

# MONTHLY HOUSE VIEW

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING – FEBBRAIO 2020

DOCUMENTO DI MARKETING



## FOCUS

CONTRAZIONE DEGLI SPREAD  
E CRESCENTE INDEBITAMENTO

## AZIONI

OTTIMISMO PER LE AZIONI NEL MEDIO TERMINE,  
MA PRUDENZA NEL BREVE

Questo è un estratto della nostra pubblicazione Monthly House View. Se desidera ricevere la versione completa, la invitiamo a [contattarci](#).

# EDITORIALE



## VINCENT MANUEL

Global Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth Management

## I DILEMMI DEGLI INVESTITORI NEL 2020: VALUTAZIONI, ROTAZIONI DI STILE E NORMALIZZAZIONE DELLA VOLATILITÀ

Cara Lettrice, caro Lettore,

Nel 2020 il panorama degli investimenti sembra essere ripartito da dove lo avevamo lasciato nel 2019: le azioni di qualità e *growth* sopravanzano quelle *value*, la tecnologia sovraperforma il mercato ed è sempre più popolato l'elenco di titoli ciclici, che deludono con performance mediocri.

In un certo senso, questo andamento non sorprende più di tanto. I recenti dati confermano il contesto di crescita debole ma positiva, favorevole ai consumi ma deleterio per la produzione. Quando l'inflazione salariale è superiore a quella dei prezzi, le società digitali, con economie di scala e minore intensità di manodopera, sovraperformano la cosiddetta "*old economy*".

Tra i temi cruciali di questo inizio anno spicca la Cina, paese al centro del nostro scenario per il 2020. Il nuovo anno è stato infatti inaugurato sia dall'allentamento monetario aggiuntivo, che ha sospinto la fiducia del mercato, sia dall'accordo di fase uno, siglato con gli Stati Uniti.

Dopo un anno così brillante, cos'è ragionevole attendersi? Spesso i responsabili dell'*asset allocation* si affidano ad una sorta di schema circolare, incentrato sulla rotazione tra fattori di rischio e stili d'investimento. In questa fase del ciclo, con le banche centrali in attesa e valutazioni elevate per il reddito fisso, sarebbe opportuno passare dai titoli di qualità a quelli *value* e dal credito alle azioni.

Quest'anno dovrebbero inoltre mutare i fattori dominanti sui mercati: dalla politica monetaria alla crescita fondamentale ed alle politiche fiscali, dai multipli di valutazione ai fondamentali.

È paradossale, tuttavia, che gli investitori si ostinino ad acquistare titoli azionari di qualità ed ETF creditizi, mentre gli emittenti americani continuano a sfruttare opportunisticamente i tassi negativi, per introdurre obbligazioni in euro in un mercato caratterizzato da una fortissima domanda. Una tendenza che ha di recente spinto il posizionamento degli investimenti e gli indicatori dei mercati azionari in territorio rialzista. Fintanto che i rendimenti azionari si manterranno favorevoli rispetto a quelli obbligazionari, questo contesto positivo per i mercati azionari non dovrebbe mostrare segni di cedimento. Eppure in questo mercato rialzista i beni

rifugio si sono rivelati molto dinamici, smentendo la tradizionale correlazione inversa con gli attivi rischiosi. Si tratta probabilmente di un'altra conseguenza dei tassi negativi, che aumentano l'attrattiva dell'oro.

Quale potrebbe essere la naturale prosecuzione del mercato? A nostro parere, la legge di gravità vigente sui mercati finanziari riporterà le correlazioni di breve termine su binari più convenzionali, con performance di oro e Treasury opposte a quelle di azioni e *high yield*. Appare anche logico un ritorno della volatilità su livelli più consoni.

Nel contesto attuale il concetto di normalità sembra essere scomparso. In questo ciclo si è ripetuto, in prevalenza, un modello di propensione/avversione al rischio, con una volatilità incredibilmente bassa, oppure eccezionalmente alta. Fino a quando gli investitori continueranno a determinare il *budget* di rischio in base alla volatilità, i comportamenti pro-ciclici saranno esacerbati da posizioni nettamente short sulla stessa.

Dove si nasconde quindi il rischio di mercato e quali fattori potrebbero stravolgere l'odierno paradigma? A nostro parere, la risposta va ricercata non tanto nelle cause di questo mercato in ascesa, bensì nelle sue implicazioni non gradite. Il rischio dovrebbe celarsi per lo più nel posizionamento aggressivo degli investitori ed in quello a cui rinunciano nell'assidua ricerca di rendimenti: premi di liquidità ed effetti dovuti alla diversificazione.

Tra le conseguenze indesiderate, merita particolare attenzione la scarsa liquidità del credito, soprattutto quando gli *spread* svaniranno nel nulla. L'ultimo dilemma riguarda le rotazioni che, in genere, non avvengono senza volatilità. Ma in passato è stata proprio quest'ultima ad interromperle in più di un'occasione.

In breve, gli investitori nel lungo termine dovrebbero conservare un'esposizione azionaria ragionevole ma, viste le maggiori probabilità di una correzione tecnica, è opportuno iniziare ad accumulare diverse coperture. Le parole d'ordine per il 2020 saranno pazienza ed equilibrio. Il tempo è denaro, ma la prudenza è una virtù...

# FOCUS

## CONTRAZIONE DEGLI SPREAD E INDEBITAMENTO IN CRESCITA

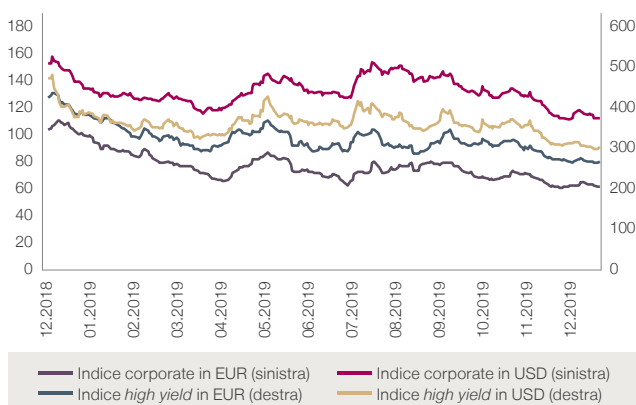
Nella seconda settimana di gennaio 2020 le emissioni obbligazionarie *investment grade* americane hanno raggiunto 69 miliardi di dollari, un volume inferiore soltanto al record storico di settembre 2019. L'Europa non è stata da meno; nella stessa settimana nella regione sono state collocate obbligazioni *investment grade* e *high yield* per oltre 90 miliardi di euro, il migliore risultato settimanale di sempre per le emissioni corporate. Gli emittenti sfruttano il ritorno della propensione al rischio spinta dal fatto che le banche centrali proseguono le loro politiche accomodanti e che, per il momento, le minacce sul fronte commerciale sono diminuite.

Le condizioni del credito continueranno ad essere favorevoli nel 2020, alla luce di un contesto macro in stabilizzazione e politiche concilianti sia in Europa sia negli Stati Uniti che supporteranno la performance dei crediti in euro e dollari USA. Rispetto al 2019, tuttavia, le insidie potrebbero essere presumibilmente più numerose, in ragione di valutazioni elevate ed un rischio idiosincrat<sup>1</sup> in ascesa. Pertanto, considerando la fase avanzata del ciclo e le difficoltà nel realizzare utili, l'analisi dei fondamentali dovrebbe essere sempre più accurata da parte degli investitori.

### UN SENTIMENT FAVOREVOLE NEL BREVE PERIODO, MA PERSISTONO LE INCERTEZZE NEL MEDIO TERMINE

Finora nel 2020 gli *spread* di credito si sono ulteriormente contratti in quanto, come previsto, l'accordo commerciale di fase uno tra Cina e Stati Uniti ha portato un contesto macro più propizio. L'intesa ha ridotto (ma non dissipato) i rischi di una nuova escalation sul fronte dei dazi e di altre misure punitive. Tuttavia, gli attuali *spread* così contratti non rispecchiano affatto il rischio di eventi ed i mediocri fondamentali delle società in generale.

### ULTERIORE CONTRAZIONE DEGLI SPREAD IG E HY IN EUR ED USD, PB



Fonti: Indici ICE BaML (HE00, ER00, HOA0, COA0), Indosuez Wealth Management.

La performance passata non è una garanzia di risultati futuri.

Inoltre, è probabile che i settori industriali e ciclici registrino una debole crescita degli utili. L'accordo di fase uno ha mantenuto dazi del 25% su importazioni cinesi per 250 miliardi di dollari USA ed un'imposta del 7,5% su prodotti aggiuntivi per 120 miliardi. Gran parte di questi prodotti sono macchinari elettrici, ricambi

automobilistici, circuiti e componenti elettrici integrati, nonché pezzi elettronici importati dalle società industriali statunitensi. Sull'altra sponda dell'Atlantico, i produttori automobilistici tedeschi sono ancora alle prese con sfide strutturali; la crescente spesa in conto capitale necessaria per spingere l'elettrificazione e conformarsi alle minori emissioni di CO<sup>2</sup> ridurrà inevitabilmente la generazione di flussi di cassa. Inoltre, a dicembre 2019 la domanda cinese di autovetture è di nuovo calata su base annua.

Il fatto che l'amministrazione Trump non abbia imposto dazi sui veicoli europei importati, entro la scadenza del 13 novembre 2019, potrebbe sostenere sul breve termine i produttori automobilistici del vecchio continente. Tuttavia, ciò potrebbe non essere sufficiente per invertire il rallentamento che affligge la crescita delle vendite.

I venditori al dettaglio francesi hanno accusato il colpo dopo gli scioperi nazionali ad oltranza e le vendite al dettaglio sono risultate molto deludenti nel corso dell'importantissima stagione natalizia.

Per proteggersi dai rischi di ribasso e cogliere al contempo la positiva dinamica del mercato nel breve periodo, saranno indispensabili una maggiore selettività ed un esame più approfondito dei fondamentali societari.

### FONDAMENTALI DEL CREDITO SOCIETARIO SULLO SFONDO DI POLITICHE MONETARIE ACCOMODANTI

Il coefficiente di indebitamento netto delle società *high yield* europee è ora superiore a quello delle società USA in seguito ad una crescita più fiacca dell'EBITDA<sup>2</sup>, ed al rilancio del piano per l'acquisto di obbligazioni societarie (CSPP) della BCE. Per quanto nell'ambito di tale programma vengano acquistati soltanto crediti societari *investment grade*, gli effetti sui prezzi si sono estesi anche al settore *high yield* europeo, con un incremento della domanda. Il CSPP ha comportato una compressione degli *spread* tra i crediti *investment grade* e, pertanto la ricerca di rendimenti ha condotto gli investitori europei ad acquistare *high yield*.

Gli indici di indebitamento continuano a salire nel mercato *high yield*. Siamo consapevoli che determinati sottoinsiemi di questo universo presentino maggiori rischi secolari ed idiosincrat<sup>1</sup>, anche se alcuni operatori di mercato potrebbero puntare su una ripresa delle loro performance nel 2020. Infatti, i principali releveraging (aumento dei livelli di indebitamento, oggi quasi insostenibili) si sono registrati tra le società con rating CCC, con il rapporto mediano "debito netto/EBITDA" delle società USA in tale comparto che, nel T3 2019, è aumentato a 7,9 volte (T4 2018: 5,6 volte, T4 2017: 6,3 volte), mentre quello delle controparti europee CCC nello stesso periodo ha raggiunto 8,6 volte (T4 2018: 5,8 volte, T4 2017: 4,2 volte). Queste società seguitano a contrarre prestiti in uno scenario di tassi ridotti. Negli ultimi tre trimestri l'incremento del loro debito lordo è risultato molto superiore alla crescita dell'EBITDA.

Da un raffronto tra *investment grade* e *high yield* in euro emerge che, sebbene quest'ultimo offra ancora uno *spread* di 270 punti base (pb) o del 2,7%, il rapporto rendimento/indebitamento netto (debito netto/EBITDA), come misura del rendimento degli investimenti corretto per il per livello di rischio, si è più che dimezzato nello scorso anno, passando dai 131 pb di fine 2018 a 58 pb.

1 - Rischio idiosincrat<sup>1</sup>: rischio che riguarda una specifica società e non è correlato alle condizioni generali del mercato.

2 - EBITDA: utili al netto di interessi, imposte, ammortamenti e svalutazioni.

# FOCUS

## CONTRAZIONE DEGLI SPREAD E INDEBITAMENTO IN CRESCITA

In modo analogo, sono molto poche le società europee con rating B in grado di sfruttare il "carry trade", ma riteniamo che un'ulteriore compressione degli *spread* dall'attuale livello mediano di 385 pb sia piuttosto improbabile.

Il rapporto tra *spread* ed indebitamento netto delle controparti europee con rating B è calato dai 170 pb di fine anno a 73 pb. Se gli utili continuano a deludere sarà inevitabile una maggiore volatilità degli *spread*, perché rispetto allo scorso anno la BCE ha meno margini per procedere ad un allentamento monetario. Il contesto di tassi ridotti più a lungo continuerà a sostenere e dare respiro alle società indebitate. Negli ultimi 10 trimestri le società *high yield* europee hanno presentato un indice di copertura "EBIT/interessi passivi" mediano compreso tra 2 e 3 volte, e questo ha agevolato gli emittenti.

In merito alle società *high yield* statunitensi, per quanto le condizioni del credito permangano favorevoli, manteniamo un approccio prudente considerando la fase avanzata del ciclo e le revisioni degli utili nell'attuale contesto degli *spread*. Anche la politica resta un'incognita sia a livello nazionale che internazionale. In vista delle prossime elezioni presidenziali di novembre potrebbero emergere molteplici preoccupazioni di natura politica per le società statunitensi. Il settore energetico americano rappresenta circa il 12% dell'indice *high yield* USA. A causa di una spesa in conto capitale per sua natura elevata, flussi di cassa negativi e generosi rendimenti per gli azionisti, molte società in questo settore hanno un ulteriore spazio di manovra limitato per rafforzare i bilanci. Il rendimento degli investimenti corretto per livello di rischio (rapporto tra *spread* di credito ed indebitamento netto) dell'*high*

*yield* statunitense è al momento contratto a 79 pb, in calo dai 146 pb di fine 2018. Pertanto, nonostante un brillante inizio, quest'anno i rischi legati alla volatilità degli *spread* sono verosimilmente maggiori. Positivo il fatto che negli ultimi 10 trimestri le società *high yield* statunitensi hanno stabilmente conservato un pregevole indice di copertura "EBIT<sup>3</sup>/interessi passivi" (circa 3 volte).

Guardando alle categorie di rating nell'universo *high yield*, è verosimile che nel 2020 eventuali declassamenti a CCC e B- producano effetti negativi più pronunciati sui prezzi obbligazionari rispetto al 2019. In uno scenario di minore crescita, queste società altamente indebitate e con traballanti modelli di business saranno esposte a significativi rischi di rifinanziamento dei prestiti bancari.

### IL MOMENTO GIUSTO PER PROTEGGERSI DAL RISCHIO DI RIBASSO

Nel 2020 continuiamo ad aspettarci una stabilizzazione della crescita e scarse probabilità di recessione, con le agenzie di rating che prevedono tassi di default contenuti. Tuttavia, il rallentamento della crescita globale peserà sulla performance delle società. Da una prospettiva settoriale, il settore retail in Europa e quello dei media negli Stati Uniti, che comprende pubblicità, stampa ed editoria, saranno i più esposti a difficoltà finanziarie.

È pertanto plausibile che si registrino un'intensa volatilità di mercato ed una maggiore dispersione degli *spread* creditizi tra le società che riducono attivamente il debito e quelle che non lo fanno. Soltanto un approccio basato su forti convinzioni ed accurate analisi dei fondamentali limiterà i notevoli rischi di ribasso dei prezzi.

### SPREAD PER LIVELLO DI RISCHIO, 2018-INIZIO ANNO\*

EUR	Fine anno 2018	T3 2019	Attuale*	Indebitamento netto mediano		Spread/indebitamento netto (pb)		
	Spread (bp)	Spread (bp)	Spread (bp)	Fine anno 2018	T3 2019	Fine anno 2018	T3 2019	Attuale*
Investment Grade	104	79	62	1,9	2,0	33	31	31
BB	337	231	193	2,6	3,5	128	67	56
B	621	465	385	3,7	5,3	170	88	73
CCC	935	832	700	5,8	8,6	161	97	82
USD								
Investment Grade	156	143	113	2,4	2,7	64	54	43
BB	344	237	184	2,8	3,4	122	70	55
B	528	397	316	4,3	5,1	122	77	61
CCC	903	851	763	5,6	7,9	162	108	97

\*20.01.2020

Indebitamento netto: rapporto debito netto/EBITDA. L'attuale indebitamento netto si riferisce all'ultimo dato pubblicato nel T3 2019, Capital IQ.

Fonti: indice ICE BofA EUR Corporate, indice ICE BofA Euro High Yield. Gli *spread* di credito si riferiscono agli *asset swap*, Bloomberg, Indosuez Wealth Management. La performance passata non è una garanzia di risultati futuri.

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 ed entità collegate, ovvero CA Indosuez Wealth (France), CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, le rispettive filiali e gli uffici di rappresentanza, ovunque si trovino, CA Indosuez Wealth (Miami), CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM e CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA operano sotto il marchio unico Indosuez Wealth Management. Ciascuna delle filiali, succursali e uffici di rappresentanza, così come ciascuna delle altre entità di Indosuez Wealth Management sono definite singolarmente e collettivamente "Entità".

Il documento dal titolo "Monthly House View" ("Opuscolo") è rilasciato unicamente con finalità informative.

In genere, l'Opuscolo non è destinato a una categoria specifica di lettori.

Il presente Opuscolo è stato redatto dalla divisione Markets, Investment and Structuring di CA Indosuez (Switzerland) SA (la "Banca"). Non costituisce un'analisi finanziaria ai sensi delle direttive dell'Associazione Svizzera dei Banchieri intesa a garantire la natura indipendente dell'analisi finanziaria. Di conseguenza, tali direttive non si applicano al presente Opuscolo.

Le informazioni contenute nel presente Opuscolo si basano su fonti ritenute affidabili, ma non sono state verificate in modo indipendente. La Banca non rappresenta né garantisce (espressamente o implicitamente) che tali informazioni siano attuali, accurate o complete. La Banca non rappresenta né garantisce (espressamente o implicitamente) le proiezioni, stime, opinioni o gli obiettivi ivi contenuti e nessuno dovrebbe farvi affidamento. Salvo diversamente specificato, la data rilevante per le informazioni contenute nel presente documento è quella indicata sulla prima pagina. Qualsiasi riferimento a prezzi o performance è soggetto a modifica in qualsiasi momento. Le performance e i prezzi passati non sono un'indicazione di performance e prezzi futuri. I corsi delle divise estere possono influire negativamente sul valore, prezzo o reddito degli strumenti finanziari menzionati nel presente documento se la moneta di riferimento di uno di tali strumenti finanziari è diversa da quella dell'investitore.

La Banca può aver pubblicato o può pubblicare in futuro altri documenti incoerenti rispetto al presente e che giungono a conclusioni differenti rispetto a quelle illustrate nel presente documento. La Banca non è tenuta ad assicurare che tali altri documenti siano sottoposti all'attenzione dell'investitore. La Banca può interrompere la produzione o l'aggiornamento del presente documento in qualsiasi momento.

L'Opuscolo non rappresenta in alcun modo un'offerta o un invito di qualsivoglia natura ai fini di una transazione o di un mandato. 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. 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 contiene informazioni di carattere generale sui prodotti e servizi in esso descritti che comportano un certo rischio a seconda dei prodotti e servizi. Tali rischi includono, tra gli altri, rischi politici, di credito, di cambio, economici e di mercato. Per una descrizione completa dei prodotti e servizi citati nell'Opuscolo, è importante consultare i relativi documenti e opuscoli. 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.

Le Entità o i loro azionisti 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 negli 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 effettuino altri servizi in cui l'Entità o il Gruppo Crédit Agricole hanno o potrebbero avere un interesse diretto o indiretto, l'Entità darà la priorità all'interesse dell'investitore.

I prodotti e servizi menzionati nell'Opuscolo possono essere offerti dalle Entità secondo le loro condizioni contrattuali e i loro prezzi, nell'osservanza delle leggi e dei regolamenti applicabili e in via subordinata alle autorizzazioni da essi ottenute. Tuttavia, essi potrebbero non essere disponibili presso tutte le Banche. Tali prodotti e servizi possono essere modificati o ritirati in qualsiasi momento senza preavviso.

L'Opuscolo non è destinato o rivolto a persone di un paese specifico. Le lingue in cui è redatto rientrano tra le lingue di lavoro di Indosuez Wealth Management. 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. I prodotti e i servizi potrebbero essere soggetti a limitazioni con riferimento a determinati soggetti o paesi. In particolare, i prodotti o i servizi menzionati nell'opuscolo non sono destinati ai residenti negli Stati Uniti d'America ("US Persons") e ai residenti in Canada.

L'Opuscolo è pubblicato da CA Indosuez (Switzerland) SA per conto delle Entità del Gruppo Indosuez Wealth Management, con il contributo di dipendenti esperti nei rispettivi settori, che contribuiscono alla redazione degli articoli contenuti nell'Opuscolo. Ognuna delle Banche mette l'Opuscolo a disposizione dei propri clienti nell'osservanza dei regolamenti applicabili. Desideriamo portare all'attenzione dell'investitore i seguenti punti specifici:

- 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 e 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'art. 17 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), 39 allée Scheffer, L - 2520 Lussemburgo, BP1104, L-1011 Lussemburgo, un istituto di credito iscritto nel Registro di commercio e delle società del Lussemburgo con il numero B91986;
- in Belgio: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe), Belgium Branch, Chaussée de la Hulpe 120 Terhulpesteenweg, Bruxelles B-1000, Belgio, iscritta nel Registro delle imprese con il numero BE 0534.752.288;
- in Spagna: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe), Spain Branch, Paseo de la Castellana 1, 28046 Madrid, Spagna, iscritta nel Registro delle imprese con il numero CIF W-0182904 C;
- in Italia: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Italy) S.p.A. - Sede Legale: Piazza Cavour 2, 20121 Milano MI, Italia, Iscrizione Albo Banche 5412, Codice Fiscale e Partita IVA 09535880158, R.E.A. Milano 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;
- a 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 di Monaco con il numero 56S00341;
- in Svizzera: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général Guisan 4, 1204 Ginevra e da CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano. L'Opuscolo è un documento 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 RAE: 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 e 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 Individuals" 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 e può unicamente commercializzare e promuovere le attività e 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 Representative Office, Zayed - The 1<sup>st</sup> Street - Al Muhairiy 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 e può unicamente commercializzare e promuovere le attività e 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 soggetta a registrazione ai sensi del Securities Act del 1933. Alcuni titoli potrebbero non essere liberamente trasferibili negli Stati Uniti d'America;
- in Brasile: l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM, Av. Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3rd floor, Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132, iscritta nel 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.

Portiamo all'attenzione dell'investitore il fatto che l'accesso a determinati prodotti e servizi riportati nel presente Opuscolo potrebbe essere ristretto o vietato dalla legge del paese d'origine o di residenza dell'investitore oppure da qualsivoglia altro paese con cui l'investitore potrebbe avere legami.

Si prega di contattare il proprio banchiere e/o consulenti di fiducia per ulteriori informazioni.

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 23.01.2020.