettamente connesse all'esito delle elezioni 2020, non solo in termini di identità del futuro presidente, bensì anche di quali saranno le maggioranze al Congresso. Se Joe Biden dovesse vincere la presidenza ma i Democratici non riuscissero a spuntare la maggioranza al Senato, l'approvazione di leggi sui vari punti richiamati sopra diventerebbe un'impresa ardua. Capovolgere la maggioranza al Senato è possibile ma comunque difficile. I Democratici devono conquistare 4 nuovi seggi e al momento 4 Stati sono considerati in bilico, il che significa che il partito dovrebbe occuparli tutti. In caso contrario, solo una profonda opera di rinnovamento all'interno del Partito Repubblicano consentirebbe di portare avanti la lista di riforme di Joe Biden.

## CINA E LA REGIONE ASIA-PACIFICO

La Cina è responsabile di circa un terzo della crescita osservata nell'economia globale negli ultimi anni. Lo scorso anno ha contribuito con 1,14 punti percentuali all'ampliamento del PIL mondiale del 2,9%. Quest'anno l'apporto scenderà probabilmente a 0,37 punti percentuali. In termini assoluti si tratta di una performance molto più positiva rispetto ai contributi negativi che ci aspettiamo dagli Stati Uniti e dall'Eurozona, ma l'entità del declino sarà maggiore in Cina rispetto alle altre potenze economiche mondiali, con riferimento a questo parametro.

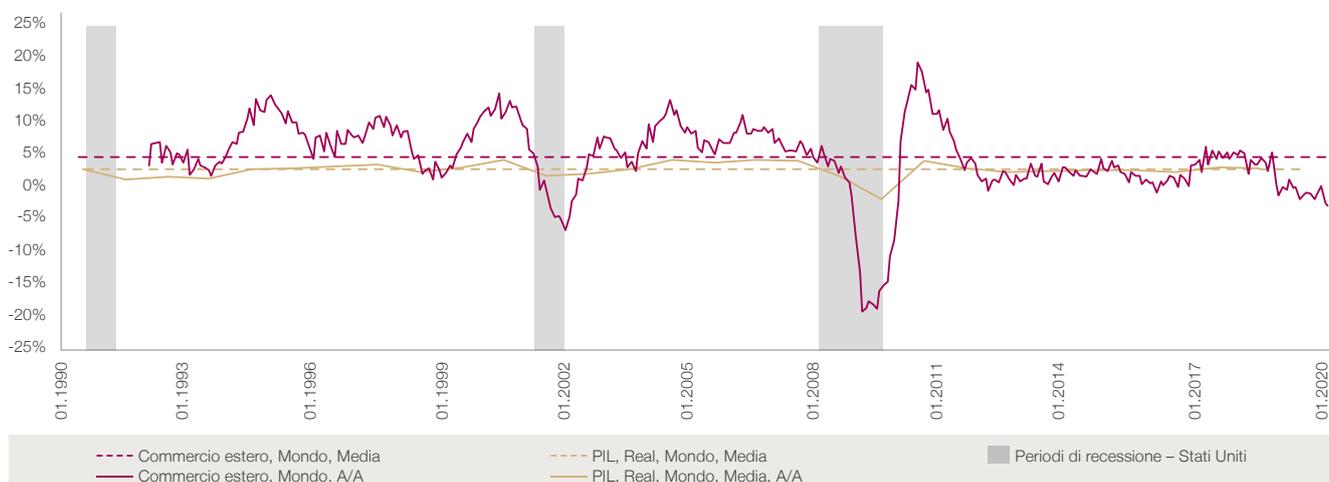
Quando la Cina ha esibito (fugacemente) un tasso di crescita del PIL del 15%, il volume della sua economia era di gran lunga più contenuto. Nell'arco di tempo necessario per scendere a un tasso di crescita del 6% nel 2019, le dimensioni dell'economia cinese sono più che raddoppiate. Di conseguenza, la Cina ha contribuito di più all'espansione del PIL mondiale con un tasso di crescita inferiore di quanto abbia mai fatto nella fase di crescita accelerata. La crisi del COVID-19 ha interrotto questa dinamica, ma è importante notare che la Cina e l'India sono gli unici due Paesi che probabilmente saranno in grado di contribuire positivamente al PIL mondiale quest'anno, secondo le nostre previsioni. Quando l'economia globale recupererà una certa normalità, possiamo aspettarci che il peso economico della Cina torni ad aumentare, con un declino contestuale del tasso di crescita del PIL. Possiamo ipotizzare che il suo tasso di crescita raggiungerà potenzialmente il 2% verso metà secolo e che entro tale data si sarà ormai affermata come maggiore economia al mondo. Il suo peso potrebbe crescere dall'attuale 18% al 20% nel 2050 (a parità di potere d'acquisto, stando a uno studio di PWC del 2017). Nello stesso periodo, il peso dell'India potrebbe

più che raddoppiare, andando dall'attuale 7% al 15% nel 2050 e imponendosi come seconda economia al mondo per dimensioni. Gli Stati Uniti si troverebbero al terzo posto, con una porzione di economia globale in calo dal 16% al 12%, mentre l'UE potrebbe assistere a una contrazione dall'attuale 15% al 9% nei prossimi 30 anni. Non c'è dubbio che gran parte della crescita in futuro proverrà dall'Asia.

La diminuzione delle quote non significa in alcun modo declino della crescita o della ricchezza. Significa solo che altri Paesi crescono a una velocità maggiore. Ciononostante, l'ascesa cinese è destinata a destare grande ansia tra i Paesi la cui importanza relativa è messa in discussione, non solo in termini economici ma anche di influenza politica, che tende ad andare di pari passo con il potere economico. Queste tendenze erano già chiaramente visibili prima della crisi del COVID-19, come ha dimostrato in particolare l'amministrazione USA con la guerra commerciale intrapresa di propria iniziativa (Grafico 11). Oggi è più che mai difficile intravedere quale sarà l'equilibrio dei poteri a livello globale, poiché solo il tempo potrà restituire un verdetto sul comportamento delle super potenze durante la crisi e un responso finale sulle conseguenze economiche.

Nel 2017, il Presidente Xi ha dichiarato che la Cina si trovava ormai "al timone" in materia di affari internazionali e che "si apprestava a guadagnare una posizione di spicco e a dare un contributo maggiore all'umanità". Il significato concreto di queste parole è soggetto a interpretazione, anche se il Paese ha dato prova di una certa esitazione nel tenere fede ai suoi propositi nella crisi attuale.

**GRAFICO 11: VOLUMI DEL COMMERCIO GLOBALE E PIL GLOBALE, %, E MEDIE, CON PERIODI DI RECESSIONE STATI UNITI**



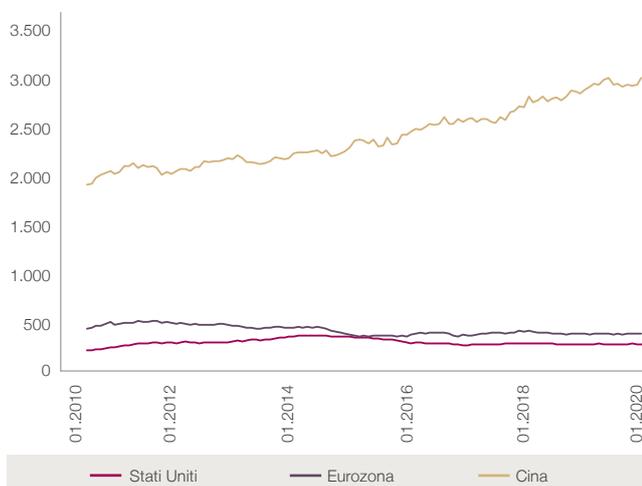
Fonti: FactSet, Indosuez Wealth Management.



Pechino, Cina

Un'ulteriore preoccupazione riguarda la stabilità del sistema finanziario cinese, alla luce del fatto che il livello di debito complessivo del Paese ha raggiunto il 300% del PIL (incluso il debito delle famiglie, delle imprese e del governo; 1° trim. 2019, IIF). Tra l'altro, questo dato aiuta a inquadrare meglio la risposta fiscale alla crisi del COVID-19 alquanto più tiepida in Cina rispetto ai Paesi occidentali. Benché si possa presumere che molte banche cinesi abbiano problemi connessi a crediti deteriorati, gli istituti principali sono detenuti dallo Stato e prestano prevalentemente a società a partecipazione statale. Con riserve di valuta estera pari a 3.060 miliardi di dollari statunitensi, nessun altro Paese dell'universo si avvicina al tesoretto cinese con cui combattere una crisi finanziaria (Grafico 12).

#### GRAFICO 12: RISERVE IN VALUTE ESTERE: CINA, STATI UNITI ED EUROZONA, MILIARDI DI USD



Fonte: FactSet, Indosuez Wealth Management.

Inoltre, mentre i tassi d'interesse offerti sui depositi e applicati ai prestiti sono stati liberalizzati, i margini proposti appaiono elevati e sostengono la redditività delle banche. Senza contare che il debito cinese è emesso in valuta locale ed è in mano a investitori nazionali, il che riduce ulteriormente il rischio di una crisi finanziaria malgrado il livello di indebitamento elevato.

In Corea del Sud, alle elezioni del 15 aprile il partito democratico Minju del Presidente Moon Jae-in, attualmente al governo, ha ottenuto una vittoria senza precedenti, conquistando 180 dei 300 seggi nell'Assemblea nazionale, rispetto ai 123 seggi detenuti in precedenza. Pur ponendo fine allo stallo parlamentare, questo risultato è comunque inferiore alla maggioranza di 2/3 necessaria per portare avanti la riforma costituzionale.

In Giappone, invece, il mandato di Shinzo Abe giungerà al termine a settembre 2021. A novembre del 2019 Abe ha conquistato il titolo di Primo ministro più longevo del Giappone, inoltre la maggioranza del suo partito ha fatto emergere il Paese come relativa oasi di pace in tempi recenti, mentre molte altre economie mature hanno attraversato rilevanti trasformazioni politiche. Occorrerebbe tuttavia una riforma delle regole di partito per consentirgli di rimanere in carica oltre settembre. Stando ai recenti sondaggi, non sembra esservi un supporto schiacciante in tal senso, e un passaggio di consegne potrebbe inaugurare una fase di minore stabilità del governo al di là delle elezioni di settembre 2021. Nel frattempo, il *policy-mix* del Giappone si è rivelato particolarmente attivo nel contesto della crisi, con una delle risposte fiscali più corpose rispetto al PIL, una migliore capacità di gestire la pandemia e un istituto centrale che ha annunciato acquisti illimitati di debito pubblico.

## POVERTÀ IN AUMENTO

L'Australia ha esibito un periodo fenomenale di crescita positiva del PIL durato 28 anni, che ora però sta volgendo brutalmente al termine a causa della pandemia globale. Con un'economia dipendente dalla Cina e dalle materie prime, le performance del Paese saranno ovviamente collegate all'evolvere della situazione in queste due aree.

L'India è alle prese con lo shutdown in un'economia popolata da 1,3 miliardi di persone dove, stando alle stime della Banca mondiale, nel 2018 il 75% dei lavoratori operava in modo non regolare. Gran parte di questi lavoratori non percepisce attualmente alcuno stipendio, risarcimento o indennità di malattia. Il governo ha varato un pacchetto di misure di sostegno da 22 miliardi di dollari statunitensi, mentre la Reserve Bank of India ha effettuato un'iniezione di liquidità da 63 miliardi di dollari, oltre ad abbassare i tassi. Sono state introdotte diverse misure mirate, tra cui supporto alimentare, sostegni per le aziende agricole, un'indennità di 1.000 rupie indiane per le famiglie vulnerabili, prestiti senza garanzie, copertura assicurativa per gli operatori sanitari e allentamento delle disposizioni sui fallimenti. Le sfide connesse alla protezione dei milioni di persone che vivono negli affollati bassifondi sono mastodontiche. Il fatto che l'80% della popolazione abbia meno di 44 anni potrebbe essere una benedizione, tenuto conto della maggiore possibilità di contrarre il virus con sintomi più lievi, tuttavia l'aumento dei test ha messo in luce un numero crescente di contagi, con il conseguente prolungamento del *lockdown*. La giovane età della popolazione si traduce anche in una difficoltà specifica. Ogni mese qualcosa come 1 milione di giovani entra nel mondo del lavoro. Per assorbirli tutti, occorrerebbe una crescita dell'economia a un ritmo annuo dell'8%, in tempi normali. Come spesso avviene in molte economie, vi è una forte pressione a favore di un intervento più incisivo sul fronte fiscale, il che però potrebbe richiedere ulteriori misure monetarie al fine di controllare i costi di servizio del debito, con un conseguente aumento del rischio di declassamento del Paese ad opera delle agenzie di rating.

I Paesi in via di sviluppo asiatici hanno varato pacchetti di misure di supporto per l'emergenza COVID-19 pari al 3,7% del PIL, a fronte di una media globale dell'11% (ESCAP). I saldi di bilancio dei governi centrali, che nel 2019 ammontavano al -6% del PIL in Asia, sembrano destinati a deteriorarsi fino al 10% del PIL nel 2020. Il rischio valutario è certamente un problema nell'area, per effetto delle politiche più accomodanti e dell'avversione al rischio generalizzata. Molte divise asiatiche hanno subito un deprezzamento del 5% circa da inizio anno rispetto al dollaro statunitense, il che comunque non è niente rispetto alle svalutazioni intorno al 25% da inizio anno per alcune economie basate sulle materie prime. In sostanza, i Paesi con un disavanzo delle partite correnti potranno facilmente esibire valute tendenti al deprezzamento. Sotto questo punto di vista le quotazioni petrolifere basse sapranno indubbiamente portare un po' di sollievo, dato che le economie asiatiche sono in gran parte importatrici nette di combustibili fossili.

Il FMI, la Banca mondiale e l'Asian Development Bank hanno stanziato miliardi di dollari di aiuti, mentre il G20 ha concesso periodi di grazia per il rimborso dei debiti da parte dei Paesi a basso reddito, senza contare che arriveranno probabilmente ulteriori interventi. Ciononostante, mentre il mondo sviluppato si appresta ad allentare le misure di confinamento, nei Paesi in via di sviluppo si assisterà sicuramente a un deterioramento della situazione.

Secondo la Banca mondiale, l'Africa subsahariana sarà la più colpita, non necessariamente a livello di numero di contagi da COVID-19, bensì in termini di aumento della povertà. Quest'anno l'indigenza globale è destinata ad aumentare per la prima volta dal 1998, con il potenziale sprofondamento in condizioni di povertà estrema per 50 milioni di persone.



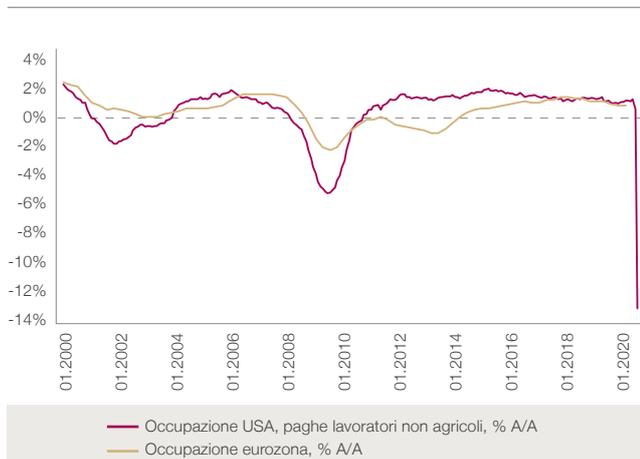
Melbourne, Australia

## EUROZONA

L'Eurozona si trova a fare i conti, grossomodo fin dagli albori, con una percezione insinuante secondo cui l'unione monetaria sarebbe destinata a fallire a un certo punto. Questa considerazione è fondata sull'importante lavoro condotto negli anni Sessanta da Robert Mundell, per citare un nome, sul tema delle aree valutarie ottimali. L'idea che resiste tuttora è che le unioni monetarie necessitano di trasferimenti fiscali interni all'unione, ragion di più se la mobilità della forza lavoro è bassa. Ovviamente il mondo è cambiato negli ultimi 60 anni circa. La mobilità della forza lavoro all'interno dell'UE è raddoppiata dal 2000, mentre negli Stati Uniti il Census Bureau segnala che i cambi di lavoro sono calati del 25% tra il 1997 e il 2013. Tra i fattori che contribuiscono alla maggiore stanzialità dei cittadini statunitensi troviamo l'inasprimento dei criteri sulle licenze professionali, che tendono a essere rilasciate a livello statale, disincentivando quindi la mobilità tra Stati, il costo dell'assicurazione sanitaria, che incoraggia a rimanere attaccati ai datori di lavoro che la garantiscono, e infine i prezzi delle abitazioni, che possono tanto favorire quanto frenare i trasferimenti. Ad oggi la differenza tra Stati Uniti ed Europa in questo ambito è riconducibile fondamentalmente alle barriere linguistiche. Inoltre, il record di occupazione dell'Eurozona è paragonabile a quello statunitense, tenuto conto del fatto che nel 2011-2012 il vecchio continente ha attraversato una seconda crisi, a cui gli USA sono scampati (Grafico 13).

Resta il fatto che un'unione fiscale rafforzerebbe indubbiamente la moneta unica europea. Tuttavia, negli USA l'aggregazione monetaria ha dovuto attendere una settantina d'anni prima di concretizzare l'unione fiscale, contando dalla fine della Guerra civile nel 1865 fino al secondo New Deal nel 1935-1936. L'Unione monetaria europea fu creata nel 1992 con il Trattato di Maastricht, seguito dall'introduzione dell'euro nel 1999. A 21 anni di età, l'euro è ancora un giovanotto rispetto al possente dollaro e, benché al momento la convergenza fiscale trovi scarso consenso in Europa, le cose potrebbero essere molto diverse tra una cinquantina d'anni, come è accaduto per il biglietto verde.

**GRAFICO 13: CRESCITA DELL'OCCUPAZIONE NEGLI USA E NELL'EUROZONA, % SU BASE ANNUA**



Fonti: FactSet, Indosuez Wealth Management.

La pandemia di COVID-19 potrebbe accelerare il cambiamento. Pur senza arrivare alla mutualizzazione diretta dell'onere debitorio nell'Eurozona, tutte le regole canoniche sono state allentate alla luce della crisi. È lecito ipotizzare che il fulcro della questione sia rappresentato dalla situazione travagliata dell'Italia, come anche da quella della Grecia. Per quanto la risposta dell'Europa alla disastrosa emergenza del COVID-19 in Italia sia apparsa tardiva e complicata, bisogna dire che gli ingranaggi si sono mossi a velocità supersonica rispetto a quanto successo dopo la crisi del 2008. All'epoca occorsero quattro anni e una seconda crisi, nel 2011-2012, per far sì che l'Europa si rimboccasse le maniche. Questa volta le autorità hanno predisposto nuovi programmi nell'arco di poche settimane e con tutta probabilità ne seguiranno altri nei prossimi mesi. La BCE ha espresso un impegno illimitato ad ampliare i suoi programmi di sostegno, mentre il Consiglio europeo e la Commissione continuano a predisporre misure supplementari. Con queste reti di protezione, i Paesi membri dell'UE sono di fatto liberi di spendere tutto ciò che serve in interventi volti a mitigare gli effetti della pandemia. Anche se con tutta probabilità nessuna delle risposte delle varie nazioni e regioni alla crisi attuale supererà il test della storia esente da critiche, l'Europa ha indubbiamente imparato una serie di lezioni importanti dalla crisi finanziaria globale.

Ciononostante, le conseguenze fiscali saranno pesanti. Il bilancio generale dell'Eurozona, che nel 2019 esibiva un deficit dello 0,7% del PIL, affonderà probabilmente in prossimità del -8% del PIL quest'anno. Il surplus di bilancio della Germania dell'1,4% del PIL l'anno scorso lascerà il posto a un deficit probabilmente superiore al 5% del PIL. L'Italia, la Francia e la Spagna potrebbero ritrovarsi con deficit nel range dell'8-10%. Tra i tre Paesi, il primo potrebbe esibire il disavanzo più basso, a fronte però del rapporto debito/PIL più elevato, ed è proprio questo punto ad allarmare l'Unione.

La decisione del Regno Unito di uscire dall'Unione europea ha peggiorato la situazione, benché il Paese non abbia mai adottato l'euro. Molti temono che un giorno l'Italia potrebbe intraprendere un percorso simile. Le prossime elezioni politiche italiane sono previste a maggio del 2023, mentre nel 2022 avrà luogo l'elezione del Presidente della Repubblica. Non è da escludere che il cambiamento arrivi anche prima, se si considera che il Paese ha avuto 68 governi diversi in 73 anni, ma presumibilmente nessun partito tenterà di mandare deliberatamente a monte l'esecutivo nel bel mezzo di una pandemia globale.

Secondo un sondaggio condotto a marzo 2020 dall'agenzia di stampa Dire, il 67% degli italiani considera l'adesione all'UE uno svantaggio, in aumento dal 47% a novembre 2018. Naturalmente è possibile individuare prove anche a sostegno della tesi contraria. Stando a un sondaggio Censis di fine 2019, il 25% degli italiani si dichiarava a favore dell'uscita dall'Unione. Gli altri Paesi membri restano fortemente convinti, come dimostrato dall'evolvere dell'orientamento della Germania a favore di soluzioni di finanziamento a livello regionale.

Siamo profondamente convinti che l'euro sopravviverà con i suoi attuali membri intatti, come accaduto anche nel 2011-2012.

## AMERICA LATINA

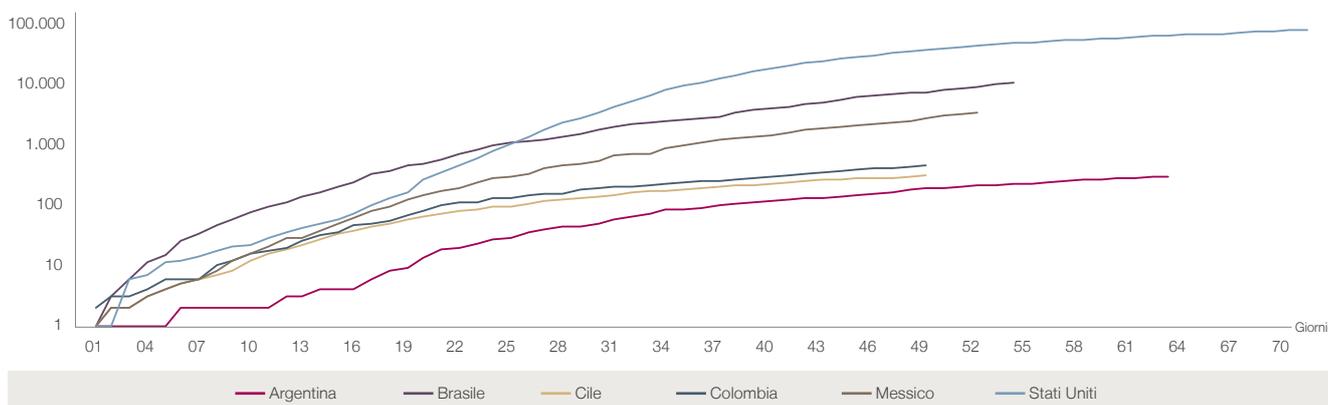
La pandemia di COVID-19 è approdata in America Latina più tardi (Grafico 14) rispetto al resto del mondo. Per ora, sembra che gli sforzi per contenere il virus siano riusciti a rallentare l'avanzare dell'epidemia, ma nella maggior parte dei casi deve ancora essere raggiunto il picco dei contagi. In America Latina, molti Paesi hanno adottato misure di distanziamento sociale precocemente rispetto all'Europa e agli Stati Uniti e in tutte le regioni vi sono segnali che indicano il rallentamento dell'epidemia. Tuttavia, la carenza di risorse, tra cui test e strutture sanitarie, ha reso la situazione alquanto complicata in tutta l'area.

In Brasile lo scenario è particolarmente complesso. Il Paese sta infatti diventando rapidamente una delle zone scottanti della pandemia e, come se non bastasse, si trova a fare i conti con una crisi politica innescata dall'opposizione del Presidente Bolsonaro alle misure di controllo promosse dai governi locali. La crisi politica si è aggravata con le dimissioni del Ministro della giustizia, Sergio Moro, il quale ha lasciato il governo denunciando il tentativo da parte del presidente di interferire con la polizia federale. La crescente impasse politica ha spinto il presidente a intavolare negoziati per formare una coalizione più ampia al Congresso, una strada a cui si era opposto fin dall'inizio della sua amministrazione. In parte per questo motivo, il Congresso ha finora ignorato il rumore politico e ha approvato una serie di misure di emergenza per combattere la crisi, tra cui supporto ai governi locali, revoca provvisoria delle norme fiscali e dotazione della banca centrale di strumenti supplementari per ampliare la liquidità nei mercati delle obbligazioni pubbliche e *private* mediante acquisti di attività. Complessivamente, le misure fiscali annunciate ammontano a quasi il 4,6% del PIL. Le cose si stanno muovendo anche sul fronte della politica monetaria, come dimostrato dalla mossa della banca centrale, che ha abbassato il tasso di riferimento dal 4,5% al 3,25% da inizio anno e ha anticipato la probabilità di un nuovo taglio di 75 punti base alla prossima riunione. L'inflazione e le previsioni collegate tendono al ribasso, sulla scia del crollo della domanda e dell'ampliamento del divario di produzione.

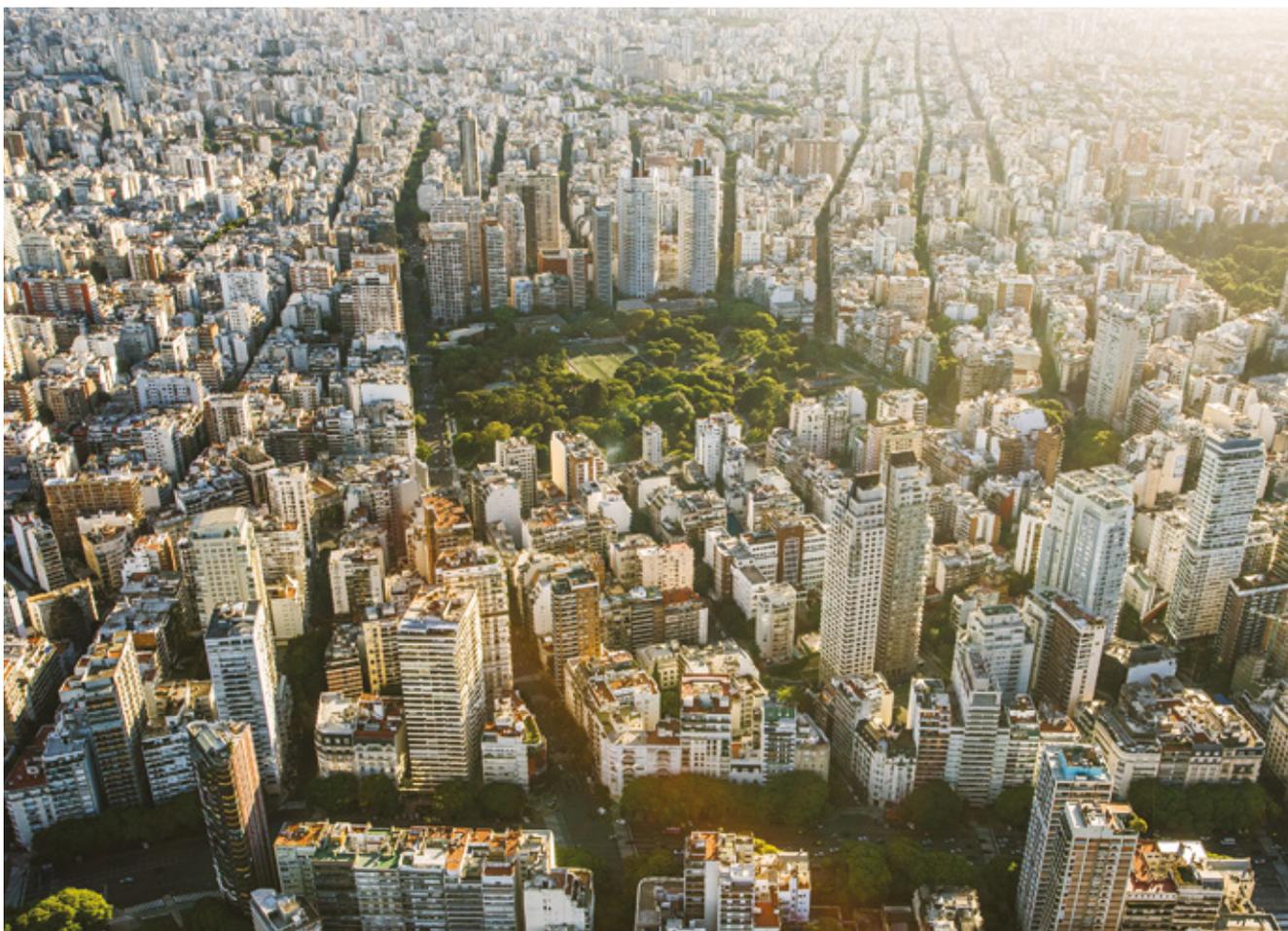
Ci aspettiamo una prosecuzione di questa dinamica sul breve e medio periodo, il che giustifica l'atteggiamento "conciliante" dell'istituto centrale. Benché i rischi relativi all'inflazione appaiano limitati nell'immediato e non rappresentino un impedimento, il brusco deprezzamento della valuta osservato nel corso di quest'anno potrebbe tradursi in una minaccia sul fronte della stabilità finanziaria. Se così fosse, l'allentamento della politica monetaria potrebbe rivelarsi controproducente. Per ora riteniamo che tali rischi siano limitati dai bassi livelli di indebitamento delle aziende e di esposizione ai rischi di cambio, così come dalla buona capitalizzazione del sistema finanziario. Tuttavia, gli stimoli fiscali e monetari non basteranno a scongiurare una profonda recessione. Ipotizziamo una contrazione del PIL del 4,7% nel 2020 e un recupero del 4,3% l'anno prossimo, fermo restando che i rischi relativi a questo scenario sono naturalmente al ribasso.

Anche il Messico sta faticando a contenere l'epidemia ed è facile che la crisi avrà gravi ripercussioni sull'economia del Paese. Le condizioni, tutto fuorché ottimali in partenza, puntavano in direzione di una recessione già prima della pandemia. I legami con l'economia statunitense, i volumi del settore turistico e il crollo delle quotazioni petrolifere si tradurranno con tutta probabilità in una profonda contrazione quest'anno. La reazione in termini di politica economica è stata più blanda rispetto alla maggior parte degli altri Paesi dell'area. La risposta in materia di politica fiscale si è concentrata più che altro sull'espansione del sistema sanitario e sull'ampliamento dei programmi sociali. Le prospettive fiscali sono rese più fosche dalla crescente aspettativa secondo cui il governo dovrà fornire maggiore supporto a Pemex. Da parte sua, la banca centrale ha potenziato la risposta alla crisi da marzo, tagliando il tasso di riferimento dal 7% al 6% e annunciando una serie di misure per stimolare la liquidità nel mercato del credito e in quello dei cambi. A nostro parere l'economia messicana subirà una contrazione di almeno il 5%, cui seguirà una ripresa lenta, pari al 3,8% nel 2021.

GRAFICO 14: DECESSI CONFERMATI PER COVID-19



Fonti: JHU CSSE, Indosuez Wealth Management.



Buenos Aires, Argentina

Spostando l'attenzione sull'Argentina, il governo è stato molto efficace nell'appiattire la curva mediante l'adozione precoce di misure molto rigide. Resta il fatto che il contesto macroeconomico, già preoccupante in partenza, ha assunto una rotta discendente. Il Paese è in *default* e sono in corso le trattative con i creditori. Tenuto conto della netta flessione della crescita e dell'indebolimento della valuta, il tasso di recupero del debito sarà probabilmente piuttosto basso. Inoltre, a differenza delle nostre previsioni per il resto della regione, l'inflazione continuerà a essere un problema poiché il governo ricorre in misura sempre maggiore alla monetizzazione per coprire le proprie spese. Pur intravedendo la possibilità di ridurre il debito gradualmente, una volta concluso il processo di rinegoziazione, ravvisiamo anche un crescente rischio di inflazione incontrollata sul medio termine. Riteniamo che l'Argentina sarà la più colpita in termini di crescita del PIL, che si contrarrà di almeno il 6,1% nel 2020 e rimbalzerà del 3,4% nel 2021.

Le prospettive per il Cile e la Colombia appaiono più rosee. Entrambi i Paesi stanno agendo in maniera relativamente efficace nel gestire i contagi. Ciò dovrebbe accelerare e facilitare il processo di riapertura delle rispettive economie. Il Cile può contare su una posizione fiscale molto più solida rispetto al resto della regione, il che lascia al governo un margine d'azione più

ampio per aumentare la spesa a breve termine senza incorrere negli stessi rischi degli altri grandi Paesi dell'area. Paradossalmente, l'emergenza sanitaria e quella economica hanno concesso un po' di respiro al governo nel contesto del tumulto politico in corso. Il referendum sulla revisione costituzionale è stato rimandato da aprile a ottobre e i consensi per il Presidente Piñera sono migliorati. Fermo restando che il Paese non potrà sfuggire a una violenta recessione, riteniamo che le conseguenze saranno più contenute e meno durature rispetto a molti degli altri Paesi e ipotizziamo una contrazione del 3,5% quest'anno.

Per motivi diversi, anche la Colombia esibirà probabilmente una performance superiore alla media. Il Paese dipende in misura minore dal settore dei servizi, il che aiuterà a contenere i danni sulla crescita a breve e medio termine, inoltre presenta un potenziale di espansione superiore e prima della crisi beneficiava di un maggiore slancio. Non è certo esente da vulnerabilità, ad esempio la posizione fiscale relativamente debole e una certa esposizione ai prezzi del petrolio, ma nel complesso dovrebbe dare prova di una buona performance in termini relativi. A nostro avviso l'economia potrebbe contrarsi del 3% quest'anno e ha tutte le carte giuste per beneficiare di una probabile ripresa nel 2021.

## MEDIO ORIENTE

Come il resto del mondo, il Medio Oriente è colpito sia dalla pandemia di COVID-19 sia dalle oscillazioni (al ribasso) delle quotazioni petrolifere. L'evoluzione di entrambi questi fattori è difficile da prevedere.

Tuttavia, la densità di popolazione e la percentuale della popolazione urbana può aiutare a misurare la gravità della pandemia a livello regionale. Più alta è la concentrazione della popolazione, maggiore è la probabilità di una diffusione dei contagi con effetti devastanti. Gli Emirati Arabi Uniti (EAU) hanno una densità di popolazione di appena 136 persone per chilometro quadrato (km<sup>2</sup>). Ciò detto, la maggioranza della popolazione (87%) vive in città. Pertanto, l'elevata percentuale di persone che vivono in aree urbane significa che il virus può diffondersi più facilmente e più rapidamente, il che dovrebbe più che compensare la bassa densità di popolazione. Per l'Arabia Saudita valgono considerazioni analoghe.

Gran parte dei Paesi della regione ha imposto misure di quarantena, come anche blocchi dell'attività parziali o più rigidi. Ad esempio, il Kuwait ha sospeso l'attività nel settore pubblico fino al 31 maggio e imposto un coprifuoco tra le 16:00 e le 8:00 del mattino. L'Arabia Saudita ha messo in atto un *lockdown* parziale nelle città e nelle province principali. I cittadini possono lasciare la propria abitazione solo per i bisogni essenziali tra le 6:00 del mattino e le 15:00, con l'obbligo di rimanere nella propria zona di residenza. Inoltre il Paese ha firmato un accordo con la Cina per la fornitura di 9 milioni di kit per test, 500 tecnici e 6 laboratori.

L'età bassa della popolazione potrebbe rivelarsi un vantaggio in termini di resistenza alla crisi. Per contro, prima della pandemia questa fetta di popolazione faticava già a inserirsi nel mercato del lavoro (il tasso di disoccupazione per i giovani è circa doppio rispetto a quello della popolazione generale). Più ampiamente, il problema endemico della disoccupazione sarà esacerbato dalla diffusione del virus.

Quanto è solido il sistema sanitario? Con 2,4 dottori ogni mille abitanti, gli Emirati Arabi Uniti si piazzano allo stesso livello di Paesi come la Polonia o la Corea del Sud. Il rapporto è di 1,3 per i Paesi del Medio Oriente e Nord Africa (MENA), 1,1 per il mondo arabo e 1,5 a livello mondiale. Per quanto riguarda i posti letto in ospedale, il dato relativo agli EAU è di 1,2 ogni mille abitanti, al di sotto della media di 1,6 per l'area MENA e della media mondiale di 2,7. Questi due indicatori mostrano come la capacità della regione di affrontare una crisi epidemica sia limitata, specialmente in termini di strutture ospedaliere.

I dati relativi all'evoluzione della pandemia nell'area appaiono difficili da reperire. Dovremo probabilmente avere pazienza prima di poter ottenere numeri affidabili in grado di confermare la nostra analisi. Nel frattempo, la Tabella 4 fornisce un'indicazione del numero di persone colpite a fine aprile, in termini numerici assoluti e in percentuale della popolazione.

Ovviamente è troppo presto per stimare il costo economico della pandemia, in quanto non disponiamo di termini di paragone. La recessione in corso nelle economie mature richiama alla mente la crisi finanziaria del 2008-2009, mentre il crollo dei prezzi del petrolio è simile allo *shock* petrolifero del 2015. È facile che la brusca battuta d'arresto osservata nei Paesi della regione avrà una risonanza più ampia rispetto alle due occasioni summenzionate. Se il danno assumerà la forma di una contrazione del PIL reale del 3,1% nel 2020 (previsioni del FMI), la regione rientrerà nella media del rallentamento globale, attesa al 3%. È probabile che lo *shock* trapeli già dalle cifre del primo trimestre, specialmente in Arabia Saudita, dove la crescita del PIL nominale potrebbe calare del 12% su base trimestrale. Una conseguenza particolarmente deleteria della pandemia consiste nel fatto che gli sforzi di diversificazione economica degli ultimi anni saranno penalizzati. Il settore dei servizi (specialmente il turismo, gli alberghi e le compagnie aeree), che ha offerto una fonte di crescita alternativa all'industria, è particolarmente colpito.

TABELLA 4: STATISTICHE SUL COVID-19 PER L'AREA MEDIO ORIENTE E NORD AFRICA, APRILE 2020

Regione	N. di contagi	% della pop.	Guariti
Globale	3.245.901	0,04	988.540
Iran	94.640	0,11	75.103
Arabia Saudita	21.402	0,06	2.953
Qatar	12.564	0,44	-
EAU	12.481	0,13	2.429
Egitto	5.268	0,01	1.335
Marocco	4.359	0,01	969

Regione	N. di contagi	% della pop.	Guariti
Kuwait	4.024	0,09	1.539
Algeria	3.848	0,01	1.702
Bahrain	2.921	0,17	1.455
Oman	2.348	0,05	-
Iraq	2.003	0,00	1.346
Tunisia	980	0,01	-
Libano	725	0,01	-

Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Dubai, Emirati Arabi Uniti

Il calo dei prezzi del petrolio non mette in discussione la sostenibilità economica della produzione in Arabia Saudita, Iran o Iraq. In questi Paesi il costo della produzione al barile si aggira intorno a 8, 9 e 10,5 dollari, rispettivamente. Tuttavia, il calo combinato dei prezzi e dei volumi va a intaccare le casse pubbliche in un periodo in cui queste sono fondamentali per sostenere le misure di sostegno attuate per combattere gli effetti della pandemia.

I volumi del pacchetto fiscale sono notevolmente inferiori rispetto a quanto preventivato nelle economie mature. Tuttavia, il rapporto debito/PIL è destinato ad aumentare, specialmente se si considera la scarsa probabilità di un'accelerazione dell'inflazione, almeno a breve termine. In particolare, alcuni Paesi si trovano ad affrontare un contesto deflazionistico, con una variazione su base annua dei prezzi al consumo del -1,3% negli EAU, del -1,8% a Dubai e del -1,4% in Qatar.

Più nello specifico, in Arabia Saudita è stato annunciato un pacchetto di misure destinate a sostenere il settore privato per un importo totale di 18,7 miliardi di dollari. Inoltre, il ricorso alla cassa di disoccupazione aumenterà la spesa dello 0,4% del PIL, ma sarà compensato dal ridimensionamento di talune voci del bilancio statale. Ciononostante il saldo netto corrisponde a uno stimolo fiscale, probabilmente inferiore al 3% del PIL. Negli EAU, le autorità hanno varato misure fiscali per 7,2 miliardi di dollari, ovvero il 2% del PIL.

In questo contesto le banche centrali hanno seguito lo stesso percorso delle omologhe dei Paesi avanzati, operando grosse iniezioni di liquidità nell'economia. Tenuto conto del fatto che molte delle valute dell'area sono ancorate al dollaro statunitense (il riyal saudita, il riyal del Qatar, il dinaro del Bahrain, il riyal dell'Oman e il dirham degli Emirati Arabi Uniti), il taglio dei tassi d'interesse da parte della Federal Reserve ha consentito alle autorità emittenti della regione di abbassare a loro volta i tassi: dal 4% al 2,25% in Bahrain, dal 2,1% allo 0,5% in Oman, dal 2% all'1% in Qatar, dal 2,25% all'1% in Arabia Saudita e dal 2% allo 0,75% negli EAU.

Come gli altri istituti centrali, l'autorità emittente saudita ha istituito un meccanismo di finanziamento, pari al 2% del PIL, per consentire alle banche commerciali di sostenere il settore privato, in particolare le PMI. La banca centrale degli Emirati Arabi Uniti ha adottato svariate misure, pari al 20% del PIL, per incoraggiare il prestito nel settore privato.

Per concludere, è bene notare che il disancoraggio dal dollaro non è contemplato tra i Paesi dell'area e non rientra nel *mix* di politica in programma. In particolare, l'istituto centrale saudita ha segnalato che le riserve di valuta sono sufficienti per coprire 43 mesi di importazioni e l'88% dell'aggregato monetario nella sua accezione più ampia (M3).



New York, Stati Uniti

# IMPLICAZIONI PER LA COMPOSIZIONE DI PORTAFOGLIO

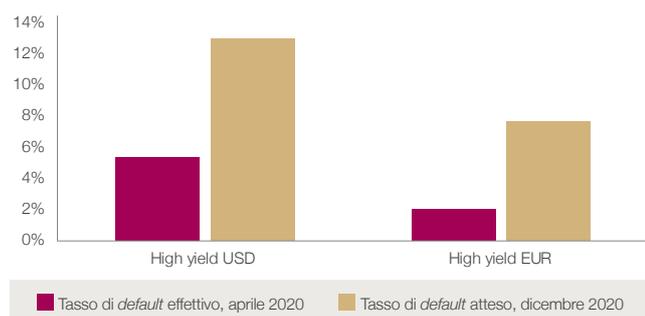
Prima di affrontare la questione dell'attuale impatto del *policy-mix* sui mercati, dobbiamo chiarire cosa rientra nella nostra definizione di *policy-mix*. L'entità della recessione attesa quest'anno è il risultato della decisione di gran parte dei governi di mettere in *lockdown* le rispettive popolazioni, paralizzando di fatto l'attività economica. Riteniamo che le misure di confinamento siano provvedimenti connessi alla salute pubblica e non ricadano nella componente di bilancio/governo del *mix* di politica. A tale riguardo, ci interessano principalmente le misure fiscali e monetarie adottate per combattere la recessione causata da questi *lockdown*.

## MERCATI OBBLIGAZIONARI

Le obbligazioni (Grafico 15) sono la classe di attivi maggiormente interessata dall'attuale *mix* di politica, che riassumeremo citandone i capisaldi e i principali effetti: una politica di bilancio espansionistica, la cui sostenibilità resta da chiarire, e il presupposto di una politica monetaria strutturalmente accomodante, che miri a garantire il finanziamento dell'economia e del debito pubblico.

Per quanto riguarda le obbligazioni sovrane, il nocciolo della questione riguarda la fiducia degli investitori nel segnale inviato dalle banche centrali e nella natura durevole di tale supporto: se i mercati sono persuasi che gli istituti centrali non interromperanno mai i rispettivi *quantitative easing* e continueranno ad assicurare il rifinanziamento dei governi e a fornire rassicurazioni sul rischio periferico, possiamo escludere uno scenario caratterizzato dal ripetersi della crisi sovrana del 2011-2012 e abbracciare l'ipotesi di base secondo cui l'inclinazione della curva dei rendimenti dei Paesi OCSE e gli *spread* periferici nell'Eurozona saranno tenuti sotto controllo dalla BCE anche in caso di declassamento dei titoli di Stato da parte delle agenzie di rating.

GRAFICO 15: TASSO DI DEFAULT, DEBITO HIGH YIELD, %



Fonti: Moody's, Indosuez Wealth Management.

Qualora dovessero emergere dissidi capaci di mettere in discussione questa prospettiva, potremmo dover temere una rinazionalizzazione del rischio sovrano nell'Eurozona e un irripidimento della curva dei rendimenti in risposta al deterioramento dei rapporti debito/PIL. Un'osservazione a parte è probabilmente doverosa nel caso del debito sovrano dei Paesi emergenti, specialmente in America Latina, che è esposta sia allo *shock* macroeconomico globale sia al crollo dei prezzi del petrolio, e resta dipendente dai flussi di capitale internazionali.

Nel mercato delle obbligazioni societarie, la correzione di marzo ha rispecchiato un netto deterioramento dei fondamentali, nonché una carenza di liquidità. Questa recessione, come quelle precedenti, sarà chiaramente accompagnata dai *downgrade* delle agenzie di rating e dall'aumento dei tassi di *default* nel segmento *high yield*, aumento che sarà più marcato nei settori industriali maggiormente colpiti come l'energia, le automobili, il trasporto aereo, gli esercizi al dettaglio specializzati e l'immobiliare commerciale. Tuttavia, l'attuale *mix* di politica – che consiste in piani volti a ridimensionare o posticipare la tassazione e sovvenzionare la disoccupazione parziale, sul fronte fiscale, nonché nell'incremento e nell'ampliamento della portata degli acquisti di attivi in modo da includere le obbligazioni societarie, sul fronte monetario – rappresenta un potente fattore di supporto. Inoltre, i numerosi meccanismi di aiuto per il rifinanziamento delle imprese, messi in atto congiuntamente dai governi e dalle banche centrali, mirano a limitare l'aumento dei fallimenti aziendali. In definitiva, dal punto di vista dell'arginamento dei tassi di *default*, tutto dipenderà dalla durata dei *lockdown* e dal vigore della ripresa.

La compressione dei premi per il rischio di credito è iniziata a fine marzo, per poi reagire molto rapidamente agli annunci della Federal Reserve a inizio aprile. Spesso i mercati del credito toccano il fondo prima che si osservino livelli minimi sul fronte dei dati macroeconomici, ed è stata la doppia combinazione del segnale delle banche centrali e del miglioramento della liquidità a innescare il rimbalzo delle obbligazioni societarie.

Infine, osserviamo che la posizione dei governi e dei regolatori europei sui dividendi delle società nel settore finanziario costituisce un catalizzatore positivo per i detentori di obbligazioni subordinate, offrendo maggiore sicurezza relativamente alle cedole, a condizione tuttavia che il settore non inizi a generare perdite per effetto delle politiche relative agli accantonamenti.



Stellenbosch, Sudafrica

## MERCATI AZIONARI

In genere gli analisti azionari stimano che un declino della crescita economica (Grafico 16) di un punto si traduca teoricamente in un calo degli utili di circa il 10%. Dal punto di vista matematico, ciò implicherebbe una contrazione degli utili del 50%, che probabilmente non tiene conto di tutti gli effetti del potente supporto impresso dal *policy-mix* attualmente implementato.

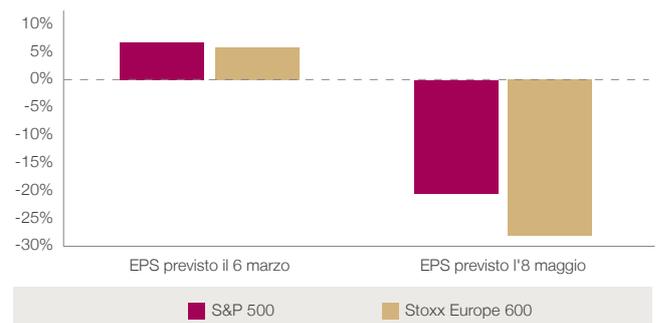
Con riferimento ai mercati azionari, la politica fiscale dà adito a due considerazioni:

- sul breve termine, le eccezionali misure di supporto messe in campo dai governi potrebbero mitigare l'impatto della recessione sul fronte sia degli utili (aiuti per il lavoro a tempo parziale, ad esempio) sia del rischio di *default* (piani di rifinanziamento e di garanzia), senza però compensarlo interamente, come emerso dai risultati del primo trimestre, destinati a calare del 20-25% in media se si considera che il *lockdown* è entrato in vigore solo a marzo;
- sul medio termine, se la politica economica sarà efficace nell'orchestrare una ripresa celere dell'attività una volta revocate le misure di confinamento, gli investitori metteranno in conto un rapido rimbalzo dei profitti nel 2021 e saranno molto meno in ansia per l'entità del calo degli utili nel 2020.

Inoltre, occorre considerare l'impatto delle politiche monetarie sui mercati azionari. Innanzi tutto, i piani di rifinanziamento destinati a imprese e banche rappresentano un notevole fattore di supporto, come menzionato per le obbligazioni. In secondo luogo, ferme restando tutte le altre condizioni, i tassi a zero o negativi producono automaticamente un aumento dei multipli di

valutazione delle azioni, abbassando il tasso di sconto degli utili futuri. Ciò è positivo per gran parte del mercato, in particolare per le aziende capaci di offrire visibilità sulla crescita. Per contro, queste politiche relative ai tassi d'interesse si rivelano generalmente penalizzanti per il settore finanziario. Tuttavia, la BCE ha predisposto un meccanismo a più "livelli" per ridurre il costo delle riserve delle banche, riducendo notevolmente i costi di rifinanziamento mediante il programma TLTRO (favorevole per i margini di interesse), mentre le banche centrali hanno deciso di

### GRAFICO 16: ASPETTATIVE DI CONSENSO SULLA CRESCITA DEGLI UTILI, 2020, %



Fonti: FactSet, Indosuez Wealth Management.



ammorbidire temporaneamente i requisiti di capitale per le banche al fine di evitare che la normativa assuma un orientamento pro-ciclico. Ancora una volta, però, questi provvedimenti leniranno gli effetti solo in parte, in un contesto in cui i titoli del settore bancario sono tra i più colpiti a livello degli utili, per via dell'aumento del costo del rischio sull'attività di finanziamento.

Un terzo punto riguarda i provvedimenti per la sospensione dei dividendi. Le misure adottate da alcuni governi rispetto ai dividendi delle società finanziarie o delle società che beneficiano di sovvenzioni pubbliche per la disoccupazione parziale hanno prodotto effetti deleteri sui mercati azionari europei, rispetto a quelli statunitensi. In teoria il mancato pagamento dei dividendi non incide sul valore dell'attività finanziaria per l'azionista e rientra più in un discorso di flussi di cassa e di utilizzo degli importi non distribuiti da parte della società. Tuttavia, l'importanza del tema dei dividendi nella logica di investimento per molti titoli sul mercato europeo e nella strategia di molti gestori azionari spiega la reazione particolarmente avversa del mercato nei settori interessati, senza contare che si tratta generalmente di titoli ciclici. In termini più generali, è difficile che la fine dei *lockdown* si traduca in un ritorno alla normalità, ragion per cui la pressione politica e dei media sul pagamento dei dividendi e sui riacquisti di azioni rischia logicamente di rimanere elevata.

In sintesi, questa crisi e il conseguente *mix* di politica contribuiranno probabilmente ad aumentare la polarizzazione strutturale dei mercati azionari tra titoli di qualità e ciclici, tra titoli dell'innovazione e titoli intensivi in termini di capitale umano e investimenti fisici, ma anche tra beni di consumo e beni strumentali.

## MERCATI DEI CAMBI

Un simile stravolgimento del *mix* di politiche avrà ripercussioni anche sul tasso di cambio delle valute. Prima che scoppiasse la pandemia, gran parte degli economisti anticipava un calo del dollaro rispetto all'euro, una previsione dettata in particolare dai tagli dei tassi operati nel 2019 e dal rallentamento della crescita statunitense. La rivalutazione della moneta unica ne sarebbe stata la logica conseguenza. La sorprendente decisione della Federal Reserve di abbassare a zero i tassi a breve termine (l'estremità inferiore del tasso sui Fed Fund) ed ampliare in modo significativo il bilancio sembrava inizialmente avvalorare questa tesi, come avvenuto nel secondo semestre del 2008. Occorre infatti tornare al 2005 per trovare un differenziale dei tassi tra Stati Uniti ed Eurozona tanto esiguo.

Tuttavia, nell'attuale contesto di forte avversione al rischio e ricerca di liquidità, il dollaro non ha mostrato segni di cedimento. Una tenuta favorita dalle incertezze sulla solidarietà di bilancio nell'Eurozona e sulla capacità della Banca Centrale Europea di agire con maggiore decisione, che dovrebbero continuare a pesare sull'euro. Inoltre, la risposta monetaria accomodante nei Paesi emergenti ed il duplice rischio che ne consegue (politico e di rating) indebolisce le valute di tali mercati, alcune delle quali sono anche penalizzate dal crollo del petrolio osservato quest'anno. Nell'odierna situazione inedita, il dollaro assume il ruolo di bene rifugio e sfrutta al contempo il suo status di valuta di riferimento a livello globale; oltretutto la correlazione inversa tra il prezzo del petrolio ed il biglietto verde va a vantaggio di quest'ultimo.

Sul lungo termine, prevediamo che l'euro sia sostenuto da molteplici fattori fondamentali (differenziale dei tassi di interesse, partite correnti, parità del potere di acquisto), purché l'incertezza politica diminuisca. Possiamo inoltre attenderci, sempre su un orizzonte di lungo periodo, che gli sforzi della Cina siano premiati, con la graduale ascesa dello yuan a valuta di riserva. La moneta cinese potrebbe anche essere utilizzata per ancorare altre valute asiatiche. In un'ottica di breve termine, con la totalità delle banche centrali che ha tagliato i tassi ed ampliato i rispettivi bilanci, il prezzo dell'oro dovrebbe permanere elevato rispetto a tutte queste valute, alla luce soprattutto del minore costo opportunità legato alla sua detenzione in un contesto di tassi nulli o negativi negli Stati Uniti, in Europa e Giappone.

## IMMOBILIARE

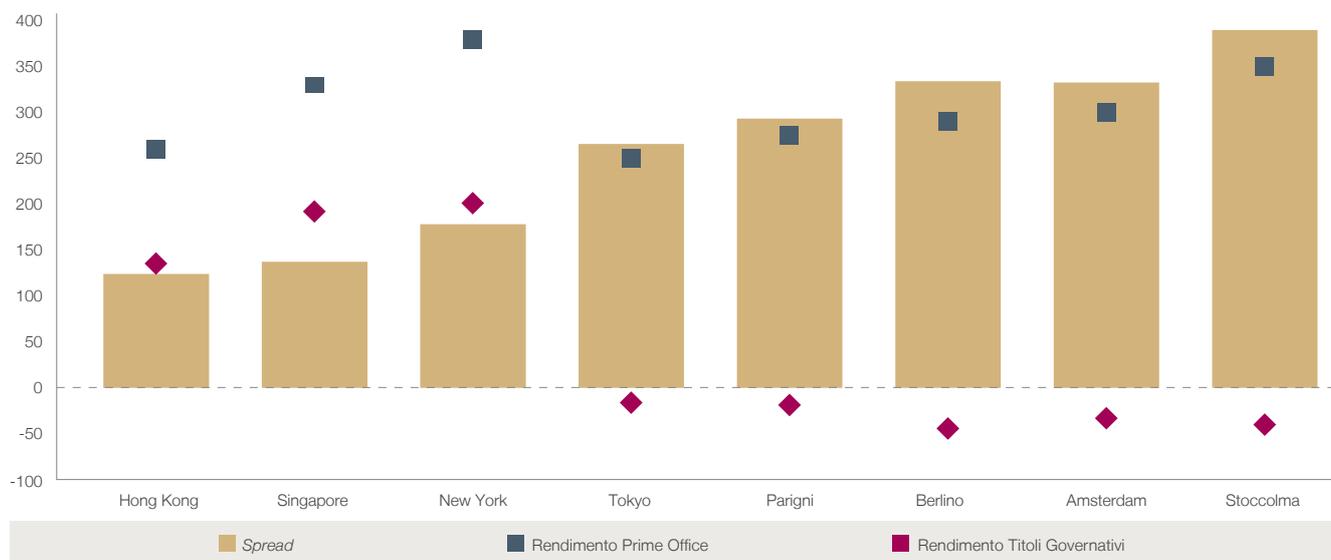
Partendo dal presupposto che l'immobiliare resta la classe di attività principale per molti investitori privati, senza contare che costituisce in genere un indicatore di recessione ed è beneficiaria di numerose misure di sostegno fiscale, riteniamo fondamentale soffermarci sulle opportunità create dall'attuale *mix* di politica in quest'area di investimento. La crisi attuale ha un impatto specifico sul settore immobiliare: sul breve periodo le misure di blocco intralciano l'attività e si ripercuotono sul valore degli immobili commerciali, i cui canoni di locazione sono indicizzati alle vendite (Grafico 17); più a lungo termine, prevediamo che la crisi produrrà l'effetto di accelerare il passaggio all'*e-commerce* incoraggiando al contempo le aziende ad abbracciare pratiche connesse al telelavoro, il che potrebbe incidere sulla domanda di spazi per uffici e quindi anche ridurre la pressione al rialzo dei prezzi dopo un decennio di forte espansione. Ciononostante, la politica

monetaria basata su tassi d'interesse strutturalmente bassi spingerà inevitabilmente un gran numero di investitori istituzionali e privati a trasferire sull'immobiliare il ruolo precedentemente attribuito ai titoli di Stato, ovvero generare rendimenti a fronte di un rischio limitato, ma con molta meno liquidità rispetto ai suddetti titoli.

Per quanto riguarda le famiglie, i tassi d'interesse persistentemente bassi sostengono la domanda. Le politiche monetarie dovrebbero continuare a rappresentare un potente fattore di sostegno per il mercato immobiliare residenziale e commerciale in Europa. Tra l'altro, il segmento residenziale beneficia della protezione offerta dallo status di bene rifugio e asset patrimoniale. Infine, la revoca dei *lockdown* potrebbe segnare la ripresa delle transazioni rimandate tra marzo e maggio.

Ciononostante, il rischio principale in Europa risiede nell'aumento della disoccupazione, dopo un decennio caratterizzato da un netto incremento dei prezzi e dalla continua crescita dei livelli di indebitamento ipotecario delle famiglie. Le banche dovrebbero continuare a prestare alle famiglie in Europa. Negli Stati Uniti potremmo tuttavia temere che la recente impennata della disoccupazione (sono state presentate in totale 30 milioni di domande di sussidi di disoccupazione in sei settimane) possa tradursi in un aumento del tasso di *default* nel segmento immobiliare residenziale, con una conseguente correzione a livello dei titoli garantiti da ipoteca, che però anche in questo caso beneficiano della capacità della Fed di acquistare questa classe di attivi nel proprio bilancio. Notiamo altresì che le famiglie statunitensi esibiscono un livello di indebitamento inferiore rispetto al 2008. Ad ogni modo, al di là delle possibili misure a favore del settore, il fattore del tempo (*lockdown* e ripresa) e quello della fiducia incideranno sulla traiettoria del mercato.

GRAFICO 17: RENDIMENTO DEL PRIME OFFICE SPREAD RISPETTO AI TITOLI DI STATO A 10 ANNI, PUNTI BASE



Fonti: JLL Q2 2019, PMA, Bloomberg Ott 2019, Indosuez Wealth Management.

## PRIVATE EQUITY

In generale, è lecito ipotizzare che il *private equity* subirà gli stessi impatti fondamentali identificati per i mercati azionari. Più nello specifico, possiamo presumere che la domanda istituzionale per la classe di attività resterà robusta nel contesto di tassi d'interesse bassi e che gli investitori privati continueranno a mostrare interesse per un'asset class in cui l'assenza di un mercato soggetto a errori di quotazione può essere percepita come un minore rischio di portafoglio, che troppo spesso si riduce alla semplice misurazione della volatilità, mentre noi sappiamo che la struttura dell'azionariato di una società (detenuta da un fondo o quotata sul mercato) non ha alcun impatto sul suo rischio intrinseco (Grafico 18).

In termini più fondamentali, le sfide derivanti dalla crisi attuale e le potenziali conseguenze strutturali su interi segmenti di attività potrebbero spingere gli investitori a prediligere un portafoglio più concentrato di società seguite dinamicamente da un azionista di riferimento attivo.

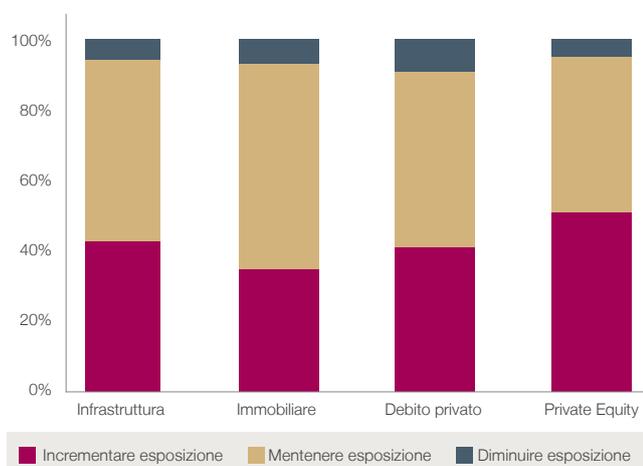
Infine, non prevediamo che la crisi e il *mix* di politica risultante mineranno strutturalmente la capacità di rifinanziamento delle operazioni, malgrado l'atteso aumento del numero di insolvenze nel segmento dei *leveraged loan*, in particolare negli Stati Uniti.

## PRODOTTI ASSICURATIVI

Dato che le assicurazioni sono una classe di attività cruciale in diversi Paesi europei (Grafico 19), specialmente in Francia, riteniamo opportuno spendere qualche parola su questo tema. Ci asterremo tuttavia dal formulare congetture sulle possibili novità a livello della componente normativa del *mix* di politica, soffermandoci invece in maniera più dettagliata sugli effetti diretti attesi in materia fiscale e monetaria.

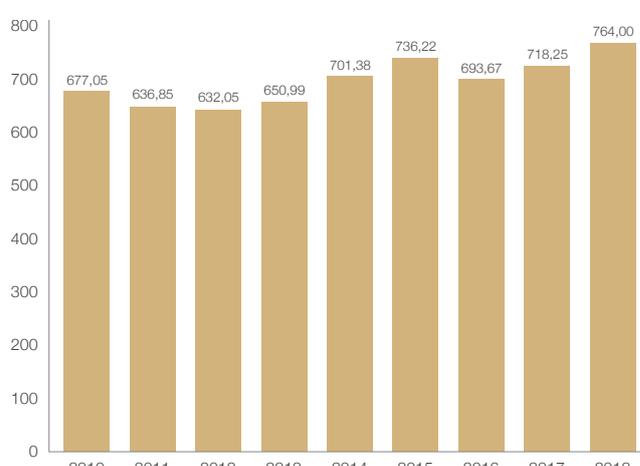
La politica di tassi d'interesse negativi nell'Eurozona continuerà a limitare le strategie di investimento spingendo gli investitori a cercare rendimenti tra le obbligazioni societarie o nel segmento immobiliare, il che è reso sostenibile dalle scadenze molto lunghe delle passività degli assicuratori. A tale riguardo, l'aumento del premio per il rischio sulle obbligazioni societarie osservato a marzo ha rappresentato probabilmente un'opportunità di investimento per gli assicuratori. Rileviamo inoltre importanti differenze a livello di politiche di investimento nei bilanci delle società di assicurazioni, con un peso inferiore di attività e azioni liquide tra gli attori dell'Europa continentale rispetto agli omologhi britannici. A livello di tendenze, riteniamo però che vi sia una maggiore probabilità di erosione dei rendimenti sui fondi in euro, anziché il contrario. Per contro, non intravedendo un rapido irripidimento della curva dei rendimenti per effetto delle azioni delle banche centrali, non ravvisiamo un grosso rischio per il settore. Sul breve periodo, il contesto di incertezza e volatilità è destinato a continuare a stimolare gli afflussi quest'anno.

GRAFICO 18: EVOLUZIONE PREVISTA PER GLI INVESTITORI NELL'ALLOCAZIONE DEGLI ASSET DI LUNGO PERIODO, % TOTALE



Fonti: Prequin, Indosuez Wealth Management.

GRAFICO 19: PREMI VITA ANNUI IN EUROPA, MILIARDI DI EURO



Fonti: Statista, Indosuez Wealth Management.



Chicago, Stati Uniti

# TABELLE DELLE PERFORMANCE

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

MATERIE PRIME	2016	2017	2018	2019	Dal 01.01 al 11.06.2020
Barra d'acciaio (CNY/Mt)	60,46%	42,69%	-8,19%	-1,91%	-5,16%
Oro (USD/Oncia)	8,14%	13,53%	-1,56%	18,31%	13,87%
Greggio WTI (USD/Barile)	45,03%	12,47%	-24,84%	34,46%	-40,48%
Argento (USD/Oncia)	15,84%	7,23%	-9,36%	15,32%	-0,18%
Rame (USD/Mt)	17,65%	30,92%	-17,69%	3,50%	-6,63%
Gas naturale (USD/MMBtu)	59,35%	-20,70%	-0,44%	-25,54%	-17,18%

TABELLA 6: PERFORMANCE ANNUALE DEL REDDITO FISSO, VALUTA LOCALE, %

OBBLIGAZIONI CORPORATE	2016	2017	2018	2019	Dal 01.01 al 11.06.2020
Titoli di Stato dei Mercati emergenti	6,29%	12,49%	-10,62%	1,88%	-7,29%
Titoli di Stato USA	1,11%	1,10%	1,41%	5,22%	5,72%
Titoli di Stato EURO	1,86%	0,39%	0,40%	3,16%	0,21%
Titoli corporate High yield in EUR	8,14%	4,82%	-3,37%	9,55%	-5,69%
Titoli Corporate High yield in USD	15,31%	6,32%	-1,48%	14,65%	-4,40%
Titoli Corporate dei Mercati emergenti	7,61%	2,84%	-6,89%	9,11%	-3,11%

TABELLA 7: PERFORMANCE ANNUALE DEI TASSI DI CAMBIO, PREZZI SPOT, %

VALUTE	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Dal 01.01 al 11.06.2020
EUR/CHF	-15,70%	-2,71%	-0,74%	1,63%	-1,99%	-9,54%	-1,48%	9,16%	-3,82%	-3,55%	-1,73%
GBP/USD	-3,45%	-0,44%	4,58%	1,86%	-5,92%	-5,40%	-16,26%	9,51%	-5,62%	3,94%	-4,94%
USD/CHF	-9,66%	0,31%	-2,42%	-2,46%	11,36%	0,78%	1,69%	-4,39%	0,80%	-1,58%	-2,32%
EUR/USD	-6,54%	-3,16%	1,79%	4,17%	-11,97%	-10,22%	-3,18%	14,15%	-4,48%	-2,22%	0,77%
USD/JPY	-12,80%	-5,19%	12,79%	21,39%	13,74%	0,37%	-2,71%	-3,65%	-2,66%	-0,98%	-1,60%

TABELLA 8: PERFORMANCE ANNUALE DEGLI INDICI AZIONARI, ESCLUSI I DIVIDENDI, VALUTA LOCALE, %

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	01.01 a 11.06.2020	
20,89%	0,00%	19,42%	51,46%	51,66%	9,93%	27,92%	38,71%	-6,24%	36,07%	-2,46%	MIGLIORI
16,99%	-5,55%	18,01%	29,60%	11,39%	6,79%	16,44%	34,35%	-9,27%	28,88%	-6,63%	+
16,36%	-7,62%	17,71%	24,09%	8,08%	5,58%	14,43%	21,78%	-10,44%	25,19%	-7,08%	
12,78%	-11,34%	15,15%	17,37%	4,35%	-0,73%	9,54%	20,96%	-12,48%	23,16%	-7,69%	
12,07%	-18,94%	14,37%	14,43%	2,92%	-2,74%	8,57%	20,83%	-13,24%	15,42%	-8,65%	
9,55%	-19,16%	13,40%	0,61%	2,23%	-4,93%	5,32%	20,11%	-16,31%	15,37%	-10,86%	
9,00%	-20,41%	13,18%	-5,03%	-2,71%	-11,31%	2,87%	19,69%	-16,57%	15,21%	-15,09%	
8,63%	-21,92%	7,55%	-7,65%	-4,62%	-16,96%	-1,20%	19,42%	-17,80%	13,71%	-19,43%	
-0,97%	-22,57%	5,84%	-8,05%	-14,78%	-22,37%	-1,85%	7,68%	-18,71%	12,10%	-21,27%	
-12,51%	-25,01%	5,43%	-15,72%	-17,55%	-32,92%	-11,28%	7,63%	-25,31%	11,20%	-31,63%	PEGGIORI

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

Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

La performance passata non è una garanzia di risultati futuri.



# GLI SPECIALISTI GLOBALI

---

## GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

**Vincent Manuel**

Chief Investment Officer

**Dr Marie Owens Thomsen**

Global Chief Economist

**Dr Paul Wetterwald**

Chief Economist

**Vladimir Caramaschi F. do Vale, CFA**

Chief Economist

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.

# 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 in Europa, 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<sup>o</sup> 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 Terhulpsessesteenweg  
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

### BEIRUT

Al Borj An Nahar bldg.  
2<sup>nd</sup> floor, Martyrs' Square  
1107-2070 Beirut - Libano  
Tel. +961 1 96 63 00

### DUBAI

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

# 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 utile per azione.

**ESG:** criteri ambientali, sociali e di governance.

**ESMA:** Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati.

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

**FMI:** Fondo monetario internazionale.

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

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

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

**GHG:** gas serra.

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

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

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

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

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

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

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

**Loonie:** nome colloquiale della moneta canadese da 1 dollaro.

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

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

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

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

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

**OMC:** Organizzazione Mondiale del Commercio.

**OPEC:** organizzazione dei paesi produttori di petrolio.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**SRI:** investimenti sostenibili e responsabili.

**Swap:** strumento finanziario, detto anche contratto di scambio, spesso over-the-counter, che permette di scambiare due flussi di cassa. I principali sottostanti utilizzati per definire gli swap sono i tassi d'interesse, le valute, le azioni, il rischio di credito e le materie prime. Consente, ad esempio, di scambiare in date 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 (Brazil) 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 erogino altri servizi in cui un'Entità o il Gruppo Crédit Agricole hanno o potrebbero avere un interesse diretto o indiretto, l'Entità darà la priorità all'interesse dell'investitore.

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

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

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

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

del Settore Finanziario (CSSF). Indirizzo: Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Spagna), registrata presso il Banco de Espana con il numero 1545. Immatricolata presso il Registro del Commercio e delle Società di Madrid con il numero T.30.176.F.1.S.8, H.M-543170, CIF (Codice di identificazione fiscale): W-0182904-C.

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

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

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

Crediti fotografici: iStock.

Finito di redigere il 01.06.2020.