

2021

EFG

OUTLOOK

IN EVIDENZA IN QUESTO NUMERO:

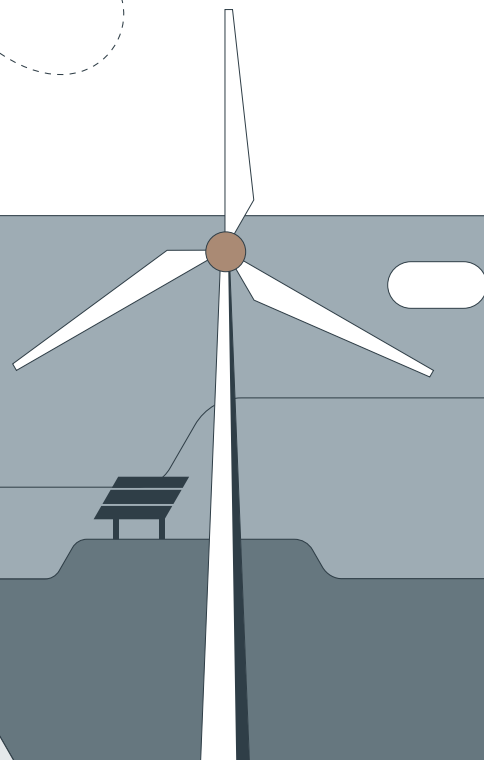
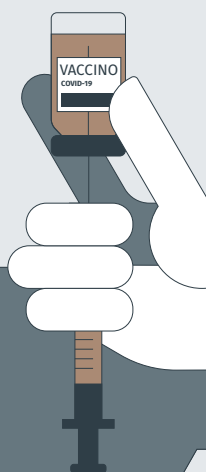
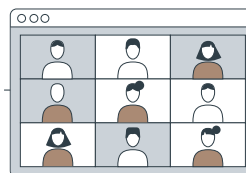
 ASSET ALLOCATION
GLOBALE STRATEGICA

 SELEZIONE TITOLI
GLOBALI

 ASSET ALLOCATION
REGIONALE

 COSTRUZIONE DI
PORTAFOGLI REGIONALI

Le nostre
previsioni e
preferenze



Riesame della Panoramica 2020

Ogni anno, a dicembre, rivediamo la *Panoramica* presentata a inizio anno. Nel 2020 alcune delle nostre previsioni sono naufragate a causa della pandemia di Covid-19. Nonostante ciò, abbiamo comunque ottenuto un punteggio di 6/10.



1

Errata

Continua la crescita globale

La crescita globale ha subito un duro colpo a causa della pandemia di Covid-19. Tuttavia, dopo l'attenuarsi della prima ondata, in molte economie avanzate la crescita si è ripresa rapidamente. Una battuta d'arresto più modesta si è avuta dopo la seconda ondata in autunno. La Cina, così come diverse altre economie asiatiche, ha avuto bassi livelli di infezioni e di decessi e si è ripresa rapidamente. È probabile che abbiano registrato una crescita positiva del PIL per l'intero anno.

2

Parzialmente
Corretta

La rimonta dei lavoratori

Abbiamo pensato che, sebbene il divario tra la retribuzione dei CEO e quella dei lavoratori comuni avrebbe potuto registrare un basso livello di riduzione nel 2020, in molti Paesi si sarebbero avute pressioni per salari più alti per i lavoratori comuni. Questo era in parte corretto: certamente, c'erano pressioni affinché gli operatori sanitari e sociali in prima linea nell'affrontare la pandemia fossero pagati meglio mentre i programmi per i congedi e di sostegno al reddito hanno aiutato altri lavoratori a basso reddito. Ma la vicenda principale del 2020 è stato il comportamento molto eterogeneo dei livelli salariali e delle prospettive occupazionali nei vari settori.

3

Corretta

L'austerità è finita

Ritenevamo che l'austerità, intesa come limitazione della spesa pubblica, sarebbe finita nel 2020. Certo, per motivi imprevedibili è stato sicuramente così.

4

Corretta

Semaforo verde per la spesa verde

Abbiamo pensato che una maggiore spesa per le iniziative green sarebbe stato un grande tema per il 2020. La questione è stata certamente portata in primo piano ed è destinata a diventare ancora più importante nel 2021.

5

Corretta

Titoli a reddito fisso: la salvaguardia del capitale è essenziale

Pensavamo che gli investimenti a reddito fisso avrebbero avuto vita difficile, visti i bassi tassi d'interesse e i bassi rendimenti, ma che le obbligazioni societarie investment grade avrebbero offerto uno dei luoghi più sicuri e che ci sarebbero state buone opportunità nelle obbligazioni convertibili. Il rendimento complessivo delle obbligazioni societarie a 5 anni con rating BBB, il settore da noi evidenziato, è stato di un rispettabile 6% annuo fino all'11 dicembre 2020, mentre il rendimento delle obbligazioni convertibili è stato superiore al 40%.

6

Errata

Valore in obbligazioni dei mercati emergenti

Abbiamo osservato il valore del debito in valuta locale dei mercati emergenti, pensando che con il contenimento dell'inflazione e la stabilità del dollaro USA, nel 2020 i tassi di interesse dei mercati emergenti avrebbero potuto diminuire ulteriormente. Sebbene ciò non sia avvenuto durante le prime fasi della crisi Covid-19, alla fine dell'anno i tassi di interesse in molti mercati emergenti erano già scesi. I rendimenti totali in US\$ delle obbligazioni in valuta locale dei mercati emergenti sono stati del 2,3% per l'intero anno.¹

7

Errata

Elasticità delle banche

Pensavamo che, essendo cadute in disgrazia per molto tempo, le azioni delle banche avrebbero dovuto rimbalzare. Alla fine dell'anno c'è stato un rimbalzo nelle performance delle banche, ma questo non è stato sufficiente a prevenire una sottoperformance per l'intero anno a causa del drammatico impatto economico della pandemia di Covid. L'indice MSCI World Banks ha prodotto nell'anno fino all'11 dicembre 2020 rendimenti totali pari a -13,8%, contro il 14,5% dell'indice MSCI World.

8

Corretta

Ripresa delle small cap minori

L'indice small cap che abbiamo evidenziato (indice Russell 2000 dei titoli small cap statunitensi) ha restituito il 16,0% annuo fino all'11 dicembre; nello stesso periodo l'indice S&P 500 dei titoli large cap ha restituito il 15,4%.

9

Parzialmente
Corretta

Sostegno per la Brexit

Abbiamo visto il potenziale di recupero della sterlina rispetto al dollaro USA nel range 1,35 - 1,40 USD/£. Il 14 dicembre 2020 la sterlina si trovava appena all'interno di quell'intervallo di riferimento. Tuttavia, le azioni del Regno Unito hanno sottoperformato rispetto ai mercati globali.

10

Corretta

Mondo tripolare

Pensavamo che, con il perdurare della guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina, il mondo sarebbe evoluto verso un assetto tripolare. Certamente, l'evoluzione è stata in quella direzione e questo rimane un tema per la nostra *Panoramica 2021*.



¹ Fonte: Bloomberg; per l'anno fino al 29 dicembre 2020.

Ripresa economica globale sincronizzata



Per il 2021 immaginiamo una crescita sincronizzata in tutte le principali economie. Dopo la forte contrazione del 2020, ci sarà un'espansione generalizzata.

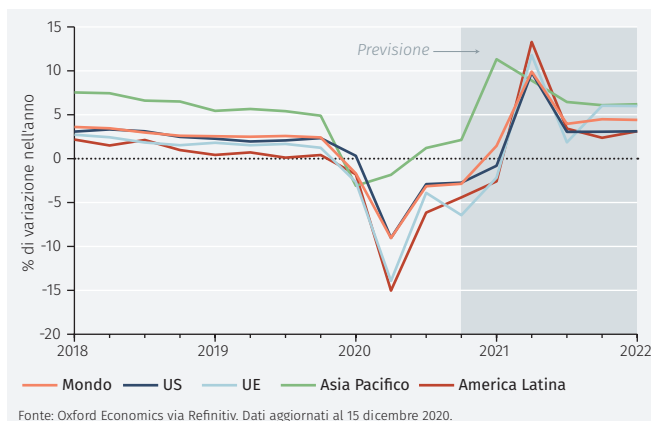
Nel 2021 immaginiamo una ripresa economica globale ampiamente sincronizzata (vedi Figura 1). Nel 2020, la regione Asia-Pacifico, guidata dalla Cina, è stata la prima a subire la flessione legata al Covid-19 ed è stata la prima a riprendersi. Ci aspettiamo che questo trend continui anche nel 2021.

A livello globale, tuttavia, è improbabile che nel primo semestre 2021 i progressi siano fluidi. Il percorso dipenderà dalla velocità con cui i vaccini saranno distribuiti, dalla misura in cui le misure di lockdown verranno allentate (o, come è ancora possibile, rafforzate) e, cosa più importante di tutte, dal grado di ritorno della fiducia delle imprese e dei consumatori.

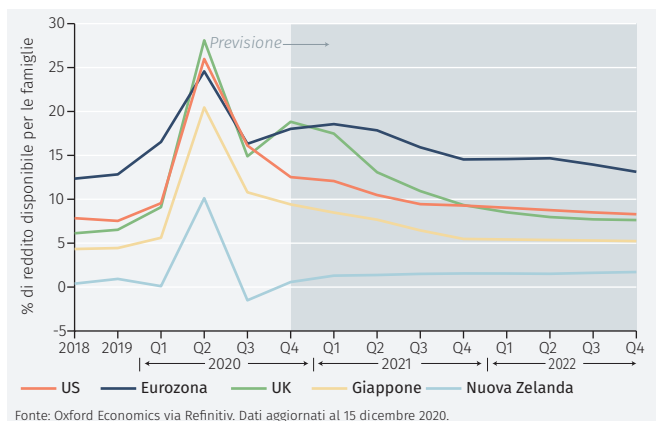
La spesa dei consumatori per l'intrattenimento, i viaggi, i concerti e gli eventi sportivi è stata particolarmente penalizzata. Di conseguenza, sono stati realizzati dei risparmi (vedi Figura 2). A comprova di ciò, nei Paesi che si sono aperti dopo che il virus è stato contenuto con successo (come la Cina e la Nuova Zelanda) questi risparmi si riducono di nuovo rapidamente, con una spesa particolarmente robusta nelle aree in cui non è stato possibile spendere durante il lockdown.

Nella seconda metà del 2021, ci aspettiamo quindi un percorso più agevole per la crescita nelle economie sviluppate, man mano che il virus si placa e la fiducia aumenta.

1. Ripresa globale sincronizzata: crescita effettiva del PIL



2. Risparmi da ammortizzare



Consumatori digitali



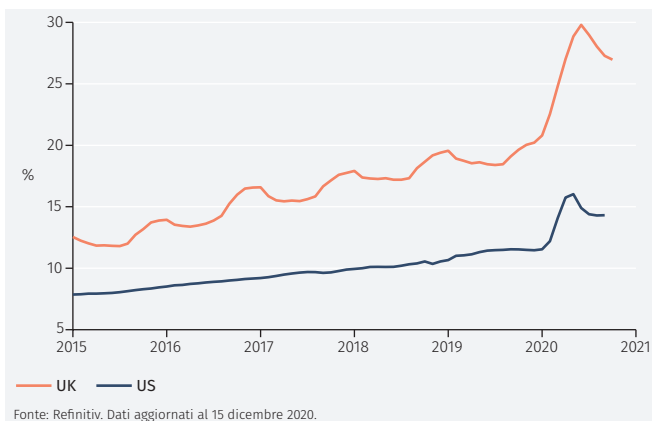
Il cambiamento dei modelli di spesa dei consumatori sarà un tema importante nel 2021 e oltre. Alcuni saranno la continuazione delle tendenze che la pandemia ha messo in moto. Altri faranno parte di cambiamenti strutturali più ampi.

Il cambiamento dei modelli di spesa dei consumatori sarà un tema importante nel 2021 e oltre.

Il cambiamento più significativo consisterà nel passaggio ai canali di vendita digitali on-line. Nel Regno Unito, durante la prima ondata di Covid-19 si è riscontrato che un terzo della spesa al dettaglio si svolgeva on-line, contro un quinto del 2019 (vedi Figura 3). Lì, come negli Stati Uniti, il passaggio alle vendite on-line e digitali era un fenomeno in lenta evoluzione che è stato accelerato dalla pandemia. Riteniamo che sia improbabile che la tendenza si inverta, soprattutto perché è diventato un po' più facile fare shopping on-line (ad esempio, consegna a domicilio, consegna senza contatto), mentre l'esperienza dello shopping nelle vie principali è stata compromessa dalla chiusura dei negozi e dai problemi di salute residui.

Misurare l'entità delle vendite che avvengono on-line non è semplice. La maggior parte delle economie misura solo le vendite on-line di beni fisici; ma è chiaro che molti dei servizi che hanno avuto il boom durante la pandemia sono stati forniti on-line (videoconferenze, sessioni di ginnastica on-line e consulenze mediche sono solo tre esempi). La Cina, a differenza di tutte le altre economie, misura le vendite di servizi on-line; se si considerano queste ultime, le vendite on-line rappresentano quasi il 30% delle vendite al dettaglio (vedi Figura 4).

3. Quota delle vendite al dettaglio on-line: Regno Unito e Stati Uniti

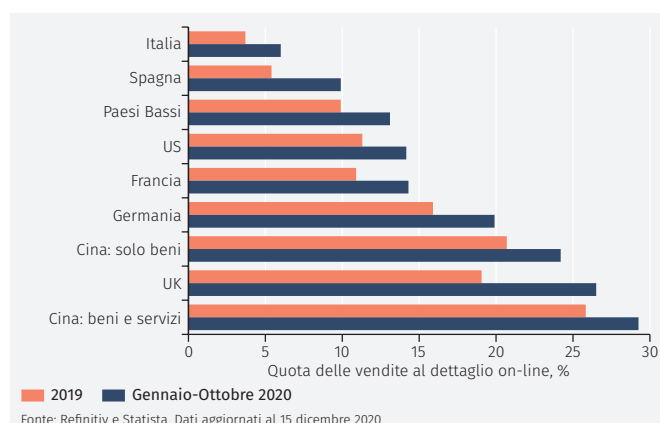


A questa tendenza si associano altri importanti sviluppi. La fidelizzazione è stata dimostrata in quanto i rivenditori con la migliore presenza on-line spesso non sono quelli con la presenza più forte nelle vie dello shopping. I rivenditori che non possiedono un negozio fisico, e soprattutto quelli che dispongono di mezzi informatici d'avanguardia, in genere hanno costi di gestione più bassi; oltretutto, con gli acquisti on-line i consumatori possono confrontare più agevolmente i prezzi. Queste tendenze aumentano la probabilità di un'inflazione ancora bassa.

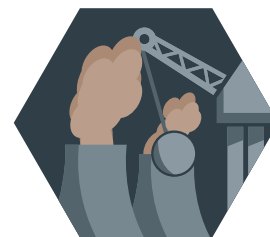
Le IPO di Airbnb, DoorDash e varie aziende fintech in tutto il mondo, alla fine del 2020 hanno dimostrato che i servizi ai consumatori sono senza dubbio un aspetto molto importante della tendenza degli utenti ad adottare soluzioni digitali.

In effetti, è in questo settore che il rialzo della spesa dei consumatori sarà probabilmente più evidente durante il 2021.

4. Consumatori digitali: Regno Unito e Cina in testa



Cambiamento climatico e distruzione creativa



Il 2021 è un anno in cui ci aspettiamo che le forze della distruzione creativa si scatenino veramente, soprattutto nei settori dell'energia e dei trasporti.

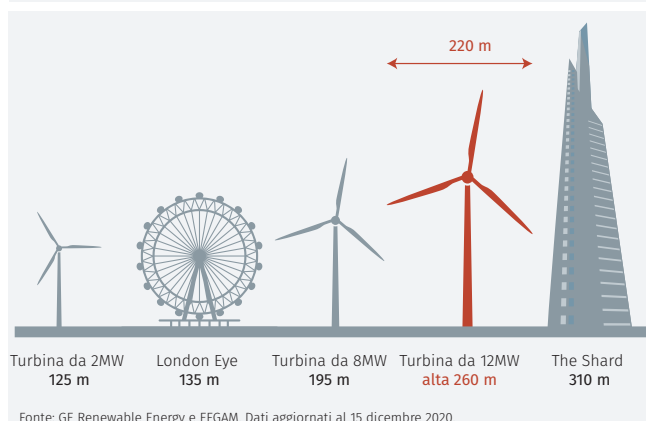
Il termine "distruzione creativa", coniato dall'economista Joseph Schumpeter, descrive il modo in cui le economie creano nuove invenzioni e metodi di produzione che distruggono i vecchi metodi. In due aree chiave, trasporti e produzione di energia, nel 2021 assisteremo al manifestarsi di questo processo.

Nel settore trasporti, l'ascesa delle auto elettriche, finora lenta (vedi Figura 5), accelererà. In parte questo è dovuto al fatto che i principali fabbricanti di automobili lanceranno una gamma di prodotti in grado di competere con i produttori di veicoli elettrici più specializzati. Il miglioramento della tecnologia delle batterie ampliarà ulteriormente la gamma di tali auto; e l'azione del governo, in particolare misure come il divieto di vendita di auto convenzionali (a benzina e diesel) da parte del Regno Unito a partire dal 2030, rafforzerà la tendenza. Proprio come la sostituzione dei cavalli con i veicoli a motore che è iniziata lentamente ma poi ha preso rapidamente piede, così anche i veicoli elettrici inizieranno a sostituire velocemente i veicoli convenzionali.

Ciò farà parte di una tendenza generale verso l'elettrificazione delle economie, comprese le altre forme di trasporto, il riscaldamento e l'industria. Si tratta di una tendenza che sarà particolarmente evidente in Europa, in Cina e, sotto l'amministrazione Biden, negli Stati Uniti. In linea con questa tendenza, ci sarà un cambiamento nella produzione di energia, con l'abbandono dei combustibili fossili e una maggiore

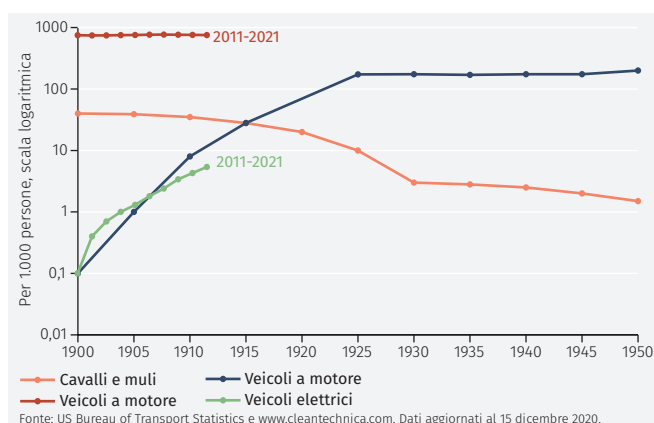
valorizzazione dell'elettricità da fonti rinnovabili. Nel Regno Unito, a partire dal 2021 saranno installate grandissime turbine eoliche al largo delle coste (vedi Figura 6). Il piano (realistico) del governo prevede che l'eolico marino produca tutta l'elettricità del Regno Unito entro il 2030.

6. Energia eolica: aumento delle dimensioni e della portata

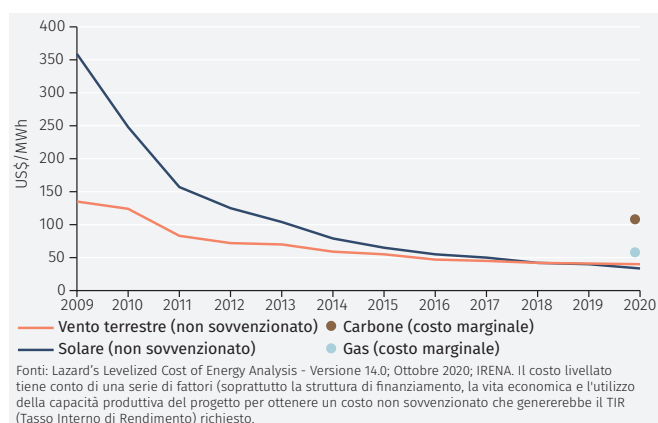


Ancora più importante, in molti casi l'energia eolica e solare sono ora più economiche rispetto ai combustibili fossili (vedi Figura 7). Naturalmente, la preoccupazione è che tali fonti non forniscano un flusso regolare di elettricità, ma siamo confortati dagli sviluppi della tecnologia delle batterie che ne aumentano la capacità di stoccaggio e ne riducono i costi.

5. Dai cavalli alle auto, ai veicoli elettrici



7. Riduzione dei costi delle rinnovabili



L'inflazione rimane bassa



Nonostante la ripresa sincronizzata e il perdurare di una spesa pubblica elevata, ci aspettiamo che l'inflazione rimanga bassa. L'eccesso di offerta caratterizzerà ancora molte industrie globali. Il timore che un'impennata della crescita monetaria porti ad un aumento dell'inflazione si rivelerà infondato.

È improbabile che la ripresa globale sincronizzata e il perdurare di una spesa e di disavanzi pubblici elevati possano esercitare una significativa pressione al rialzo dell'inflazione. Il motivo principale è che, nonostante la ripresa della domanda, nel 2021 molti settori dell'economia globale saranno caratterizzati da un eccesso di capacità produttiva. Ciò avverrà in settori (come il petrolio e l'energia) che hanno un impatto particolarmente importante sul tasso d'inflazione complessivo. Inoltre, con la lenta crescita dimostrata dalla fiducia dei consumatori e dalla spesa, osserviamo che i consumatori rimangono molto sensibili ai prezzi.

La prova fornita dalle economie che hanno fatto una buona ripresa da Covid-19 è che le pressioni inflazionistiche si sono attenuate. In Cina, l'inflazione dei prezzi al consumo che ad ottobre 2020 era pari allo 0,5% su base annua, è stata la più bassa da oltre un decennio e con i prezzi alla produzione in calo di oltre il 2% su base annua, il trend inflazionistico è davvero basso. La Nuova Zelanda, che sta riuscendo anch'essa ad affrontare il Covid-19, ha visto il proprio tasso di inflazione scendere ad appena l'1,4% nel terzo trimestre del 2020.

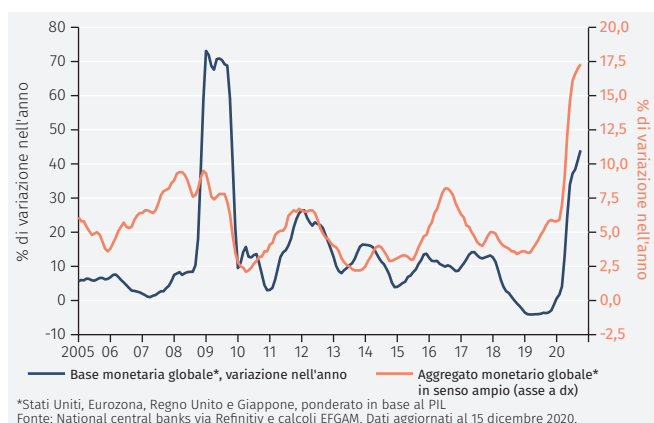
Alcuni, tuttavia, sostengono che il rapido tasso di crescita della moneta osservato in diverse economie avanzate indica che l'inflazione potrebbe essere più elevata. Destano particolare interesse due sviluppi monetari.

In primo luogo, il forte aumento della base monetaria che è stato simile a quello della crisi finanziaria globale (vedi Figura 8). Ora, come allora, questo incremento riflette un aumento delle riserve delle banche che a sua volta è dovuto all'acquisto di asset da parte delle banche centrali. Ancora una volta, non riteniamo che questo possa essere il presagio di un aumento dell'inflazione.²

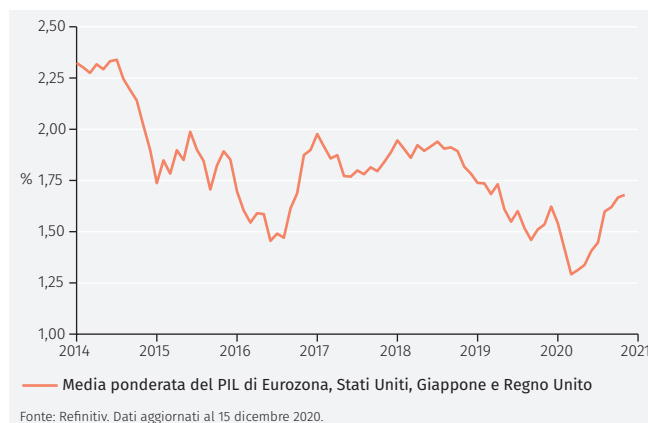
Contrariamente a quanto avviene per la crisi finanziaria globale, la robusta crescita monetaria si è rafforzata: ciò rappresenta potenzialmente una minaccia maggiore per l'inflazione futura. Tuttavia, l'aumento della crescita monetaria generalizzata ha rispecchiato in larga misura il comportamento precauzionale del settore privato: i consumatori hanno aumentato i depositi bancari in quanto i tassi di risparmio a loro riservati sono aumentati; lo stesso hanno fatto le imprese, in quanto le linee di credito sono state utilizzate per sostenere i bilanci e la spesa per gli investimenti è stata ritardata.

Quindi, a meno che non si mantenga una crescita monetaria generalizzata e più rapida, cosa che riteniamo improbabile, la minaccia di un aumento dell'inflazione, sicuramente nel 2021, sembra esagerata. Tale aspettativa si riflette nei prezzi dei mercati finanziari per l'inflazione futura nelle principali economie avanzate (vedi Figura 9). Tali aspettative possono essere molto instabili, ma al momento le riteniamo ben fondate.

8. Crescita monetaria globale



9. Tassi di inflazione attesi (media su 5 anni, previsione a 5 anni)



² Per una spiegazione dettagliata dei motivi della disconnessione si veda EFG *Infocus*, 'The Fed's balance sheet and the missing inflation', giugno 2020.

Un grande governo resta grande



I governi hanno necessariamente svolto un ruolo importante nella risposta alla pandemia e la loro spesa è aumentata. Nel 2021 potrebbero anche cercare di ridurre le spese o di aumentare le tasse. Ma tali misure saranno difficili da attuare.

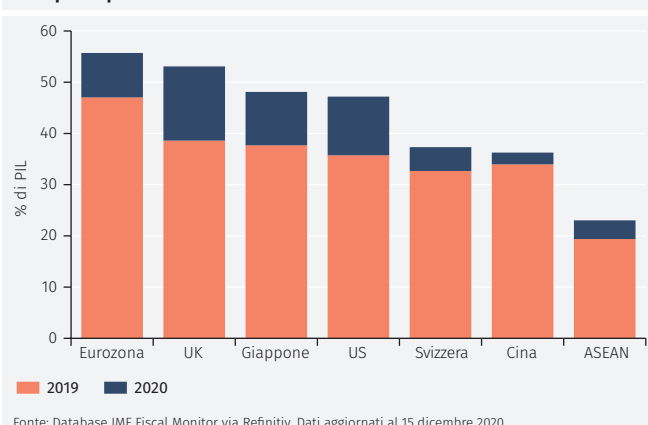
I governi hanno chiaramente un ruolo importante da svolgere nella risposta alla pandemia e la loro spesa è aumentata (vedi Figura 10). La preoccupazione, come ha detto Milton Friedman, è che “non c'è niente di così definitivo come un programma di governo temporaneo”. Un esempio è il programma di cassa integrazione del Regno Unito, che ha visto il governo pagare l'80% dello stipendio dei lavoratori per evitare il licenziamento. Avrebbe dovuto terminare in estate, ma è stato prorogato due volte, attualmente fino a marzo 2021.

In generale, ridurre la spesa pubblica sarà un compito difficile, soprattutto se si considera l'aumento (del tutto giustificato) delle retribuzioni che ci aspettiamo di vedere per i principali operatori sanitari e sociali.

Quindi, mentre la massima di Friedman potrebbe esagerare i rischi, è altrettanto vero che una volta che il livello della spesa pubblica è aumentato, è difficile ridimensionarlo.³

I governi accarezzano l'idea di aumentare le tasse, ma pensiamo che sia improbabile che ciò avvenga nel 2021 e che sarebbe un errore. Quindi i disavanzi di bilancio del governo sembrano destinati a rimanere alti per almeno diversi anni.

10. Spesa pubblica



Finché il costo del finanziamento del debito pubblico resta inferiore al tasso di crescita nominale dell'economia, il governo può gestire il deficit di bilancio senza che il livello del debito aumenti vertiginosamente.⁴ Ma anche se si prevede che nel prossimo anno o giù di lì le condizioni saranno favorevoli per i mutuatari pubblici, sarebbe pericoloso credere che questa sarà una situazione duratura.

Il ruolo maggiormente interventista che i governi hanno adottato a seguito di Covid-19, nel 2021 potrebbe estendersi ad altri settori. In particolare, una maggiore regolamentazione delle grandi aziende tecnologiche sembra essere un tema chiave per l'anno in corso.



³ Un fenomeno individuato per la prima volta dall'economista Alfred Wagner nel XIX secolo e sviluppato da Peacock e Wiseman. <http://econjournals.com/index.php/ijef/article/viewFile/1317/pdf>

⁴ Un punto discusso nel nostro EFG Infocus 'The fiscal dilemma: interest rates versus growth', novembre 2020.

Reddito fisso: rimangono opportunità interessanti



Nonostante i bassi rendimenti dei titoli di Stato nei principali mercati sviluppati e i ridotti spread creditizi, permangono opportunità nel reddito fisso. Vediamo buoni profili di rischio/rendimento per i titoli obbligazionari e le obbligazioni convertibili delle nazioni ricche.

Con un'inflazione che dovrebbe rimanere bassa in tutte le economie avanzate per un certo periodo di tempo, è probabile che anche i rendimenti dei titoli di Stato a più lungo termine rimangano invariati (vedi Figura 11). Tuttavia, la tenuta dei bassi tassi d'inflazione e dei rendimenti obbligazionari statunitensi negli ultimi anni è stata ripetutamente messa in discussione. Nel 2021 la preoccupazione principale è che con disavanzi e livelli di debito elevati i governi potrebbero non essere in grado di contrarre prestiti a così basso costo. L'aumento dei rendimenti obbligazionari e le relative perdite in conto capitale costituiscono una vera e propria preoccupazione.

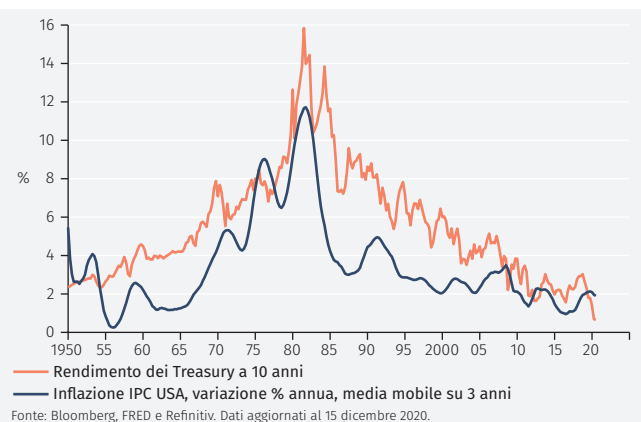
Per questo importante motivo riteniamo che l'enfasi costante sulle obbligazioni emesse dalle nazioni ricche, quelle con indebitamento limitato e attività nette sull'estero, sia particolarmente interessante. Tali emittenti, soprattutto quelli della regione del Golfo e di alcuni mercati emergenti selezionati, hanno posizioni finanziarie più forti rispetto a molti Paesi sviluppati e le loro obbligazioni sovrane e quasi sovrane possono offrire un'interessante ripresa dei rendimenti.

Le obbligazioni convertibili, quelle con possibilità di conversione nel patrimonio netto dell'emittente, rappresentano un'altra interessante area del mercato del reddito fisso. I rendimenti di tali obbligazioni statunitensi sono stati buoni per diversi anni e nel 2020 sono stati particolarmente interessanti (vedi Figura 12).

Sia il debito in valuta forte (ad es. in dollari USA o in euro) che quello in valuta locale dei mercati emergenti rimane un'area interessante. Ciò sarà particolarmente vero se la nostra aspettativa di una ripresa economica globale sincronizzata si dimostra fondata, con le economie emergenti e avanzate che si riprenderanno nel 2021.

Quindi, nonostante i bassi rendimenti nei principali mercati dei titoli di Stato, a nostro avviso queste tre opportunità nel reddito fisso (nazioni ricche, debito convertibile e debito dei mercati emergenti) offrono buone prospettive di rendimento con un rischio limitato.

11. Rendimento dei Treasury statunitensi a 10 anni e inflazione



12. Rendimenti del settore del mercato obbligazionario, % annua

9,6%	59,4%	18,1%	13,6%	19,6%	24,4%	7,8%	1,5%	14,3%	16,8%	1,0%	23,0%	40,2%
8,3%	50,7%	14,8%	6,2%	18,1%	7,3%	6,1%	-0,2%	10,7%	14,4%	-0,7%	12,6%	9,7%
4,8%	35,6%	12,9%	6,2%	16,1%	-1,4%	3,6%	-1,4%	9,0%	10,4%	-1,2%	12,1%	8,0%
-2,4%	20,2%	10,9%	5,8%	15,6%	-2,6%	3,1%	-2,0%	7,9%	9,6%	-1,3%	11,1%	7,7%
-16,2%	11,4%	6,3%	5,6%	7,0%	-2,7%	0,6%	-2,7%	4,7%	7,5%	-2,0%	8,4%	5,3%
-26,9%	6,9%	5,9%	3,1%	4,3%	-4,3%	0,0%	-3,2%	2,1%	7,4%	-3,0%	6,8%	4,4%
-34,6%	5,9%	5,5%	0,6%	2,6%	-5,1%	-1,0%	-3,7%	1,7%	3,0%	-4,1%	6,4%	3,6%
n/a	3,3%	5,4%	-5,3%	2,0%	-8,6%	-3,4%	-11,1%	1,7%	2,5%	-5,7%	5,6%	2,1%
2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020*
Convertibili USA	Aggregato globale	Obbligazioni in valuta locale dei mercati emergenti	TIPS USA	Governo globale	Valuta forte dei mercati emergenti	Mutui ipotecari USA	High Yield globali					

*Dati a fine novembre. Fonte: Indici Bloomberg Barclays. Dati aggiornati al 15 dicembre 2020. I risultati precedenti non rappresentano necessariamente un riferimento per il futuro.

Piccolo è bello

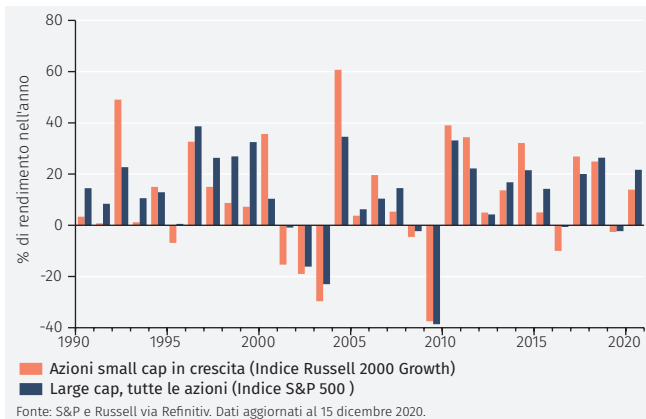
Nel 2020 molti dei prodotti e dei servizi innovativi che sono venuti alla ribalta hanno avuto origine in piccole aziende. Teniamo d'occhio le piccole aziende innovative per fare centro ancora una volta nel 2021, ma l'esposizione deve essere selettiva.



Nel 2020 molti dei prodotti e dei servizi innovativi che si sono affermati rapidamente grazie a Covid-19 sono stati sviluppati da piccole aziende. All'inizio dell'anno, pochi avevano sentito parlare di BioNTech, TikTok e Zoom; alla fine dell'anno questi nomi erano sulla bocca di tutti. Teniamo d'occhio le piccole aziende innovative per fare centro ancora una volta nel 2021.

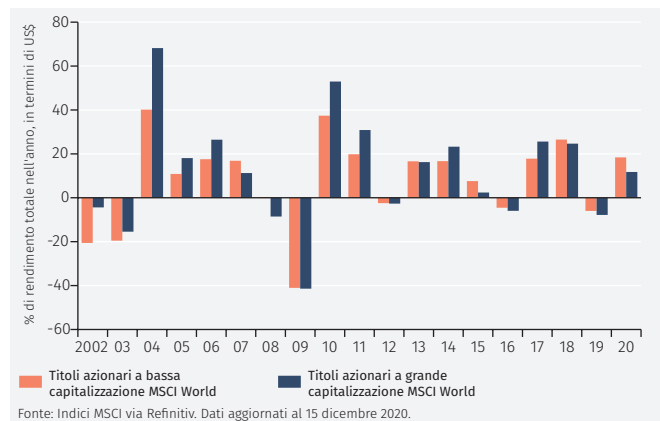
Ma per questa proiezione la cautela è d'obbligo. Per molto tempo, è stato dimostrato che le piccole imprese hanno prodotto rendimenti a lungo termine superiori ai titoli large cap. Questo trend divenne noto come "small cap premium". Di recente, però, quel valore è praticamente scomparso. Ad esempio, negli ultimi quattro-cinque anni il settore statunitense della crescita delle small cap ha registrato scarsi risultati rispetto ai titoli delle large cap (vedi Figura 13).

13. Titoli small cap in crescita vs. titoli large cap



Tuttavia, è interessante notare che nel 2020 i rendimenti dei titoli small cap hanno superato quelli dei titoli large cap a livello globale (vedi Figura 14). Ciò riflette, in particolare, il maggiore rendimento dei titoli small cap in Asia.

14. Titoli large cap e small cap a livello mondiale

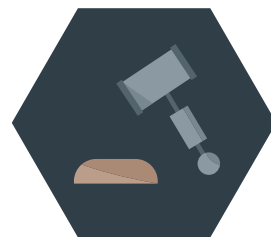


Riteniamo che la performance dei titoli small cap rispetto ai large cap sia dovuta a un ritorno alla normalità per tre motivi principali. In primo luogo, e fattore più importante, l'agilità e la flessibilità che spesso caratterizzano le piccole imprese possono consentire loro di essere leader nell'innovazione. Una critica che talvolta viene mossa a questo punto di vista è che le piccole imprese mancano di economie di scala. Tuttavia, l'accesso alle nuove tecnologie, in particolare al cloud computing, permette alle piccole imprese di aumentare la loro portata in modo più semplice e più economico rispetto al passato.

In secondo luogo, le piccole imprese si concentrano tipicamente su un'area ristretta in cui hanno esperienza.

Terzo, è stata costituita un'abbondante liquidità a sostegno di queste aziende. Questo si vede negli alti livelli di private equity dry powder (denaro raccolto ma non ancora utilizzato) e nella recente crescita delle SPAC (società di acquisizione a scopo speciale) che cercano piccole aziende private da rendere pubbliche.

La grande tecnologia si consolida



Le grandi aziende tecnologiche statunitensi, che hanno ottenuto ottimi risultati nel 2020 sostenuti dal lavoro a distanza, dal cloud storage, dallo shopping online e così via, continueranno a farlo anche nel 2021. Saranno viste sempre di più come monopoli regolamentati.

Poco prima delle elezioni presidenziali americane del 2020, la Camera dei Rappresentanti ha pubblicato un rapporto di 449 pagine che criticava le pratiche delle grandi aziende tecnologiche statunitensi conseguite grazie alle loro posizioni dominanti sul mercato. Nel testo si raccomanda di aumentare la concorrenza e di rafforzare le leggi antitrust e la loro applicazione. Alla fine di dicembre hanno fatto seguito il lancio di un'azione antitrust contro Facebook negli Stati Uniti, le minacce di multe alle aziende per contenuti dannosi nel Regno Unito e le minacce dell'UE di smantellare le grandi aziende tecnologiche se avessero adottato comportamenti anticoncorrenziali.

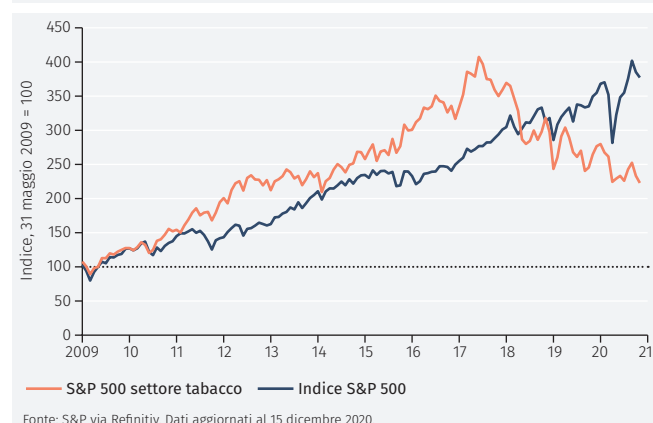
Ma queste aziende dispongono di tre grandi vantaggi. In primo luogo, godono dei considerevoli effetti di rete (man mano che un numero maggiore di persone utilizza i loro prodotti/servizi, il valore di ciò che forniscono aumenta). Sarà difficile per qualsiasi nuovo concorrente con sede negli Stati Uniti prendere piede. In secondo luogo, i concorrenti più validi sono le aziende cinesi, ma è molto improbabile che gli Stati Uniti facilitino l'accesso al mercato per tali imprese. In terzo luogo, le grandi aziende tecnologiche statunitensi sono finanziariamente forti e in grado di affrontare qualsiasi modifica legislativa o caso di antitrust che possa presentarsi.

Un'opzione meno discussa è quella di regolamentare in modo più rigoroso le grandi aziende tecnologiche statunitensi: un'agenzia federale che sovrintenda alle grandi tecnologie sarebbe una possibilità. Esiste un precedente. Nel 2009, dopo l'elezione del presidente Obama, il settore del tabacco è stato regolamentato per la prima volta dalla FDA

(Food and Drug Administration) statunitense. In senso un po' paradossale, ciò ha fornito un grado di protezione al settore, che ha poi ottenuto risultati molto buoni rispetto al mercato complessivo, anche grazie a un'ondata di consolidamento (vedi Figura 15). Tuttavia, è realistico pensare che un'autorità di regolamentazione federale possa modificare con successo le pratiche delle grandi aziende tecnologiche? Il tabacco è un prodotto dannoso e, anche se ci sono lamentele sul potere delle grandi aziende tecnologiche, ha chiaramente portato benefici sostanziali agli Stati Uniti e all'economia globale.

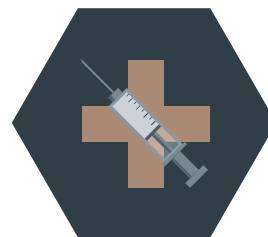
A conti fatti, nel 2021 e oltre le grandi aziende tecnologiche statunitensi continueranno a ottenere risultati positivi. Queste imprese saranno viste sempre più spesso come monopoli regolamentati. Il flusso di cassa generato da tali società è forte e le loro quotazioni possono, a nostro avviso, essere giustificate.

15. La regolamentazione non può essere una cosa negativa



Settore sanitario

Vediamo buone opportunità nel settore sanitario. Si tratta di un settore che annovera una varietà di aziende diverse, che sembrano in grado di trarre vantaggio dalle importanti tendenze che caratterizzano il settore nel 2021.



Nel 2021, il settore sanitario risulterà interessante per tre motivi principali. In primo luogo, offre visibilità a uno dei più importanti megatrend sociali globali: l'invecchiamento della popolazione e l'aumento della domanda di assistenza sanitaria per gli anziani.

In secondo luogo, le grandi aziende sanitarie se la cavano ancora relativamente bene: le società che pagano i dividendi sono valutate in modo positivo. Nel complesso, le aziende del settore sanitario statunitense presenti nell'indice S&P 500 (vedi Figura 16) operano in base a un multiplo prezzo/utile minore rispetto a tutti i settori, ad eccezione di quello finanziario. Riteniamo che ciò rifletta in parte le preoccupazioni sulle possibili politiche del presidente Biden, ma qualsiasi probabile cambiamento sembra ben giustificato nelle attuali valutazioni.

In terzo luogo, l'intero settore è stato sconvolto da Covid-19 e riteniamo che le opportunità che ne derivano si concretizzeranno maggiormente nel 2021 e oltre.

La cosa più importante è che Covid-19 ha innescato un'adozione molto più ampia delle nuove tecnologie digitali, soprattutto per quanto riguarda i consulti e la diagnostica a distanza dei pazienti. Allo stesso tempo, i dispositivi indossabili per il tracciamento delle attività, il monitoraggio

della salute e lo screening, sembrano pronti per una diffusione molto più ampia. Tecniche mini-invasive e procedure robotiche sono applicate in aree che vanno dalla cardiocirurgia all'ortodonzia. L'introduzione di molte di queste nuove tecnologie sarà probabilmente guidata da aziende tecnologiche, piuttosto che sanitarie, che rafforzeranno ulteriormente la dinamica competitiva del settore.

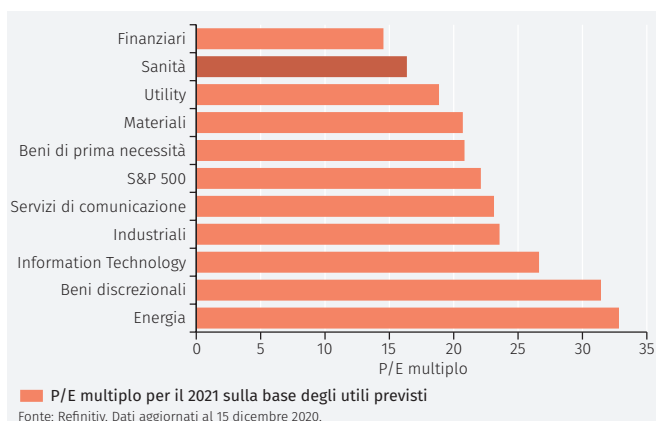
La reputazione del settore sanitario è stata infangata dall'inefficienza operativa (in molti casi, fax e posta sono i metodi di comunicazione preferiti dal settore) e anche questo aspetto può essere trasformato con le tecnologie digitali.

Secondo uno studio di McKinsey, i ricavi globali di quello che in termini generali viene definito il settore sanitario digitale potrebbero arrivare a 600 miliardi di dollari USA nel 2024, rispetto ai 350 miliardi di dollari USA del 2019.⁵

Negli Stati Uniti, il rischio è che il tasso di disoccupazione rimanga elevato e che si verifichi una perdita di premi relativi all'assicurazione sanitaria a carico dal datore di lavoro: questo potrebbe avere un impatto sulla domanda. Al di fuori degli Stati Uniti e soprattutto in Asia, la diffusione dei prodotti sanitari di consumo e dell'e-commerce nel settore è bassa ed è destinata a crescere rapidamente.

A livello globale, ci aspettiamo che questo importante fattore contribuisca alla realizzazione di un'intensa attività di fusioni e acquisizioni nel settore.

16. Rapporto prezzo/utile S&P 500: previsione 2021



⁵ <https://www.mckinsey.com/industries/pharmaceuticals-and-medical-products/our-insights/healthtech-in-the-fast-lane-what-is-fueling-investor-excitement>

La cooperazione globale reinventata



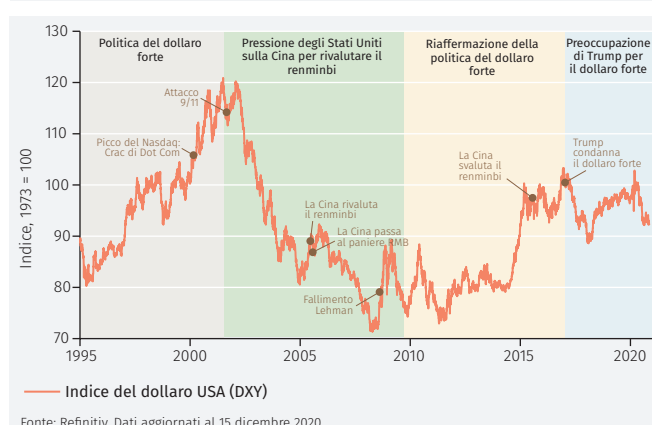
Assistiamo al ritorno di uno spirito di maggiore cooperazione nelle relazioni globali. Il presidente Biden avrà certamente uno stile diverso da quello del suo predecessore. Il suo approccio è quasi certamente destinato ad essere più conciliante, trasversale e multilaterale.

Il presidente Biden avrà certamente uno stile diverso da quello del suo predecessore. Potrebbe anche utilizzare i Decreti Esecutivi per indurre un rapido cambiamento in alcuni settori: ad esempio, la ricongiunzione all'Accordo sul clima di Parigi e all'Organizzazione Mondiale della Sanità. Ma il probabile approccio più conciliante, trasversale e multilaterale di Biden porterà lentamente a miglioramenti più solidi. Questo sarà accolto con favore dalle imprese e dai mercati finanziari statunitensi e, pensiamo, dalla comunità internazionale. Per quanto riguarda la Cina, il 2021 segna il centenario della fondazione del Partito comunista, un anniversario che il Paese vorrebbe presumibilmente celebrare in modo pacifico.

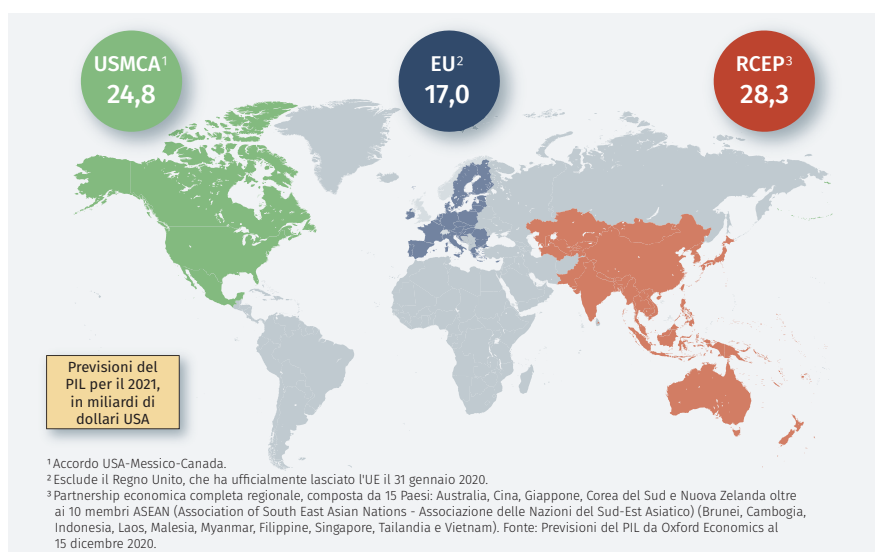
Sebbene il mondo continui ad evolversi verso un accordo tripolare, con catene di fornitura più concentrate all'interno di grandi raggruppamenti regionali (vedi Figura 17), non è realistico pensare che la Cina e gli Stati Uniti possano isolarsi l'uno dall'altro. La Cina importa più circuiti elettronici integrati rispetto al petrolio;⁶ il materiale elettronico importato si basa in larga misura sulla tecnologia statunitense. Nel frattempo, l'esperienza degli ultimi quattro anni dimostra chiaramente che è azzardato pensare che l'America possa ricostituire l'industria manifatturiera che si è trasferita in Cina.

L'atteggiamento della nuova amministrazione nei confronti del dollaro americano sarà tenuto sotto stretta sorveglianza. Dubitiamo che ci sarà un impegno dichiarato a favore di una politica del dollaro forte. Questa è stata la politica dalla metà degli anni '90 fino ai primi anni 2000 e, dopo un periodo in cui l'attenzione si è spostata sulle pressioni nei confronti della Cina per una rivalutazione del renminbi, dal 2009 il focus si è spostato sull'elezione del presidente Trump (vedi Figura 18).

18. Aumento e calo del dollaro USA



17. Un mondo tripolare



Poco prima del suo insediamento, il presidente Trump ha affermato che “il dollaro è troppo forte e ci sta uccidendo”. Da quella data fino al 1° dicembre 2020, l'indice DXY del dollaro è sceso del 9%. Secondo le nostre stime, il dollaro è ancora sopravvalutato di circa il 9% su questa misura dell'indice. Questo suggerisce che nel tempo è più probabile che diminuisca.

Inoltre, con la ripresa dell'economia mondiale e la diminuzione dell'avversione al rischio, ciò dovrebbe favorire in generale anche le valute non statunitensi.

⁶ Fonte: Refinitiv; 10 dicembre 2020.

Team Macro



Moz Afzal
Global Chief
Investment Officer



Stefan Gerlach
Chief
Economist



Daniel Murray
Deputy CIO



GianLuigi Mandruzzato
Senior Economist



Joaquin Thul
Investment Analyst

La strategia macro è al centro della nostra strategia di investimento. Il lavoro del nostro team macro influenza le decisioni non solo a livello di categoria di attività, ma anche le allocazioni a livello geografico, di settore e di singoli titoli.

Publicazioni sugli investimenti

Publicazioni chiave che contengono la nostra visione dell'economia globale, degli aspetti di mercato e delle prospettive di investimento.



Intime: Daily Market Note

Daily Market Note: riassume i più importanti eventi di mercato delle ultime 24 ore.

Periodicità: Dal martedì al venerdì.
Disponibile solo online



Invision: Weekly Macro Note

Weekly Macro Note che descrive i principali eventi macroeconomici della settimana appena trascorsa.

Periodicità: Ogni lunedì.
Disponibile solo online



Inview: Global House View

Global House View e Investment Perspectives: offre linee guida di allocazione patrimoniale, prospettive macroeconomiche e idee per gli investimenti.

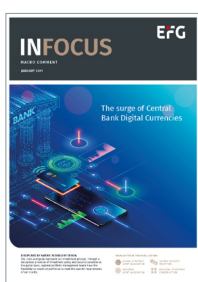
Periodicità: Mensile



Insight: Quarterly Market Review

Quarterly Market Review. Panoramica di alto livello della performance del mercato e delle regioni chiave; include un focus speciale.

Periodicità: Trimestrale



Infocus: Team Macro

Un'analisi degli eventi salienti del mercato.

Periodicità: Ad hoc



Oltre il Benchmark: Il Podcast EFG

Più che il vostro tipico podcast di analisi di mercato, andiamo oltre il benchmark, approfondendo argomenti di attualità che riguardano i mercati, le economie e la psicologia degli investitori.

Periodicità: Bisettimanale/quindicinale/
qualsiasi frequenza preferita

Se desideri ricevere le pubblicazioni degli investimenti di EFG contatta marketing@efgam.com.

Informazioni importanti

Il valore degli investimenti e il reddito che ne deriva può aumentare o diminuire e le performance precedenti non costituiscono un indicatore delle future performance. I prodotti di investimento possono essere soggetti ai rischi da investimento, che comprendono, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, la possibile perdita, totale o parziale, del capitale investito.

Il presente documento non costituisce e non deve essere interpretato come una proposta, un annuncio pubblicitario, un'offerta pubblica o una collocazione o consiglio di acquisto, vendita, mantenimento o richiesta per qualsiasi investimento, operazione su titoli, altri strumenti finanziari o altri prodotti o servizi. Il presente documento non intende essere la descrizione definitiva dei termini e condizioni di qualsiasi investimento, operazione su titoli, altri strumenti finanziari o altri prodotti o servizi. Il presente documento è fornito solo a scopo informativo e non deve essere inteso come un consiglio di investimento o qualsiasi altra raccomandazione specifica rispetto a particolari azioni o inazioni. Le informazioni contenute nel presente documento non tengono conto degli obiettivi di investimento specifici, della situazione finanziaria o delle specifiche esigenze del destinatario. Prima di realizzare qualsiasi investimento o in caso di dubbi relativi alle informazioni fornite nel presente documento, l'utente è tenuto a richiedere personalmente una consulenza professionale idonea alle proprie condizioni specifiche.

Anche se le informazioni contenute nel presente documento sono state ottenute da fonti ritenute affidabili, nessun membro del Gruppo EFG dichiara o garantisce la correttezza di tali informazioni, che possono essere incomplete o sintetiche. Qualsiasi parere espresso nel presente documento è soggetto a modifiche senza preavviso. Il presente documento può contenere pareri personali che non riflettono necessariamente la posizione di tutti i membri del Gruppo EFG. Nella misura massima consentita dalla legge, nessun membro del Gruppo EFG può essere ritenuto responsabile per le conseguenze di eventuali errori od omissioni ivi contenuti, e ciascun membro del Gruppo EFG rifiuta espressamente qualsiasi responsabilità, tra cui (a titolo esemplificativo ma non esaustivo) la responsabilità per danni incidentali o conseguenti, derivanti da tali errori od omissioni o da eventuali azioni o inazioni commessi dal destinatario in funzione del presente documento.

La fruibilità del presente documento in qualsiasi giurisdizione o Paese può essere contraria alle leggi o ai regolamenti locali e le persone che entrano in possesso del presente documento devono informarsi personalmente e osservare eventuali limitazioni. Il presente documento non può essere riprodotto, divulgato o distribuito (tutto o in parte) ad altre persone senza il consenso scritto preventivo di un membro autorizzato del Gruppo EFG.

Il presente documento è stato realizzato da EFG Asset Management (UK) Limited per l'uso da parte del Gruppo EFG e delle consociate e affiliate del Gruppo EFG in tutto il mondo. EFG Asset Management (UK) Limited è autorizzata e regolamentata dalla UK Financial Conduct Authority, registrazione n. 7389746. Sede legale: EFG Asset Management (UK) Limited, Leconfield House, Curzon Street, Londra W1J 5JB, Regno Unito, telefono +44 (0)20 7491 9111.

Se hai ricevuto questo documento da una delle consociate o filiali indicate qui sotto, tieni presente quanto segue:

Bahamas: EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. è autorizzata dalla Securities Commission of The Bahamas conformemente alla Securities Industry Act, 2011 e al Securities Industry Regulations, 2012 ed ha il permesso di svolgere operazioni su titoli dirette o provenienti dalle Bahamas compreso il commercio di titoli, la stipula di accordi su titoli, la gestione di titoli e la consulenza su titoli. EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. è autorizzata inoltre dalla Central Bank of The Bahamas conformemente alla Banks and Trust Companies Regulation Act, 2000 come istituto bancario e di trust.

Bahrain: EFG AG Bahrain Branch è regolamentata dalla Central Bank of Bahrain con sede legale in Bahrain Financial Harbour, West Tower – 14° piano, Regno del Bahrain.

Bermuda: EFG Wealth Management (Bermuda) Ltd. è una società esente costituita in Bermuda con responsabilità limitata. Sede legale: Thistle House, 2° piano, 4 Burnaby Street, Hamilton HM 11, Bermuda.

Cile: EFG Corredores de Bolsa SpA è autorizzata dalla Superintendencia de Valores y Seguros ("SVS"), organo di vigilanza cileno sui valori mobiliari) come agente di cambio che può svolgere operazioni di brokeraggio su titoli in Cile e attività secondarie disciplinate tra cui la gestione del portafoglio di titoli discrezionali, la stipula di accordi relativi a titoli e la consulenza per investimenti. Registrazione n. 215. Sede legale: Avenida Isidora Goyenechea 2800 Of. 2901, Las Condes, Santiago.

Cipro: EFG Cyprus Limited è una società di investimento con sede a Cipro, iscritta al registro delle società con n. HE408062, con sede legale in Kennedy 23, Globe House, 6° piano, 1075, Nicosia, Cipro. EFG Cyprus Limited è autorizzata e regolamentata dalla Cyprus Securities and Exchange Commission (CySEC).

Dubai: EFG (Middle East) Limited è regolamentata dalla Dubai Financial Services Authority con sede legale in Level 15, Gate Building, Dubai International Financial Centre, Dubai, UAE.

Guernsey: EFG Private Bank (Channel Islands) Limited è autorizzata dalla Guernsey Financial Services Commission.

Hong Kong: EFG Bank AG è autorizzata come istituto bancario dalla Hong Kong Monetary Authority conformemente alla Banking Ordinance (Cap. 155, Laws of Hong Kong) e può svolgere attività regolamentate di Tipo 1 (commercio di titoli), Tipo 4 (consulenza su titoli) e Tipo 9 (gestione patrimoniale) in Hong Kong.

Isole Cayman: EFG Bank è autorizzata dalla Cayman Islands Monetary Authority a svolgere attività bancarie conformemente alla Banks and Trust Companies Law delle Isole Cayman. EFG Wealth Management (Cayman) Ltd. È autorizzata dalla Cayman Islands Monetary Authority a svolgere attività di trust conformemente alla Banks and Trust Companies Law delle Isole Cayman, e a svolgere attività di investimento in titoli conformemente alla Securities Investment Business Law delle Isole Cayman.

Jersey: EFG Wealth Solutions (Jersey) Limited è regolamentata dalla Jersey Financial Services Commission per lo svolgimento di attività di investimento ai sensi della Financial Services (Jersey) Law 1998.

Liechtenstein: EFG Bank von Ernst AG è regolamentata dalla Financial Market Authority Liechtenstein, Landstrasse 109, P.O. Box 279, 9490 Vaduz, Liechtenstein.

Lussemburgo: EFG Bank (Luxembourg) S.A. è presente nell'elenco ufficiale delle banche costituite in Lussemburgo conformemente alla legge del Lussemburgo del 5 aprile 1993 sul settore finanziario (e successive modifiche e integrazioni) (la "Legge del 1993"), emanata dall'autorità di sorveglianza del Lussemburgo (Commission de Surveillance du Secteur Financier), come società per azioni di diritto pubblico ai sensi della legge del Lussemburgo (société anonyme) autorizzata a svolgere la propria attività conformemente all'articolo 2 della Legge del 1993. I residenti del Lussemburgo devono contattare esclusivamente EFG Bank (Luxembourg) S.A., 56 Grand Rue, Luxembourg 2013 Lussemburgo, telefono +352 264541, per qualsiasi informazione riguardante i servizi di EFG Bank (Luxembourg) S.A.

Monaco: EFG Bank (Monaco) SAM è una società per azioni di diritto pubblico monegasca registrata con il n. 90 S 02647 (Registre du Commerce et de l'Industrie de la Principauté de Monaco). EFG Bank (Monaco) SAM è un istituto bancario che svolge attività finanziarie autorizzate e regolamentate dalla French Prudential Supervision and Resolution Authority e dalla Monegasque Commission for the Control of Financial Activities. Sede legale: EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d'Ostende – BP 37 – 98001 Monaco (Principauté de Monaco), telefono: +377 93 15 11 11. Il destinatario del presente documento conosce perfettamente l'inglese e rinuncia alla possibilità di ottenere la versione francese della pubblicazione.

Portogallo: La filiale portoghese di EFG Bank (Luxembourg) S.A. è registrata presso la Portuguese Securities Market Commission con il numero 393 e presso la Bank of Portugal con il numero 280. Codice fiscale e numero del registro di commercio: 980649439. Sede legale: Av. da Liberdade, No 131, 6o Dto – 1250-140 Lisboa, Portogallo.

Regno Unito: EFG Private Bank Limited è autorizzata dalla Prudential Regulation Authority e regolamentata dalla Financial Conduct Authority e dalla Prudential Regulation Authority, con registrazione n. 144036. EFG Private Bank Limited è un membro della London Stock Exchange. Iscrizione al registro delle società n. 2321802. Sede legale: EFG Private Bank Limited, Leconfield House, Curzon Street, Londra W1J 5JB, Regno Unito, telefono +44 (0)20 7491 9111. In relazione a EFG Asset Management (UK) Limited si prega di notare l'informativa sullo status riportata qui sopra.

Repubblica Popolare Cinese ("PRC"): L'ufficio di rappresentanza a Shanghai della EFG Bank AG è approvato dalla China Banking Regulatory Commission ed è registrato presso la Shanghai Administration for Industry and Commerce conformemente alle normative della Repubblica Popolare Cinese per la gestione delle banche a investimenti esteri e le regole di implementazione collegate. Registrazione n. 310000500424509. Sede legale: Room 65T10, 65 F, Shanghai World Financial Center, No. 100, Century Avenue, Pudong New Area, Shanghai. L'ambito di attività di EFG Bank AG Shanghai Representative Office è limitato esclusivamente alla realizzazione di attività non-profit che comprendono le relazioni, le ricerche di mercato e la consulenza.

Singapore: La filiale di Singapore di EFG Bank AG (UEN No. T03FC6371) è autorizzata dalla Monetary Authority of Singapore come banca di attività "all'ingrosso" per lo svolgimento di attività bancarie ed è un istituto di consulenza finanziaria esente come definito nella Financial Advisers Act e un licenziatario per i servizi relativi ai mercati finanziari come definito nella Securities and Futures Act.

Stati Uniti: EFG Asset Management (UK) Limited è affiliata a EFG Capital, società di intermediazione statunitense autorizzata dalla Securities and Exchange Commission ("SEC") e associata alla Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") e alla Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). SEC, FINRA o SIPC non hanno approvato il presente documento o i servizi e prodotti forniti da EFG Capital o dalla relativa affiliata con sede negli Stati Uniti, EFGAM Americas. EFGAM Americas è registrata presso SEC come società di consulenza per investimenti. I prodotti relativi a titoli e i servizi di brokeraggio sono forniti da EFG Capital, e i servizi di gestione patrimoniale sono forniti da EFGAM Americas. EFG Capital e EFGAM Americas sono società affiliate riconducibili alla stessa proprietà e possono usufruire reciprocamente del personale associato. Il presente documento non è destinato alla distribuzione a persone residenti negli Stati Uniti o per conto di queste ultime ad eccezione delle persone che sono "acquirenti qualificati" (come definito nella United States Investment Company Act del 1940, e successive modifiche e integrazioni (la "Investment Company Act")) e "investitori accreditati" (come definito nella Rule 501(a) ai sensi della Securities Act). Tutti i titoli citati nel presente documento non saranno registrati ai sensi della Securities Act o qualificati ai sensi di qualsiasi normativa sui titoli di Stato applicabile. Tutte le finanziarie citate nel presente documento non saranno registrate come società di investimento ai sensi della Investment Company Act. Gli analisti con sede al di fuori degli Stati Uniti sono ingaggiati da società affiliate non statunitensi che non sono soggette alle normative FINRA.

Svizzera: EFG Bank AG, Zurich, comprese le filiali di Ginevra e Lugano, è autorizzata e regolamentata dalla Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA). Sede legale: EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurigo, Svizzera. Filiali svizzere: EFG Bank SA, 24 quai du Seujet, 1211 Ginevra 2 e EFG Bank SA, Via Magatti 2 6900 Lugano.