

GLOBAL OUTLOOK 2023

LA FINE DELLA GLOBALIZZAZIONE?



- **La fine della globalizzazione?**

Global Outlook 2023

• Sommario

01• Editoriale	4
LA FINE DELLA GLOBALIZZAZIONE?	
02• Messaggi chiave	6
03• Focus	8
IL RITORNO DELLE FRONTIERE	9
REGIONALIZZAZIONE DELLE CATENE DI APPROVVIGIONAMENTO: MITO O REALTÀ?	13
MERCATI EMERGENTI: DEGLOBALIZZAZIONE DEGLI SCAMBI O SVILUPPO DEL MERCATO INTERNO E DEI SERVIZI?	17
UNA RILOCALIZZAZIONE IN VISTA PER I RISPARMI ED I FINANZIAMENTI DEGLI STATI?	22
LA DEGLOBALIZZAZIONE FA EMERGERE OPPORTUNITÀ PER LE AZIONI DOMESTICHE?	27
RITORNO DEL PREMIO PER IL RISCHIO SOVRANO E DELLE DIVERGENZE VALUTARIE?	31
04• Macroeconomia	34
CRESCITA GLOBALE DEBOLE E POLITICHE PUBBLICHE SEMPRE PIÙ DIVERGENTI	35
05• Allocazione: scenario 2023	40
IMPATTO SULLE PRINCIPALI ASSET CLASS	41
06• Presenza internazionale	44
07• Glossario	46
Dichiarazione di esclusione di responsabilità	48

01 |

Editoriale

LA FINE DELLA GLOBALIZZAZIONE?

La deglobalizzazione è oggi una tendenza *mainstream*? Come tutte le narrazioni troppo in voga, anche questa rischia di essere usata in modo un po' dogmatico, impedendoci di pensare razionalmente e spingendoci nel regno degli slogan politici.

Ed è proprio qui che nasce questa idea programmatica: un progetto che ha avuto origine nei movimenti alter-globalisti, che promuove la necessità di smantellare o riformare la globalizzazione alla luce dei suoi effetti sulle disuguaglianze, l'ambiente o la sovranità fiscale e monetaria di un paese.

Questa visione, inizialmente sinonimo di radicalismo, ha assunto un ruolo centrale nel dibattito economico e politico a partire dal 2016 ed il fenomeno si è amplificato dopo la pandemia di COVID-19. La Brexit e la vittoria di Donald Trump avevano in comune una rivolta della classe media contro le élite tradizionali, artefici ed attori di questa globalizzazione, colpevoli di aver accettato un dilagante processo di deindustrializzazione.

Tali stravolgimenti politici sono stati probabilmente decisivi per il crescente consenso alla deglobalizzazione da parte delle élite. Ed è tutto sommato logico: se la globalizzazione degli anni Novanta, voluta ed intrapresa dagli Stati Uniti, non è più a vantaggio di questi ultimi, si impone un cambio di strategia. In breve, parlare di deglobalizzazione a Washington o a Davos significa porsi il problema della perdita della *leadership* americana e dell'ascesa cinese.

E se le implicazioni sociali della globalizzazione dovessero minare i nostri sistemi politici e mettere in discussione il potere preconstituito, diventerebbe urgente ripensare i termini dell'equazione. La posta in gioco è sia la continuazione di un modello industriale nei paesi occidentali e la sopravvivenza di una democrazia liberale moderata che, per oltre un secolo ed in particolare dal 1945, si è basata principalmente sull'emergere di una classe media. La polarizzazione politica, la perdita di influenza dei tradizionali partiti di centro e la loro sostituzione con candidati sbrigativamente etichettati come "populisti" invitano, in ultima analisi, a riflettere sui legami tra globalizzazione, distribuzione della ricchezza e modello politico.

Secondo Carmen Reinhart, il COVID-19 ha rappresentato "l'ultimo chiodo sulla bara della globalizzazione" (21 maggio 2020). Adesso, dinanzi ad una pandemia che ha fatto affiorare le nostre dipendenze e vulnerabilità, è giunta l'ora dell'autonomia strategica. La globalizzazione delle produzioni e delle catene di approvvigionamento, precedentemente promossa dai grandi gruppi internazionali, si è trasformata in una trappola; da quel momento, infatti, la deglobalizzazione è un tema onnipresente nei consigli di amministrazione. Sono proposti slogan e possibili soluzioni (*nearshoring*, *friendshoring*¹), con il rischio di sostituire una dipendenza con un'altra.

In verità, ci ha pensato lo scoppio del conflitto in Ucraina a far traboccare il vaso, mettendo fine all'idea di una globalizzazione felice o di una pace mondiale dopo la Guerra fredda. Il conflitto ha accentuato l'emergere di divisioni geopolitiche e, nel caso dell'Europa, ha determinato l'urgenza di ridurre la dipendenza dalla Russia sul piano energetico e di essere più autonoma a livello militare. Paradossalmente, l'Europa dovrà acquistare nel breve periodo il gas da paesi più lontani, accelerando al contempo la propria transizione energetica.

Le considerazioni ambientali (in parte all'origine dei primi movimenti contro l'OMC (Organizzazione mondiale del commercio) a Seattle nel 1999) sono al centro del dibattito: produrre energia rinnovabile piuttosto che importare gas, riciclare piuttosto che continuare ad importare prodotti usa e getta. Questo nonostante tutti si rendano conto che ad una dipendenza ne subentrerebbe una nuova e che l'elettrificazione del nostro *mix* energetico si basa sull'importazione di altre materie prime.

Il conflitto in atto e le conseguenti sanzioni sembrano aver quasi invertito l'ordine delle priorità, con le ragioni politiche ora prevalenti su quelle economiche. Per tre decenni, le relazioni diplomatiche dell'Occidente (soprattutto con la Cina) erano improntate su valutazioni di natura economica (firmare contratti, esportare, approfittare del *boom* cinese).

Ora, la capacità di produrre e commerciare dipende dal quadro politico e geopolitico. È in tale ambito che il tema assume risvolti molto concreti: dove produrre domani? Con chi commerciare? Come integrare il quadro geopolitico di lungo periodo nelle decisioni di localizzazione di uno stabilimento o sulla scelta di un partner? È ancora possibile investire nei paesi emergenti a livello globale come fatto in passato? Le interconnessioni commerciali, industriali e tecnologiche sono troppo forti per fare un passo indietro? I paesi occidentali sono davvero così dipendenti dai risparmi accumulati in Asia ed in Medio Oriente?

Con il passare degli anni, lo slogan sembra essere diventato un'affermazione a volte un po' troppo rapida ed approssimativa per essere vera: siamo già in una fase di deglobalizzazione. A riprova di tale tesi, si cita la minore incidenza del commercio sul PIL mondiale o la rilocalizzazione delle fasi produttive. Ma come per ogni narrazione comunemente accettata senza contraddittorio, vi è il rischio di distorcere la realtà. Cosa si cela davvero dietro questo slogan o questa crescente preoccupazione tra le *élite*?

Ne parleremo nel presente Global Outlook. Cercheremo di analizzare da diversi punti di vista una tendenza alla globalizzazione certamente non così irreversibile come si pensava, ma la cui riconfigurazione non costituirebbe necessariamente una completa inversione di tendenza. A nostro parere, le sfide economiche, industriali e finanziarie sono sufficientemente importanti da meritare un approfondimento.

Buona lettura.



Vincent MANUEL
Chief Investment Officer

1 - Termine utilizzato dal Segretario del Tesoro statunitense Janet Yellen, che denota l'impegno a collaborare con (o delocalizzare in) paesi che «aderiscono fermamente ad un insieme di norme e valori su come operare nell'economia globale e gestire il sistema economico mondiale».

02 | Messaggi chiave

QUADRO GEOPOLITICO

- Un mondo più frammentato, segnato dal declino delle istituzioni internazionali e da un'accresciuta conflittualità, evidenziato dall'aumento del rischio geopolitico.
- Nuove linee di demarcazione globali, con un rischio più alto di polarizzazione tra Stati Uniti e Cina.
- Un nuovo quadro di riferimento per gli investitori e le imprese, chiamati ad integrare in maggiore misura nelle loro decisioni il rischio paese ed il contesto geopolitico.

COMMERCIO

- Una comprovata tendenza verso una minore incidenza degli scambi sul PIL ed un incremento delle misure protezionistiche in atto da alcuni anni.
- Tuttavia, i dati recenti sono anche influenzati dagli anni del COVID-19 e da un rallentamento del commercio e non riflettono necessariamente una deglobalizzazione, bensì l'ascesa dei servizi nei mercati emergenti.

- La ricerca di autonomia strategica di cui si parla in Europa è altrettanto forte in Cina, che cerca di sostituire le importazioni con la produzione interna.

CATENE DEL VALORE

- Le catene del valore sono state interrotte dal COVID-19 ed ora dal conflitto in Ucraina, oltre che da sanzioni o vincoli alle esportazioni.
- Ricerca di una minore dipendenza dalle catene di approvvigionamento ma non sotto forma di deglobalizzazione, bensì attraverso una riconfigurazione regionale di tali catene.
- Modelli energetici in evoluzione, che possono anche ridurre l'incidenza degli scambi attraverso la progressiva sostituzione dei combustibili fossili con le energie rinnovabili.
- Tendenze che contribuiscono ad accrescere l'inflazione strutturale e a ridurre il rendimento del capitale investito (maggiori scorte, maggiori costi di produzione).

FINANZIAMENTO PUBBLICO E GLOBALIZZAZIONE DEI RISPARMI

- È possibile distinguere tra gli Stati Uniti (finanziati da fondi pensione e paesi esportatori), l'Europa (rifinanziata dal modello regolamentato di bancassicurazione²) e l'Asia (con Cina ed India finanziate da un consistente risparmio interno).
- Non vi sono prove di una tendenza verso la nazionalizzazione dei risparmi o di un uso più mirato delle riserve valutarie nell'ambito della concorrenza con gli Stati Uniti.
- Tuttavia, la fine dell'easing quantitativo solleva di nuovo il problema della dipendenza degli Stati dai finanziamenti. La credibilità delle politiche fiscali e l'autonomia di quelle monetarie restano fattori centrali per la capacità di rifinanziamento internazionale.

MERCATI DEI CAMBI

- La posizione dominante del dollaro è anteriore di 40 anni alla l'avvento della seconda globalizzazione (1945,) e non è stata messa in dubbio né dalla fine di Bretton Woods né dall'emergere della Cina come principale potenza del XXI secolo.
- Tuttavia, la regionalizzazione degli scambi e l'incremento delle transazioni in altre valute potrebbero tradursi in un mondo valutario diviso in blocchi.
- La perdita dello status di valuta di riserva da parte del dollaro americano sarebbe destabilizzante per la sfera finanziaria e renderebbe più costosi gli squilibri dell'economia statunitense.

TITOLI GLOBALI ED AZIONI DOMESTICHE

- I settori esposti alla crescita globale dei consumi ed incentrati su una produzione delocalizzata nei paesi emergenti hanno sofferto in maggiore misura le interruzioni delle forniture e l'aumento dei costi di produzione e di trasporto.
- I titoli domestici consentono anche di posizionarsi su una serie di settori che beneficiano delle tendenze in atto, come la transizione energetica e la robotizzazione, senza peraltro mettere in discussione la solidità dei leader tecnologici né la resilienza dei marchi premium globali con un forte pricing power.

PROSPETTIVE 2023

- La crescita globale sarà influenzata sia dalle tensioni geopolitiche ed energetiche che dalle conseguenze dell'inflazione e dell'aumento dei tassi di interesse sulla domanda.
- Lo scenario è molto incerto: la ripresa della Cina tarda ad arrivare, l'Europa in preda alla recessione ma con un importante sostegno fiscale e gli Stati Uniti che sembrano sfuggire ad uno scenario recessivo, ma con un indebolimento degli investimenti e dei consumi.
- Un'inflazione più persistente sul breve periodo, con la componente strutturale più elevata a causa della riconfigurazione delle catene del valore e dei costi associati alla transizione energetica.

ASSET ALLOCATION

- Le interdipendenze sono sempre forti e fonti di squilibri, dal commercio al finanziamento del debito, passando per la tecnologia e gli sviluppi energetici. In questo contesto, i temi dell'energia, dell'ambiente e della robotica assumeranno un'importanza crescente.
- Un quadro macro-finanziario che segna il ritorno in auge del rendimento e delle obbligazioni, dopo un decennio dominato dalle tematiche di crescita e azioni.
- L'integrazione di un premio più elevato per il rischio paese da parte dei mercati e la necessità di rafforzare la diversificazione geografica nelle allocazioni, con paesi terzi in grado di beneficiare di questo inedito scenario energetico e geopolitico.
- Verso una riconfigurazione strutturale del peso della Cina nei portafogli, inizialmente trainata da tendenze secolari, ma influenzata al contempo dalle sfide economiche interne e da un mutato quadro politico e geopolitico.



Vincent MANUEL
Chief Investment Officer

03



Focus

IL RITORNO DELLE FRONTIERE

La globalizzazione non si limita a maggiori scambi ed investimenti internazionali ma ha una forte connotazione geografica, che riflette l'unificazione globale e nella scomparsa dei confini. Sebbene questo principio sia ancora alla base di un'area come l'Unione europea, è indubbio che stiamo procedendo verso un ritorno delle frontiere.

La caduta del muro di Berlino avrebbe dovuto far emergere un mondo unipolare e senza confini dominato dagli Stati Uniti, il cui potere incontrastato lasciava presagire una *pax americana* duratura. Nel decennio successivo alla Guerra fredda, le istituzioni internazionali fondate nel 1945 necessitavano di nuova linfa. Era il momento di creare soggetti politici transnazionali con la rimozione totale o parziale dei confini all'interno di questi spazi (Unione europea, NAFTA³, Mercosur⁴). Al riguardo, il 1990 è stato un anno simbolico, con la firma degli accordi di Schengen, preludio all'apertura delle frontiere avvenuta nel 1993. Gli Stati Uniti hanno a loro volta istituito il NAFTA con Messico e Canada nel 1992.

UNA NUOVA DEFINIZIONE DI STATO-NAZIONE

Il tema della possibile scomparsa dei confini è stato ampiamente trattato negli anni Novanta, in particolare da Bertrand Badie (*La fine dei territori*, 1995), secondo cui il territorio, inteso come espressione della sovranità nazionale, era un concetto desueto. Nella sua nuova versione, la sovranità era un concentrato di potenza commerciale, tecnologica e *soft power*⁵ culturale, mentre il potere militare si esplicitava principalmente nella capacità di mobilitare rapidamente un esercito su più fronti a migliaia di chilometri di distanza. Al contempo, la sovranità diluita nel federalismo europeo sembrava mettere in discussione l'idea classica di Stato-nazione. La difesa dei confini fisici dello Stato non sembrava più una priorità e la sfida della sicurezza si giocava ormai su terreni lontani, dai campi di addestramento e dal finanziamento del terrorismo fino alla criminalità informatica. La guerra tradizionale, intesa come uno scontro diretto per la conquista di un territorio o la difesa di un confine, era vista come superata.

Da allora, assistiamo ad un duplice fenomeno: da un lato, la circolazione di beni e persone in tutto il mondo è aumentata in misura esponenziale

(intreccio di catene del valore, turismo globale di massa, migrazioni economiche) e, dall'altro, è stata messa in discussione l'idea di eliminare le frontiere.

UN FRENO ALLA SCOMPARSA DELLE FRONTIERE

A volte i primi ad avere sostenuto un ritorno delle frontiere sono stati proprio quei paesi che ne avevano promosso l'eliminazione, per sospendere Schengen oppure per proporre l'adeguamento o la revoca, come la Francia durante gli attacchi terroristici del 1995 o la Germania e l'Austria sulla scia dell'ondata migratoria del 2015. L'intensificarsi della crisi dei migranti nel Mediterraneo ha chiaramente riportato la questione delle frontiere esterne ed interne dell'Unione europea (UE) alla ribalta in seno al Consiglio europeo, come pure al centro del dibattito politico italiano. La penisola è infatti la più importante costa mediterranea dell'UE.

Sia l'elezione di Donald Trump che il referendum sulla Brexit nel 2016 hanno segnato un ulteriore passo avanti nel ritorno delle frontiere, sia che fossero meramente propagandistici (il muro contro l'immigrazione messicana) piuttosto che reali (l'uscita dall'UE). La questione dei confini e dei migranti provenienti dall'UE è stata infatti un argomento centrale del dibattito sul referendum. Per la prima volta è stato possibile immaginare l'uscita da un'unione doganale e da un mercato unico. Si è trattato di una prova a grandezza naturale delle conseguenze legate alla chiusura delle frontiere, con il ritorno dell'inflazione e la carenza di manodopera. Al di là delle specificità britanniche di questo referendum, si osservano sempre più tentativi secessionisti e regionalisti (dalla Scozia alla Catalogna) che dimostrano come, nell'ambito di una globalizzazione culturale, la ricomparsa delle frontiere sia anche una reazione ad un malessere identitario.



LA GLOBALIZZAZIONE

degli anni Novanta:

OLTRE

i confini
e lo Stato-nazione

3 - NAFTA: Accordo nordamericano per il libero scambio (North American Free Trade Agreement), ora USMCA, Accordo Stati Uniti-Messico-Canada.

4 - Mercosur: alleanza commerciale strategica tra molteplici paesi sudamericani: Argentina, Brasile, Paraguay, Uruguay.

5 - Il *soft power* (traducibile in italiano come «potere dolce» o «potere di persuasione») è un concetto utilizzato nelle relazioni internazionali.



Sebbene “la globalizzazione non sia responsabile” (Paul Krugman) di tutte le tensioni culturali, politiche e sociali nei paesi occidentali degli ultimi 15 anni (l’aumento delle diseguaglianze è anche imputabile alla rivoluzione tecnologica), possiamo notare che l’eliminazione delle frontiere esterne è stata accompagnata dalla (re)introduzione di quelle interne. Per qualificare questo fenomeno, si è assistito ad un proliferare di contrapposizioni: *insider* contro *outsider* (Londback/Snowder 1985) sul mercato del lavoro, *anywhere* contro *somewhere* (David Goodhart, *The road to somewhere*, 2017) sulla questione di identità e di politica, un concetto descritto anche in *“La France périphérique”* (Christophe Guilluy, 2014) ed in *“L’archipel français”* (Jérôme Fourquet, 2019). Poiché questa polarizzazione interna è affiancata da una crescente consapevolezza dei benefici mal distribuiti della globalizzazione (e del progresso tecnico), la necessità di tracciare nuovi confini esterni nella speranza di ricostruire un’unità nazionale trova logicamente un’importante eco politica. E questo si ripercuote anche in ambito geopolitico, minando le organizzazioni politiche transnazionali, le logiche di multilateralismo e cooperazione internazionale o persino qualsiasi contributo congiunto alla sicurezza collettiva.

DALLA FLUIDITÀ ALLA SICUREZZA

La crisi pandemica ha stravolto la nostra concezione degli anni novanta dei confini come linea di passaggio tra due territori, un passaggio nella maggior parte dei casi rapido e scorrevole. La prima risposta alla pandemia ha però dimostrato quanto siano forti i retaggi ereditati dopo il 1989, come pure la polarizzazione e la politicizzazione delle frontiere: da un lato, l’idea che sia pericoloso chiuderle per proteggere la propria popolazione, dall’altro, quella che i rischi vengano sempre dall’esterno. All’inizio della pandemia, la Francia ed altri paesi dell’UE si sono rifiutati di chiudere i confini. Tuttavia, si è fatta rapidamente strada l’idea che la tutela della salute giustificasse un tale atto, soprattutto alla luce delle misure attuate da Cina, Stati Uniti e Regno Unito. È evidente che al riguardo ci sia un prima e un dopo, e l’idea di chiudere le frontiere di fronte ad una minaccia esterna potrebbe quindi ripetersi. Le implicazioni economiche sono ovviamente significative, poiché generano sia interruzioni della catena di approvvigionamento che carenze di manodopera in alcuni paesi.

La sicurezza informatica è ora una nuova linea di difesa per proteggere il territorio digitale nazionale, al fine di prevenire un attacco allo Stato, alle sue amministrazioni od alle imprese del paese. L'attacco informatico dell'ottobre 2022 ad un ospedale francese, dopo lo scoppio della guerra in Ucraina, dimostra che l'elenco dei possibili obiettivi non include solo lo Stato e le imprese. Si tratta verosimilmente di una sfida centrale per le potenze occidentali: preservare uno spazio di sovranità e sicurezza, il cui perimetro non è limitato ai soli attori presenti sul territorio. Al contempo, stanno emergendo ostacoli alla libera circolazione dei dati, in particolare da parte di regimi non democratici che intendono mantenere il controllo sociale censurando le informazioni. La globalizzazione di Internet degli anni Novanta ha quindi dato origine ad un panorama più frammentato e controllato di quanto non sembrasse.

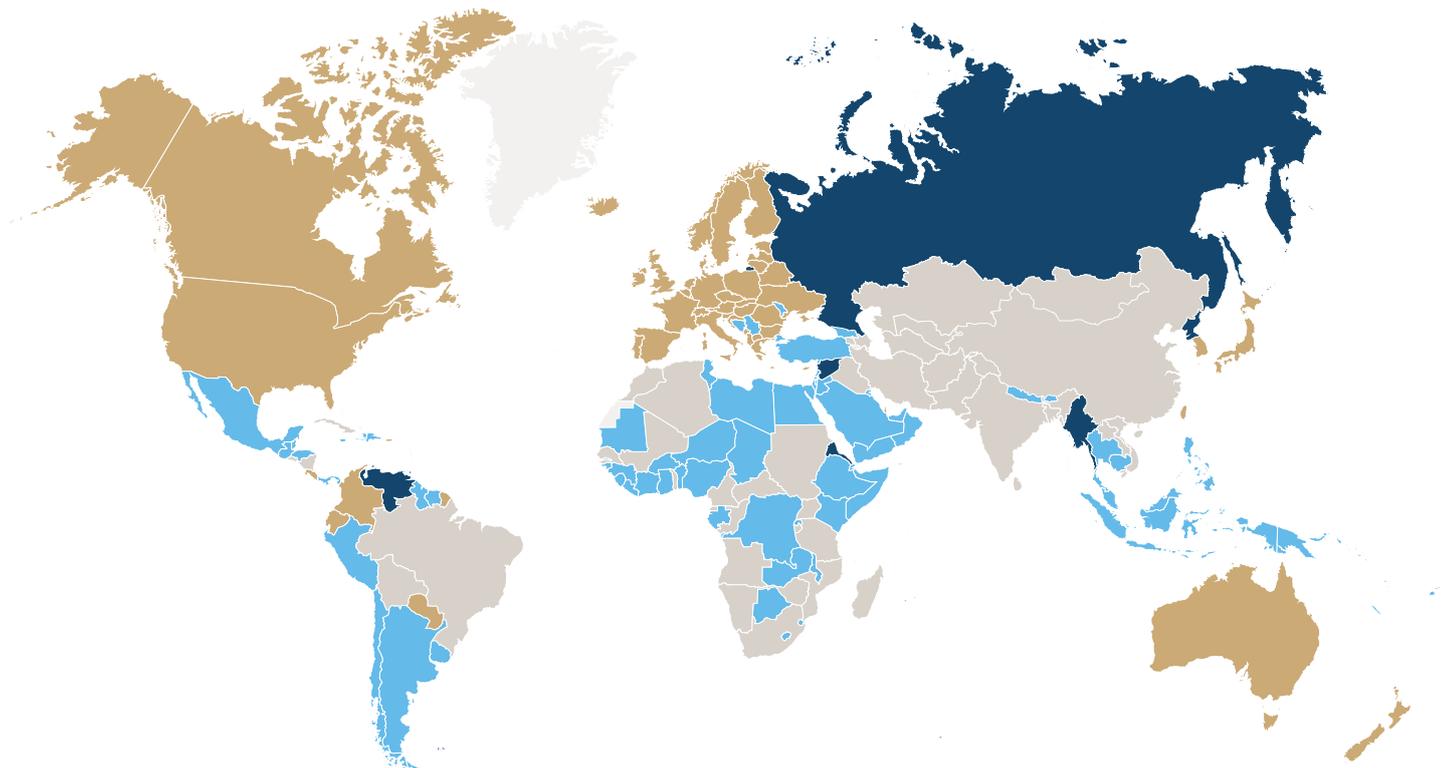
LA FINE DEI DIVIDENDI DELLA PACE

Il ritorno dei conflitti nel cuore dell'Europa segna una nuova tappa nella ricomparsa delle frontiere (grafico 1). Da un lato, perché lo scontro armato alza notevolmente la posta in gioco per i paesi dell'Europa orientale, chiamati a scegliere se essere all'interno od all'esterno dei confini dell'UE e della NATO. Dall'altro, perché la Russia insiste su una visione territoriale del potere, cercando di riportare i propri confini o la propria zona di influenza a quelli dell'URSS. Alcuni esperti di geopolitica si interrogano quindi sulla possibilità di un nuovo ordine "westfaliano" (che consiste nel gestire l'equilibrio tra potenze rivali piuttosto che sognare la pace).

GRAFICO 1: NUOVE LINEE DI DEMARCAZIONE NEL MONDO CONTEMPORANEO

Le reazioni di tutti i paesi il 7 marzo 2022 all'invasione russa dell'Ucraina:

● Condanna con ritorsioni ● Condanna senza ritorsioni ● Nessuna condanna ● Sostegno



Fonti: Geopolitical Studies Group, Indosuez Wealth Management.

Quest'epoca è anche caratterizzata da un aumento delle spese militari dopo vari decenni in cui sono diminuite; il ritorno delle frontiere altera quindi l'allocatione delle risorse all'interno di molti paesi. È la fine dei dividendi della pace; se i principali paesi al mondo devono spendere il 3% o più del PIL per la difesa o gli aiuti all'Ucraina, questi fondi sono sottratti agli investimenti nell'innovazione o nell'istruzione, con un probabile impatto sulla crescita potenziale futura.

L'EMERGERE DI INEDITE "PLACCHE TETTONICHE"

Questo periodo segna anche la comparsa di nuove linee di demarcazione a livello globale. Tra gli Stati che si sono rifiutati di imporre sanzioni contro la Russia ne figurano alcuni che si ispirano ad una tradizione di non allineamento (come l'India) ed altri felici di poter continuare a commerciare con Mosca e di acquistare il petrolio che l'Occidente non compra più. La questione mediorientale, piuttosto equidistante dall'Occidente e dalla Cina, è oggi molto dibattuta e fonte di aspre polemiche, tra gli Stati Uniti e l'Europa da un lato, che cercano di ravvivare legami ormai logori, e la Cina dall'altro, un partner importante della regione.

È più probabile che la Cina, come il Medio Oriente, cerchi di tenersi alla stessa distanza da Stati Uniti e Russia, astenendosi dal compiere un passo decisivo ed entrare nel conflitto. Ha aumentato notevolmente gli acquisti di energia dalla Russia, ma per il momento esclude qualsiasi cooperazione militare. L'Occidente prova quindi ad imporre una linea invalicabile, una sorta di confine virtuale tra Mosca e Pechino. In questo contesto inedito, la Cina cerca di convincere il mondo a rinunciare a toni da nuova Guerra fredda, provando ad attribuire le colpe agli Stati Uniti e rivendicando al contempo un ruolo di potenza regionale dominante.

Questa rivalità contribuisce anche all'avvento di frontiere capitalistiche (quotazione delle società cinesi sul mercato azionario statunitense) o tecnologiche (semiconduttori). La rivalità tra Cina e Stati Uniti rimarrà lo scenario geopolitico di fondo nel nuovo secolo, ma non si limiterà a questo presunto bipolarismo, che oltretutto non comprende il mondo intero.

L'ultimo fattore in ordine cronologico che sostiene il ritorno delle frontiere è la lotta al cambiamento climatico, che mette in dubbio il perdurare delle delocalizzazioni, più costose e percepite come dannose per l'ambiente. Dopo vari decenni di programmi di libero scambio, l'Europa cambia registro e l'idea di una *carbon tax* alle frontiere, a prescindere dalla sua reale efficacia, rappresenta un punto di svolta.

In conclusione, il mondo odierno si distingue per un ampio ventaglio di nuove frontiere, che possono sovrapporsi e che tendono a moltiplicarsi: energetiche, commerciali, capitalistiche, tecnologiche e geopolitiche. Ne consegue un contesto più frammentato, meno prevedibile e meno fluido, con movimenti "tettonici" difficili da anticipare e potenzialmente con gravi conseguenze. Questa nuova mappa del mondo sarà decisiva per l'approccio agli investimenti internazionali nei prossimi anni e segna il ritorno del rischio paese. Nella pratica, i tentativi di rilocalizzare le catene del valore al di fuori della Cina devono tenere conto dell'evoluzione di alcuni paesi (considerati alternativi alla Cina) e del loro futuro posizionamento geopolitico.



Vincent MANUEL
Chief Investment Officer



**NUOVE DIVISIONI
GEOPOLITICHE
ACCENTUATE**
nel 2022

REGIONALIZZAZIONE DELLE CATENE DI APPROVVIGIONAMENTO: MITO O REALTÀ?

Le turbolenze risultanti dalla pandemia e dalla guerra in Ucraina hanno minato gli scambi commerciali delle imprese multinazionali e riaperto il dibattito sulle catene globali del valore (CGV) e sui rischi della delocalizzazione. Finora i dati non indicano una maggiore localizzazione ma, alla luce di una tendenza a decarbonizzare le economie, la necessità di promuovere un'impronta più regionale delle industrie è destinata ad aumentare, non solo in settori strategici ma anche a livello generale.

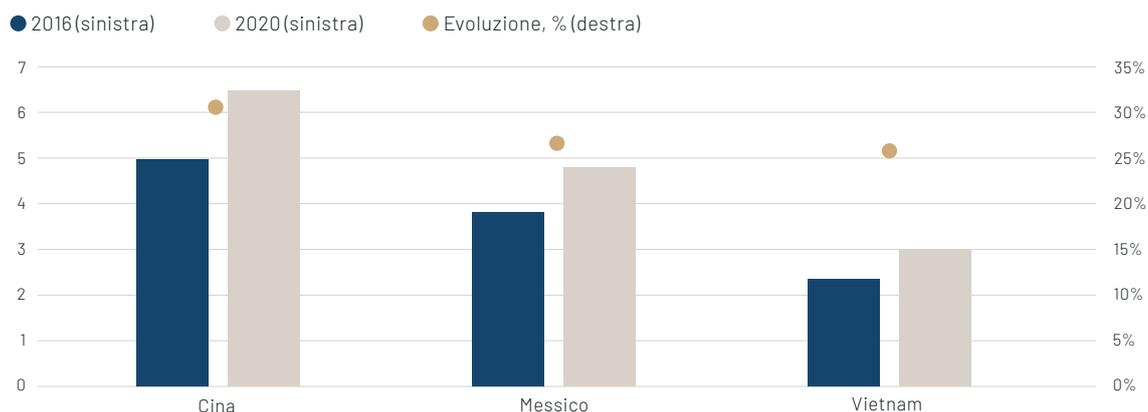
IL REGIONALE È IL NUOVO GLOBALE?

L'OCSE definisce la regionalizzazione o *nearshoring* come la decisione di trasferire attività in passato delocalizzate, non necessariamente nel paese di origine dell'impresa ma piuttosto in uno Stato vicino. Dopo anni di delocalizzazione su larga scala, nel tentativo di contenere i costi e migliorare l'efficienza produttiva, le imprese cercano con sempre maggiore insistenza strategie di approvvigionamento più diversificate e valutano un maggior numero di opzioni per strutturare i propri processi produttivi. I responsabili della catena di approvvigionamento tengono infatti conto di come evolve il contesto:

- Gravi limitazioni alle forniture patite dai produttori durante la pandemia e la guerra in Ucraina, che rendono necessarie catene di approvvigionamento maggiormente affidabili.
- Cambiamenti strutturali, con i consumatori sempre più al centro della catena manifatturiera del valore e che richiedono prodotti personalizzati; questo impone una maggiore vicinanza e flessibilità della produzione.

- L'aumento dei costi logistici, soprattutto con l'introduzione dei criteri di sostenibilità e l'esigenza di considerare migliori condizioni di lavoro ed impronte di carbonio più contenute.
- Lo sviluppo di nuove tecnologie, con una crescente robotizzazione che sostituisce la manodopera a basso costo/poco qualificata ed accresce l'interesse per le catene regionali del valore. La società di consulenza McKinsey stima che l'automazione, l'intelligenza artificiale e la produzione additiva potrebbero ridurre il commercio globale di merci fino al 10% entro il 2030.
- I costi orari del lavoro manifatturiero sono saliti di circa il 30% in Cina, Messico e Vietnam (grafico 2). Tuttavia, restano inferiori del 75% rispetto a quelli nel medesimo settore degli Stati Uniti.
- Infine, le questioni di sicurezza nazionale correlate alla fornitura di beni strategici, siano essi tecnologici o sanitari.

GRAFICO 2: COSTO ORARIO DELLA MANODOPERA NEL SETTORE INDUSTRIALE, USD



Fonti: Statistica, Indosuez Wealth Management.

La regionalizzazione è una soluzione intermedia tra la globalizzazione e la delocalizzazione, che consente ai produttori di ridurre i maggiori rischi associati alla globalizzazione, mantenendo un certo grado di diversificazione nelle loro catene del valore ed avvicinandosi ai clienti finali.

REGIONALIZZAZIONE: FATTI E CIFRE

Quando si tratta di misurare i progressi della regionalizzazione, soprattutto a livello subnazionale, i dati scarseggiano. Nel complesso, malgrado un interesse in forte aumento, le prove di una maggiore regionalizzazione sono finora limitate.

Le importazioni manifatturiere hanno mostrato pochi segni di rallentamento negli Stati Uniti

Nonostante le molteplici iniziative politiche intraprese dalle amministrazioni Obama e Trump per rafforzare l'industria manifatturiera nazionale, negli Stati Uniti i fatti dimostrano il contrario. Le importazioni di prodotti manifatturieri come percentuale della produzione industriale totale sono passate dal 37% nei primi anni 2000 al 54% nel periodo precedente la pandemia.



Un commercio regionale più intenso nella
REGIONE ASIA-PACIFICO

Distanza commerciale

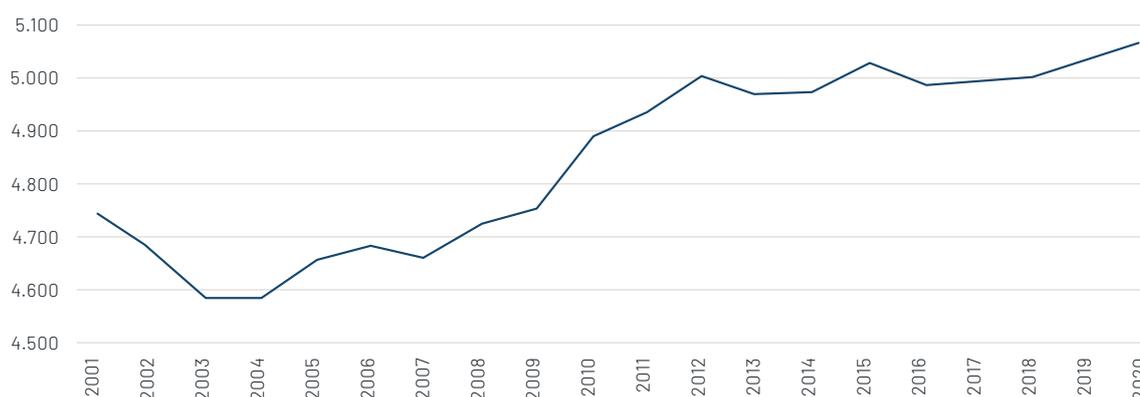
Stando all'indice DHL Global Connectedness, dal 2004 i flussi commerciali coprono distanze maggiori, con tuttavia una pausa tra il 2012 ed il 2018 (grafico 3).

Ad eccezione dell'Asia, nell'ultimo decennio il commercio interregionale non è aumentato in misura significativa

I dati commerciali forniscono una panoramica sull'espansione degli scambi regionali nelle quattro grandi aree geografiche del mondo. A tale proposito, si osserva (grafico 4, pagina 15):

- La maggiore integrazione regionale dei beni si registra negli Stati membri dell'Area Euro e nei paesi aderenti all'accordo USMCA⁶, anche se dai primi anni 2000 entrambe le aree esibiscono una tendenza al ribasso, con solo una lieve ripresa dopo la crisi finanziaria globale.
- La crescita del commercio regionale è stata più solida nella regione Asia-Pacifico ed era già in aumento prima del 2019, anno in cui è stato siglato il trattato commerciale RCEP⁷. Inoltre, gli scambi si sono intensificati di pari passo con lo sviluppo di queste economie e con la riduzione della loro dipendenza dalla domanda dei paesi più ricchi.
- Infine, la regionalizzazione non sembra aver avuto successo nel Mercosur.

GRAFICO 3: DISTANZA MEDIA PERCORSA NEGLI SCAMBI DI BENI, CHILOMETRI



Fonti: Indice DHL Global Connectedness, Indosuez Wealth Management.

6 - USMCA, Accordo Stati Uniti-Messico-Canada.

7 - RCEP: Regional Comprehensive Economic Partnership, Partenariato economico globale regionale, un accordo di libero scambio tra quindici paesi dell'oceano Pacifico: Brunei, Cambogia, Indonesia, Laos, Malesia, Myanmar, Filippine, Singapore, Thailandia, Vietnam, Australia, Cina, Giappone, Corea, Nuova Zelanda.

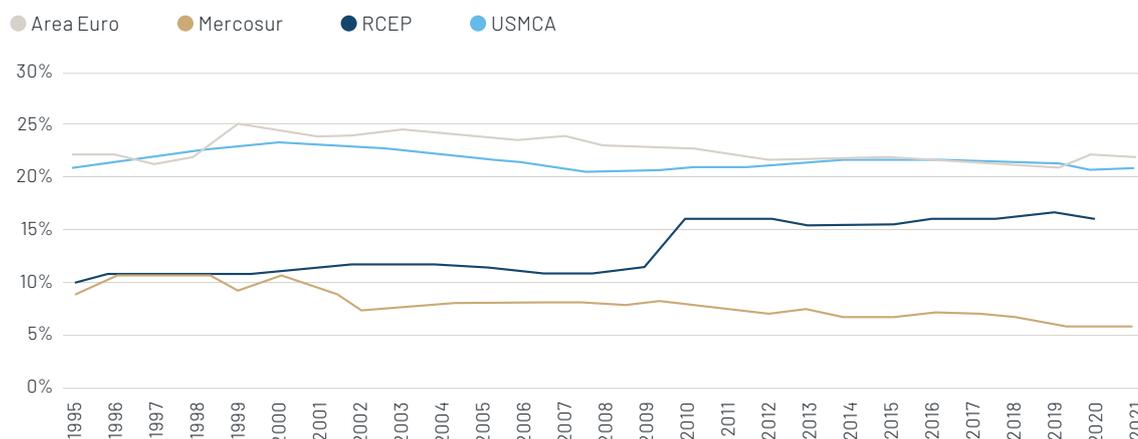
Tuttavia, in queste regioni gli scambi di merci sono sensibilmente aumentati, ma l'espansione del commercio interregionale si è rivelata inferiore rispetto a quella del commercio totale. Dal 2000 al 2021 il commercio interregionale dell'Area Euro è cresciuto del 137% rispetto al 163% del commercio totale, nei paesi aderenti all'USMCA del 112% rispetto al 137%, tra i membri del RCEP del 347% rispetto al 430% e, infine, nel perimetro del Mercosur del 115% rispetto al 296%. Al contempo, il commercio con la Cina è decuplicato negli Stati Uniti ed in Germania (sebbene sia in calo dal 2018). In conclusione, è importante sottolineare che queste tendenze sono legate esclusivamente all'apertura del commercio di beni; quello di servizi, come quota del PIL, è salito molto di più. Secondo un rapporto pubblicato da McKinsey nel 2020, i prodotti automobilistici, chimici, alimentari e le bevande vengono comunemente importati da partner regionali. Al contrario, è maggiormente probabile che i beni aerospaziali, le apparecchiature mediche ed i prodotti farmaceutici siano acquistati da venditori più lontani.

LA PANDEMIA NON HA PER ORA STIMOLATO COME PREVISTO LA REGIONALIZZAZIONE

Secondo la Harvard Business review⁸, la pandemia ha di fatto rafforzato il commercio a lunga distanza poiché, per soddisfare la domanda, sono cresciute le esportazioni asiatiche. Inoltre, il Fondo monetario internazionale (FMI) ha osservato un aumento della quota di mercato delle fabbriche asiatiche in Europa e negli Stati Uniti. Secondo i ricercatori, tale fenomeno può essere ascrivibile a:

- **La globalizzazione degli scambi, che promuove la specializzazione e le economie di scala nel settore manifatturiero** e ha permesso ad alcune imprese asiatiche di incrementare le esportazioni durante la pandemia. La riconfigurazione delle catene di approvvigionamento richiede tempo per essere attuata. Secondo il FMI, a metà del 2020 le fabbriche asiatiche hanno conquistato rapidamente importanti quote di mercato rispetto ai dati storici, ma tale dinamica sembra anche invertirsi in modo altrettanto celere.
- **L'aumento delle scorte di beni è una soluzione più semplice nel breve periodo.** Le imprese preferiscono detenere maggiori scorte e ricorrere al doppio approvvigionamento di materie prime anziché regionalizzare le *supply chain* e delocalizzare la fase produttiva. Secondo un'analisi di Goldman Sachs sul settore manifatturiero (2022), le imprese puntano a rapporti scorte/vendite in media superiori del 5% circa a quelli precedenti la pandemia.
- **Molte conseguenze della guerra in Ucraina hanno favorito il commercio a lunga distanza.** Ad esempio, l'Europa aumenta le importazioni di energia da paesi più lontani per ridurre la sua dipendenza dalla Russia. Allo stesso tempo, la Russia commercia di più con l'Asia anziché con l'Europa, nonostante la distanza maggiore.

GRAFICO 4: EVOLUZIONE DEL COMMERCIO INTERREGIONALE DI MERCI, % DEL COMMERCIO TOTALE



Fonti: COMTRADE, Indosuez Wealth Management.

8 - Harvard Business review (Maggio 2022), *Trade Regionalization: More Hype Than Reality?*



QUESTA VOLTA L'ESITO SARÀ DIVERSO?

L'importanza della regionalizzazione varia da un settore all'altro; è molto probabile che alcuni prodotti a basso costo e determinate catene del valore a lungo raggio permarranno, soprattutto alla luce della maggiore specializzazione. Inoltre, come ha sottolineato l'OCSE, la regionalizzazione non è un gioco a somma zero e, in questo contesto agile, il *nearshoring* e l'*offshoring* possono essere compatibili e necessari. Un aspetto appare però evidente dopo la pandemia: la sola produzione nazionale non assicurerà catene di approvvigionamento affidabili. Tuttavia, in merito ai prodotti farmaceutici ed ai semiconduttori, il cambiamento sarà inevitabile per ragioni strategiche.

Infine, la decarbonizzazione avrà un'influenza graduale, ma inesorabile, sulla tendenza a regionalizzare/deglobalizzare. Graduale perché gli investimenti nelle energie rinnovabili si iscrivono in un'ottica di lungo periodo (tanto più nel caso del nucleare), ma in futuro permetteranno di sostituire le importazioni di combustibili fossili con una produzione nazionale. La decarbonizzazione solleva inoltre un grave problema di coordinamento globale. Si rivelerà probabilmente necessario un meccanismo di aggiustamento tariffario alle frontiere per evitare la rilocalizzazione delle emissioni di carbonio verso regimi di produzione meno regolamentati; questo potrebbe fungere da motore per una maggiore regionalizzazione europea, anche se la sua applicazione resterà complessa.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

MERCATI EMERGENTI: DEGLOBALIZZAZIONE DEGLI SCAMBI O SVILUPPO DEL MERCATO INTERNO E DEI SERVIZI?

L'iperglobalizzazione successiva alla Guerra fredda ha rappresentato un importante fattore di crescita per i paesi emergenti, alla luce del loro ruolo nella catena del valore. Per quanto la pandemia abbia riportato in primo piano la loro sensibilità al commercio mondiale, l'indebolimento degli scambi e le critiche mosse alla globalizzazione da alcuni operatori impongono ai paesi emergenti di ripensare una parte consistente della propria economia.



37%

quota del commercio cinese rispetto al PIL (DAL 67% DEL 2007)

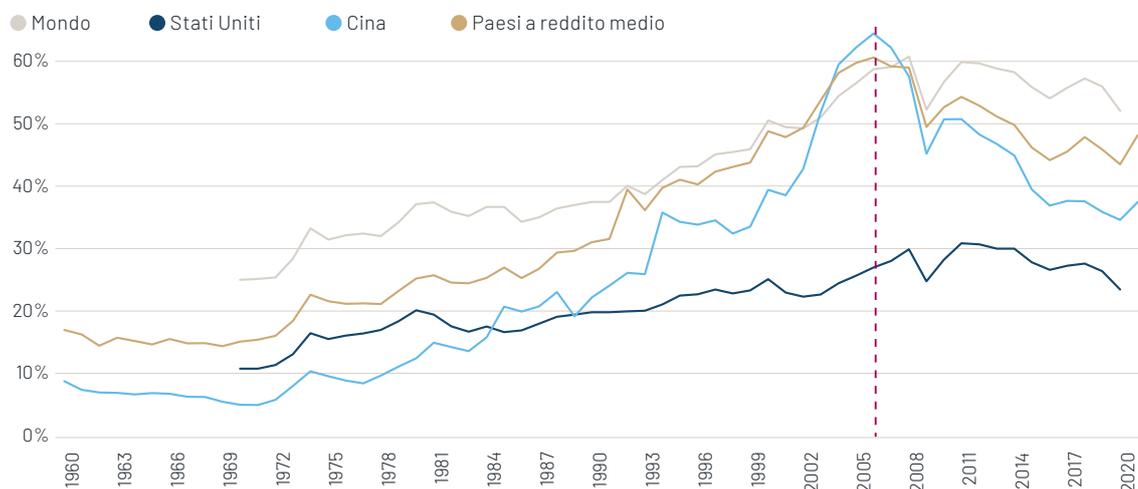
UN RALLENTAMENTO DEL COMMERCIO MONDIALE IN ATTO DAL 2008

Tra il 1970 ed il 2007 la quota del commercio nel PIL mondiale è più che raddoppiata, passando dal 20% all'inizio del periodo al 60% alla vigilia della grande crisi finanziaria. Questa accelerazione è stata in particolare favorita dallo sviluppo delle infrastrutture di trasporto e dalla modifica alle condizioni di negoziazione tra i paesi dopo l'*Uruguay Round*, con la nascita dell'Organizzazione mondiale del commercio (OMC). Questo nuovo quadro ha posto le basi per un ciclo di riduzioni dei dazi doganali (passati da una media dell'8,5% nei primi anni Novanta al 2,5% nel 2017⁹), tra le cui conseguenze figura un impulso al commercio internazionale.

Al contrario, dal 2008 la quota del commercio nella produzione globale sembra essersi ridotta. I paesi a medio reddito, tra cui la Cina, sono quelli per cui l'incidenza del commercio nel PIL è maggiormente diminuita (dal 62% del 2007 al 37% del PIL nel solo caso cinese, grafico 5), anche se il loro peso nella produzione globale è aumentato (la Cina rappresenta oggi il 18,5% del PIL mondiale rispetto all'11% del 2007).

Diversi elementi possono spiegare questa tendenza. In primo luogo, nel caso della Cina, l'aumento del tenore di vita si è riflesso nello sviluppo del mercato interno e dei servizi.

GRAFICO 5: DIMINUZIONE DEL RAPPORTO TRA COMMERCIO E PIL, %



Fonti: Banca mondiale, OCSE, Indosuez Wealth Management.

In secondo, nell'ultimo decennio si è passati da un mondo in cui la produzione era frammentata, con un numero crescente di componenti importate nelle economie emergenti, soprattutto in Asia, per essere assemblate e poi riesportate, ad un nuovo sistema con una maggiore integrazione verticale, nel quale alcuni prodotti precedentemente importati vengono realizzati a livello locale. In Cina, ad esempio, è diminuita la percentuale di componenti importate (Shafaeddin, 2014), il che ha ridotto il divario tra la quota di valore aggiunto nelle importazioni e quella delle esportazioni (Kee e Tang, 2014). Questa trasformazione ha rallentato l'espansione delle catene di approvvigionamento, alterando la relazione tra crescita e commercio, un fenomeno ampiamente discusso in un rapporto della Banca mondiale¹⁰ che mostra come l'elasticità a lungo termine del commercio rispetto alla crescita sia calata dall'1,5 tra il 2001 ed il 2007 a meno di 1 nel successivo quinquennio.

In terzo luogo, i costi meno competitivi, l'andamento degli stipendi nei paesi emergenti e l'indebolimento della quota di investimenti (ad alta intensità commerciale) nel PIL dopo il 2008 rappresentano altri elementi sfavorevoli per il commercio globale. Recentemente, il ritorno della preferenza nazionale, legata alla necessità di autonomia in settori strategici, ha portato ad un aumento dei dazi doganali e del numero di misure protezionistiche (grafico 6), che ridefiniscono l'equilibrio tra importazioni da un lato e produzione nazionale dall'altro, generalmente a favore di quest'ultima.

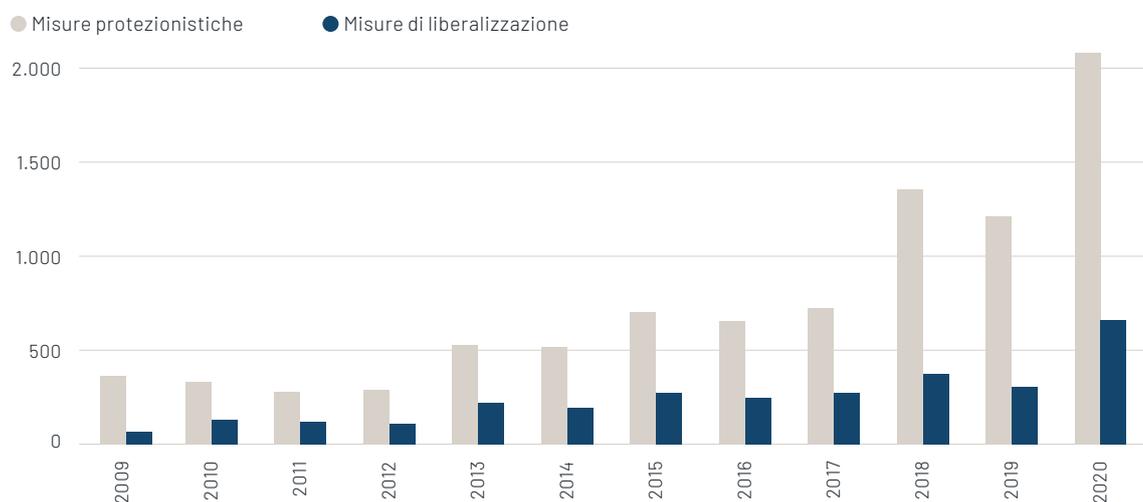
Le importazioni di prodotti cinesi negli Stati Uniti sono infatti diminuite di quasi il 25% tra la metà del 2018, quando sono stati introdotti nuovi dazi, e la metà del 2019 (va però segnalato che parte del calo è riconducibile alla minore domanda in seguito all'inasprimento delle condizioni finanziarie negli Stati Uniti del 2018), mentre quelle di altre economie asiatiche hanno subito flessioni più contenute.

TROVARE UN MOTORE DI CRESCITA NEI SERVIZI

Le politiche economiche pubbliche dei paesi emergenti sono state a lungo incentrate sull'apertura commerciale (introduzione di zone economiche speciali, sussidi per le industrie manifatturiere esportatrici) e sullo sviluppo del settore manifatturiero.

Tuttavia, questo nuovo contesto costringe alcuni Stati a riequilibrare il loro *mix* di crescita. La rivoluzione tecnologica, tra le cui conseguenze figurano la robotizzazione e la riduzione del fabbisogno di manodopera a basso costo, cambia le carte in tavola. I paesi emergenti non potranno più contare unicamente sul commercio internazionale per colmare ulteriormente il distacco dalle economie sviluppate.

GRAFICO 6: AUMENTO DELLE MISURE PROTEZIONISTICHE



Fonti: Global Trade Alert, IISD, Indosuez Wealth Management.

10 - C. Constantinescu, A. Mattoo, M. Ruta (2015), *The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural*.

Le nazioni che si concentrano sul potenziamento delle infrastrutture fisiche per adottare più rapidamente le tecnologie di quinta generazione, l'intelligenza artificiale e la robotica, saranno meglio posizionate in futuro. In questa chiave va letto il percorso intrapreso dalla Cina nel suo 14° piano quinquennale, volto ad accelerare gli investimenti in questi settori che sono caratterizzati da incrementi più elevati di produttività¹¹.

I governi devono inoltre considerare il miglioramento delle condizioni di vita nei paesi emergenti: la società di consulenza McKinsey aveva già evidenziato nel 2005 la relazione pressoché lineare tra la quota dei servizi nel reddito globale di un paese ed il PIL pro capite (a parità di potere d'acquisto).

La riduzione della povertà, l'ascesa dei servizi bancari e l'accesso più ampio ad Internet, unitamente ai trasferimenti tecnologici di cui hanno potuto beneficiare i paesi emergenti, hanno aperto nuove opportunità nei servizi (grafico 7). Tale universo potrebbe rappresentare il punto di partenza per una crescita economica più sostenibile, anche se la demografia dei mercati emergenti diventerà con il tempo meno favorevole. Di conseguenza, la crescita dovrà basarsi sempre di più sugli aumenti della produttività. Va notato che nell'ambito dei servizi i sotto-settori con il maggior numero di opportunità non sono quelli che creano più posti di lavoro, per cui è necessaria una politica pubblica più ampia (istruzione, servizi sociali, redistribuzione, ecc.), che includa tutti i cittadini nella trasformazione dell'economia nazionale.

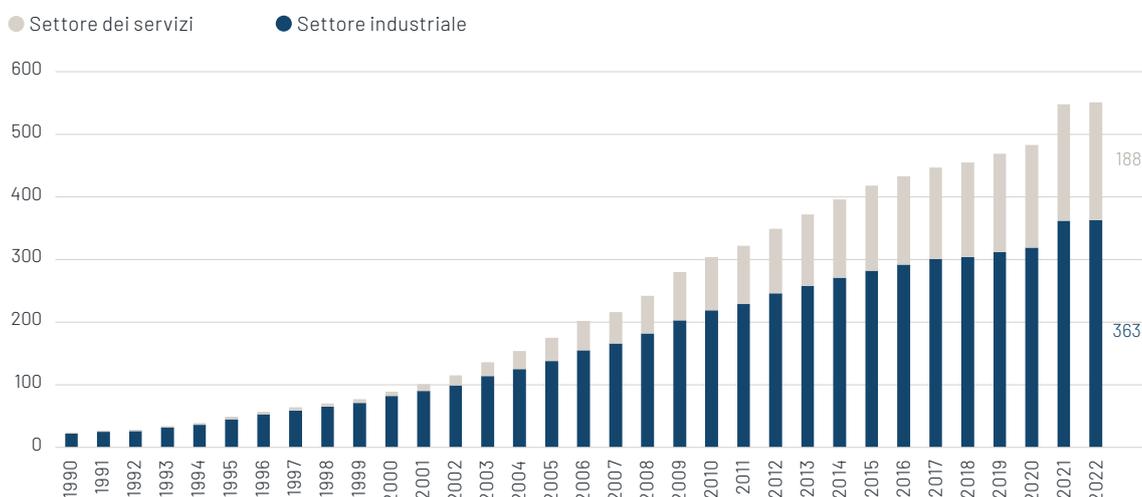
Dal punto di vista degli investitori, questa rifocalizzazione sui servizi altera indirettamente il mix settoriale degli indici azionari dei paesi emergenti. Nel 2009 energia e materiali rappresentavano insieme un terzo dell'indice MSCI EM, ma da allora tale peso è notevolmente diminuito a favore dei beni di consumo discrezionali e della tecnologia, la cui quota congiunta è raddoppiata (ora al 33%).

VERSO NUOVE PARTNERSHIP ECONOMICHE

Sono in gioco cambiamenti anche nella struttura stessa del commercio internazionale. Questi mutamenti, che si iscrivono nel più ampio processo volto a ripensare la globalizzazione, sono stati accelerati dalla pandemia e sono imputabili a:

- L'assenza di volontà politica, come il fallimento del *Doha Round*, che mirava ad agevolare l'integrazione dei paesi meno sviluppati nel commercio mondiale.
- La politica commerciale degli Stati Uniti sotto la presidenza Trump ("*America First*"), che ha ridotto il potere dell'OMC e trasformato gli accordi multilaterali (ad esempio il NAFTA è diventato l'USMCA), con accuse di *dumping* e furto di proprietà intellettuale rivolte contro la Cina.
- La ricerca di un'autonomia economica per evitare la comparsa di strozzature (ricadute della COVID-19 e guerra russo-ucraina).

GRAFICO 7: ACCELERAZIONE DEGLI ANNUNCI DI ACCORDI COMMERCIALI INTERREGIONALI, SOPRATTUTTO NEI SERVIZI



Fonti: OMC, RTA-IS, Indosuez Wealth Management.

11 - Banca mondiale (2021), *At Your Service? The Promise of Services-Led Development*.



IL RCEP
rappresenta il
30%
del PIL mondiale

In risposta a questa organizzazione del commercio molto incentrata sull'Occidente, le economie emergenti avevano già formato nuovi blocchi di libero scambio (il Mercosur lanciato nel 1991, la Comunità di sviluppo dell'Africa meridionale (SADC) fondata nel 1992). Da allora, questo processo ha accelerato con la creazione nel 2018 dell'*African Continental Free Trade Area* e l'entrata in vigore nel 2022 del Partenariato economico globale regionale (RCEP), che riunisce il 30% del prodotto interno lordo mondiale e 2,3 miliardi di abitanti (grafico 8, pagina 21).

Quest'ultimo accordo mira ad abbattere il 90% dei dazi doganali tra gli Stati membri e a snellire le catene di approvvigionamento. Copre inoltre i settori dei servizi e delle telecomunicazioni, gli investimenti ed i diritti di proprietà intellettuale. Da questo punto di vista, la tendenza è quindi più verso una riorganizzazione degli scambi commerciali (con una quota crescente di quelli Sud-Sud) piuttosto che una semplice interruzione delle relazioni commerciali tra i paesi.

QUALI SONO GLI IMPATTI?

Le ultime crisi hanno spinto i paesi emergenti a ripiegarsi su se stessi e proteggere i propri interessi nazionali (minori esportazioni indiane di grano nel 2022, riorientamento delle esportazioni di materie prime russe verso l'Asia per sfuggire alle sanzioni occidentali). La globalizzazione si è quindi tramutata in una regionalizzazione degli interessi economici, politici e sociali. Assistiamo pertanto alla formazione di tre grandi blocchi commerciali, Stati Uniti, Europa e Cina-Asia, ciascuno con l'obiettivo di rilocalizzare le industrie strategiche (tecnologie, sanità, armi) ed una preferenza per il commercio transfrontaliero, accentuata dall'impennata dei costi di materie prime e trasporti.

Un fenomeno che mette anche fine alla disinflazione importata. Come detto in precedenza, dopo essere state la fabbrica del mondo, le economie emergenti stanno gradualmente optando per la produzione di beni a più elevato valore aggiunto. I piani "*Made in China 2025*" e "*China Standards 2035*" sono due esempi calzanti di tale svolta economica.

Queste iniziative mirano a ridurre la dipendenza dalle tecnologie avanzate per trasformare il paese in una potenza economica incentrata sulla produzione ad elevato valore aggiunto, rilanciare la crescita interna e contribuire alla definizione di norme internazionali per le tecnologie di nuova generazione. Sono ispirate a quanto fatto in passato da Giappone, Corea e Taiwan. Le autorità cinesi intendono raggiungere il 40% della produzione di componenti elettronici entro il 2020 ed il 70% entro il 2025, diventando *leader* mondiale in 10 settori chiave che spaziano dalle attrezzature agricole a quelle *high-tech* ed ai veicoli elettrici.

CONCLUSIONE: UNA NUOVA ORGANIZZAZIONE DEL COMMERCIO

Non possiamo quindi parlare di deglobalizzazione degli scambi (in termini nominali, il commercio di merci tra paesi continua infatti ad aumentare), bensì di: i) un nuovo ruolo della Cina nel commercio internazionale, e ii) una ridefinizione dei termini di scambio (legata, ad esempio, all'aumento del protezionismo) con una conseguente riorganizzazione del commercio che poggia su una base regionale orientata al consumo interno e sulla prossimità delle economie emergenti.

La transizione climatica sarà cruciale per determinare la futura dinamica del commercio: il necessario incremento degli investimenti, fonte di maggiori scambi tra paesi, dovrebbe rivelarsi un fattore di sostegno, mentre l'emergere di nuovi vincoli (*carbon pricing*, aumento del costo delle esternalità negative correlate alla deregolamentazione climatica, sicurezza dell'approvvigionamento di metalli per la transizione ecologica) sarà al centro della redistribuzione dei flussi esistenti verso nuovi attori commerciali (come Africa ed America Latina).

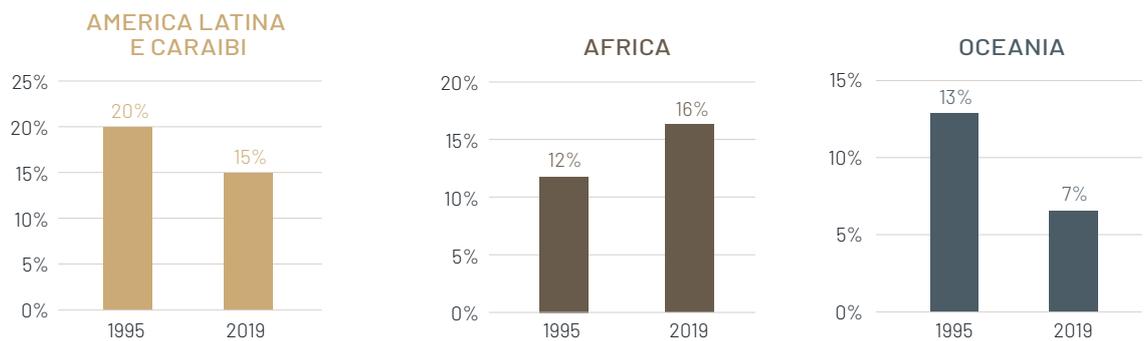
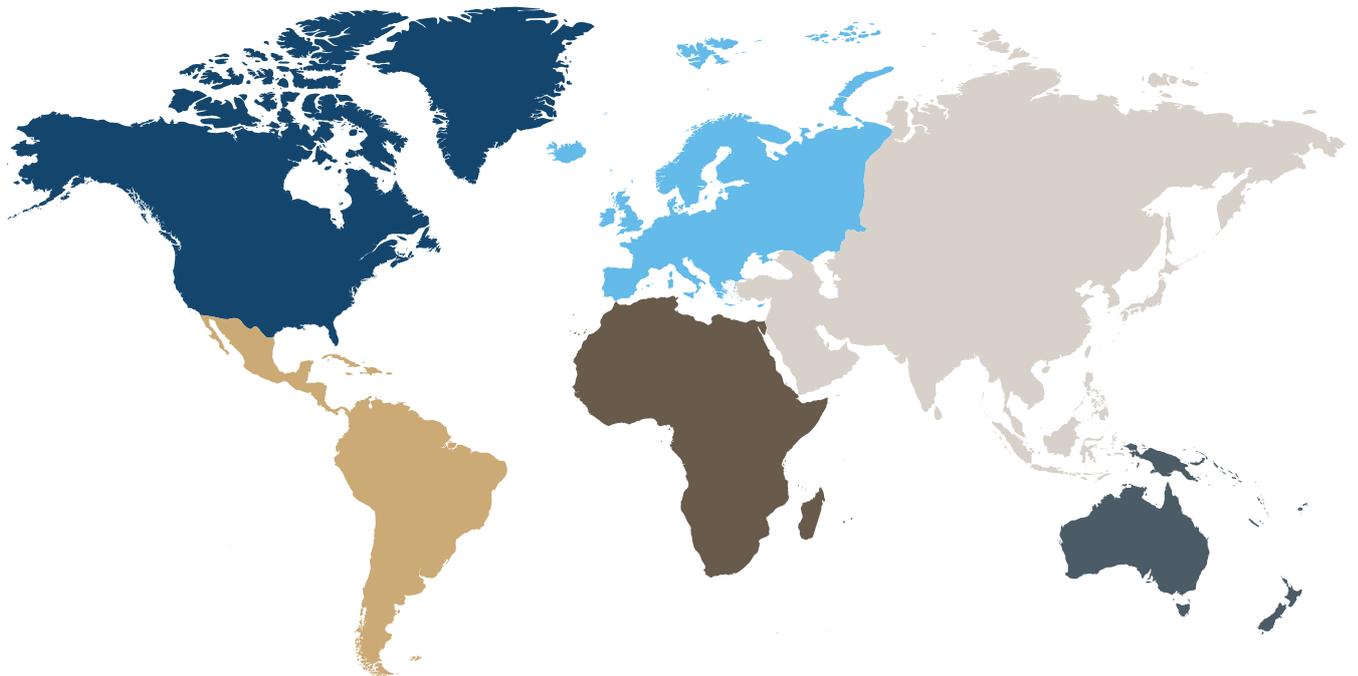
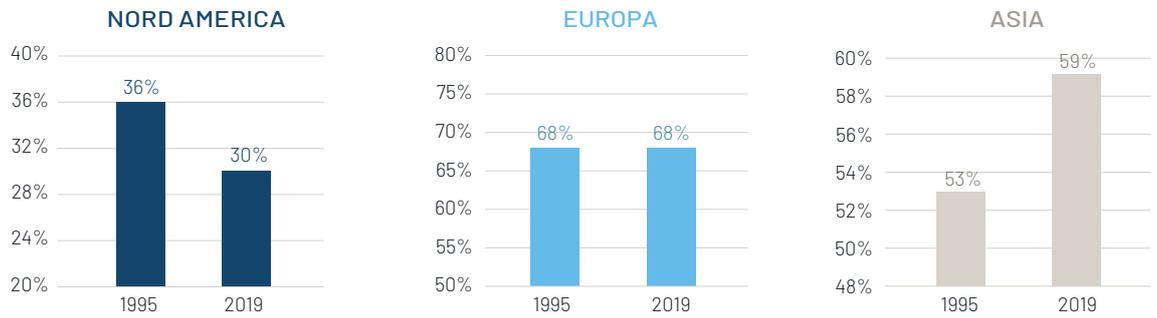


Thierry MARTINEZ
Asset Allocation Portfolio Manager



Adrien ROURE
Investment Strategy Analyst

GRAFICO 8: CRESCITA DEL COMMERCIO INTERREGIONALE
IN ASIA ED AFRICA, %



Fonti: UNCTADSTAT, Indosuez Wealth Management.

UNA RILOCALIZZAZIONE IN VISTA PER I RISPARMI ED I FINANZIAMENTI DEGLI STATI?

Le maggiori tensioni politiche e la crescente regionalizzazione degli scambi sollevano dubbi sulla sostenibilità della globalizzazione per i flussi di risparmio e di finanziamento. La fiducia degli investitori internazionali nei titoli di stato americani e/o nei prodotti di risparmio in dollari potrebbe non essere così duratura come si pensava. Tuttavia, la nazionalizzazione dei bilanci implica anche rischi che alcuni debitori (anche molto liquidi), come gli Stati Uniti, potrebbero non essere disposti a correre.

FINANZIAMENTO DEGLI STATI: L'IMPATTO DI BILANCE COMMERCIALI E RISERVE VALUTARIE

Il predominio del dollaro nei flussi internazionali di risparmio riguarda direttamente gli investitori istituzionali (banche centrali, fondi sovrani).

A seconda del paese, un avanzo commerciale, se realizzato su beni e servizi denominati in dollari, contribuisce alla crescita delle riserve nell'attivo della banca centrale. Questi avanzi possono essere scambiati in valute diverse dal dollaro; tuttavia, la possibilità di investire nell'universo americano, e più precisamente nel segmento obbligazionario, consente di sfruttare i vantaggi del mercato più liquido al mondo e tra i migliori a livello qualitativo, anche se dal 2011 il paese ha perso il celebre *rating* AAA.

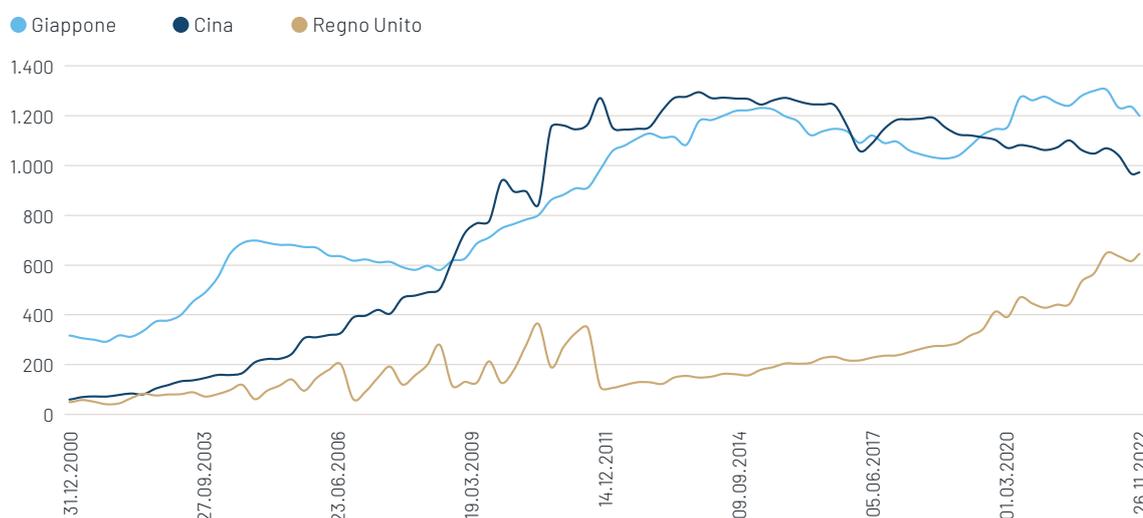
I paesi asiatici detengono ingenti quantità di debito pubblico statunitense (grafico 9). Questo è il risultato sia dei consistenti avanzi commerciali realizzati con gli Stati Uniti sia della volontà di stabilizzare la propria valuta rispetto al dollaro. Da soli, Giappone e Cina detengono quasi 2.200 miliardi di dollari su un totale in circolazione di 31.000 miliardi (fonti: Dipartimento del Tesoro, Federal Reserve Board). Alcuni paesi hanno anche tratto insegnamenti dalla crisi asiatica del 1997, accumulando maggiori riserve valutarie.

Tuttavia, l'incidenza del dollaro nei bilanci delle banche centrali non ha nulla di permanente né di obbligatorio. Ad esempio, la Russia aveva ceduto tutti i suoi titoli (circa 100 milioni di dollari) già nel 2018, ben prima delle sanzioni internazionali che hanno limitato la capacità del paese di utilizzare il biglietto verde come moneta di scambio.



**L'INCIDENZA
DEL DOLLARO**
sul bilancio delle
**BANCHE
CENTRALI**
non è più
permanente

**GRAFICO 9: OBBLIGAZIONI STATUNITENSIS DETENUTE
DALLE BANCHE CENTRALI ESTERE, TITOLI DEL TESORO IN MILIARDI DI DOLLARI**



Fonti: Federal Reserve Board, Indosuez Wealth Management.

È lecito chiedersi se la riduzione degli avanzi commerciali e la regionalizzazione degli scambi potrebbero portare ad un calo delle riserve valutarie accumulate (e quindi delle interdipendenze finanziarie). Infatti, nel 2022 le riserve valutarie delle banche centrali sono diminuite del 7%, una flessione che però sembra imputabile principalmente al loro utilizzo da parte di molti paesi per stabilizzare la propria valuta.

Tuttavia, questi recenti sviluppi potrebbero preannunciare diversi cambiamenti:

- Il rischio di sanzioni sulle riserve valutarie (come nel caso della Russia) potrebbe determinare una minore allocazione in dollari delle riserve di alcune banche centrali.
- La crescente volontà di alcuni paesi di commerciare in monete diverse dal dollaro (ad esempio in renminbi) potrebbe portare ad una maggiore regionalizzazione delle riserve valutarie e quindi dei circuiti di finanziamento.

LE NORMATIVE PRUDENZIALI: UN FATTORE DI LOCALIZZAZIONE DEL RISPARMIO?

Dopo la crisi finanziaria del 2008, è stato coniato il termine “Grande repressione finanziaria” per descrivere l'ondata di normative che si è abbattuta su banche, compagnie assicurative o fondi pensione al fine di aumentare i loro indici di solvibilità e di scongiurare sul nascere eventuali nuovi fallimenti sistemici.

Queste normative (in particolare Basilea IV e Solvency II), emanate da organismi vicini ai governi oppure estensioni degli stessi, incoraggiano ad indirizzare parte dei propri investimenti verso il debito pubblico tramite una minore ponderazione nel calcolo del rischio. Ad esempio, la riforma dei fondi monetari negli Stati Uniti, attuata dalla SEC¹² nel 2016, impone la detenzione nel portafoglio di attivi altamente liquidi. Gli attivi più liquidi sono ovviamente i *T-bills*, titoli emessi dal Tesoro statunitense.

Nel corso degli anni, la creazione monetaria viene trasferita dalla banca centrale agli Stati. Questa transizione è chiaramente visibile negli Stati Uniti, dove il Dipartimento del Tesoro controlla le liquidità in circolazione attraverso il proprio conto presso la Fed.

Dal loro canto, e paradossalmente, i regolatori europei desideravano anche armonizzare e “denazionalizzare” sempre di più il bilancio delle banche commerciali della regione (affinché gli istituti dell’Area Euro non detenessero solo il debito del proprio paese) al fine di ridurre il rischio di trasmissione sistemica. Questa regionalizzazione comporta di fatto l’emissione di *euro bond*. Ciò solleva di nuovo la questione del coordinamento tra politica fiscale e monetaria.

SOSTENIBILITÀ FISCALE E DIPENDENZA INTERNAZIONALE

La sostenibilità del debito può diventare in breve tempo un problema per i mercati, come dimostra l’amara esperienza britannica a settembre 2022. Ad esempio, l’annuncio di un piano volto a tagliare le imposte, non finanziato da una riduzione delle spese, ha immediatamente causato un calo della valuta ed un rialzo dei tassi.

Simile è stato il comportamento dei paesi emergenti, che dipendono dai flussi di capitali esteri per bilanciare le loro partite correnti. In questo caso specifico, è importante precisare che gli attivi dei fondi pensione britannici ammontano a 6.100 miliardi di sterline (fonte: Office for National Statistics), rispetto ad un debito pubblico di 2.069 miliardi di sterline, ossia il 94,5% del PIL.

12 - Organismo federale americano di regolamentazione e vigilanza sui mercati finanziari.

DIVERSI MODELLI DI FINANZIAMENTO DEGLI STATI

Dalla crisi del debito sovrano del 2011-2014, il finanziamento degli Stati nell'Area Euro si basa essenzialmente sugli acquisti della Banca Centrale Europea (BCE), come pure su un risparmio nazionale orientato alle obbligazioni sovrane (assicurazioni sulla vita in Francia pari a quasi 1.900 miliardi di euro alla fine del 2021, fonte: ACPR, fondi pensione nei Paesi Bassi). Parallelamente, il sistema bancario utilizza i titoli di Stato come garanzia per le operazioni in derivati. Gli strumenti accettati in garanzia devono essere di buona qualità e liquidi, proprio come i titoli di Stato. I regolamenti applicabili alle banche europee sono formulati dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria. L'ultimo importante sviluppo normativo risale al 2017, con l'introduzione di un margine iniziale ed uno di variazione, una sorta di rete di protezione per le banche. Questo ha comportato una maggiore necessità di garanzie.

Sul versante statunitense, come menzionato nell'articolo sui mercati dei cambi, pagina 31, il gigantesco debito federale continua ad essere rifinanziato dal resto del mondo grazie all'"esorbitante vantaggio" del dollaro, principale valuta di riserva a livello globale.

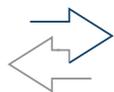
Tuttavia, se le dinamiche commerciali si regionalizzassero, se gli Stati Uniti diversificassero maggiormente i fornitori e se una quota crescente degli scambi fosse condotta in valute diverse dal dollaro, potrebbe essere messa in dubbio la perennità di questa doppia dipendenza tra Cina ed America (l'avanzo commerciale cinese finanzia il debito federale). Ma ciò che oggi consente agli Stati Uniti di continuare ad attrarre cospicui finanziamenti è l'interessante rendimento della curva dei tassi americana e la persistente fiducia nella valuta.

Infine, in Cina è presente un modello di finanziamento poco dipendente dai flussi internazionali e basato principalmente su un risparmio interno molto elevato (grafico 10), che consente di far fronte ad un tasso di indebitamento anch'esso in forte ascesa. Il debito dello Stato centrale permane moderato rispetto a quello dei paesi sviluppati (75% del PIL). Per contro, l'indebitamento totale del paese, comprese le province e le famiglie, è quasi raddoppiato dall'inizio degli anni 2000 e rappresenta ora il 300% del PIL (fonte: Bloomberg), uno dei più alti al mondo. Evitando la spiegazione semplicistica secondo cui la recente crescita cinese è stata realizzata a credito, la profonda ristrutturazione del settore immobiliare è accompagnata da una riduzione forzata del debito.

GRAFICO 10: RISPARMIO INTERNO LORDO IN CINA, % DEL PIL



Fonti: Banca mondiale, OCSE, Indosuez Wealth Management.



Lo smacco della
**CRISI SOVRANA
EUROPEA**
guida ancora
i flussi di capitale

Il risparmio lordo delle famiglie cinesi si è stabilizzato sopra il 40% (fonte: Banca mondiale) e consente al contempo di finanziare l'economia con risorse interne e garantire una riserva di consumi futuri per ora inutilizzata. Allo stesso tempo, la crisi immobiliare in corso da oltre un anno e l'aumento delle inadempienze sulle obbligazioni denominate in dollari da parte degli sviluppatori immobiliari contribuiscono alla crescente sfiducia degli investitori internazionali. Inoltre, la rielezione di Xi Jinping per un terzo mandato al 20° Congresso del partito comunista tenutosi a fine ottobre 2022 ha rafforzato la linea dura al potere, raffreddando l'interesse dei suddetti investitori. Anche se il governo ha intrapreso una forte modernizzazione ed apertura dei mercati dei capitali, il rifinanziamento della crescita cinese rischia di basarsi prevalentemente sulle risorse nazionali.

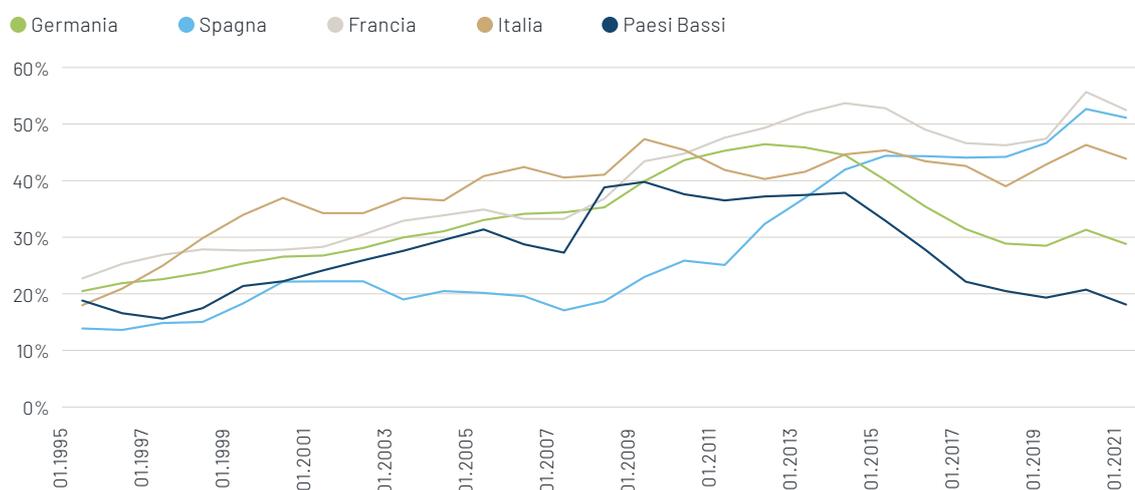
UNA FORTE RELAZIONE TRA QUALITÀ DEL DEBITO E TIPOLOGIA DI INVESTITORI

La credibilità di uno Stato nel ripagare in futuro il proprio debito, o più precisamente nel mantenere un accesso continuo alle fonti di finanziamento, determina anche il tipo di acquirente. Gli Stati con i migliori *rating* attraggono investitori istituzionali (fondi pensione, banche centrali), la cui sensibilità al rischio di controparte è superiore rispetto alla ricerca di rendimento. Al contrario, gli Stati qualificati come emergenti attireranno investitori meno avversi al rischio e che puntano al rendimento, disposti quindi a tollerare una maggiore volatilità.

La capacità di uno Stato, o di un'area geografica, di emettere debito nella propria valuta influenza anche la qualità e la stabilità degli acquirenti. Il Giappone sfida da decenni le preoccupazioni circa la sostenibilità del proprio debito, detenuto principalmente da istituzioni nazionali. Il debito netto è pari al 170% del PIL, mentre quello lordo raggiunge il 263%. Il controllo della curva da parte della Banca del Giappone assicura che i tassi di interesse siano mantenuti su livelli molto contenuti.

In Europa le conseguenze della crisi sovrana del 2011-2012 continuano ancora oggi ad influenzare gli afflussi di capitali dall'estero, facendoli convergere verso i paesi con i *rating* più alti. Ad esempio, più della metà del debito francese è detenuto da non residenti (fonte: Banca di Francia, grafico 11). In seguito, i risparmi interni europei si riversano, attraverso il cosiddetto effetto *trickle-down* o per l'effetto a cascata, verso i paesi della regione con *rating* di minore qualità e più volatili. La fine delle politiche monetarie espansive solleva il problema di come sostituire gli acquisti delle banche centrali con quelli di altri investitori. La fine dell'"amministrazione" dei mercati obbligazionari europei ha già avuto un duplice effetto: prezzi (rialzo dei tassi) e volatilità. Gli investitori istituzionali europei, che si sono spostati lungo la curva del rischio rafforzando l'allocazione nel debito *corporate*, dovrebbero tornare sul debito pubblico.

GRAFICO 11: DETENZIONE DI DEBITO PUBBLICO DA PARTE DI NON RESIDENTI NEI PRINCIPALI PAESI DELL'AREA EURO, % DEL PIL



Fonti: Eurostat, Indosuez Wealth Management.



In conclusione, i finanziamenti degli Stati ed i flussi di risparmio globali dipendono dalla credibilità di uno Stato nell'attrarre i capitali degli investitori istituzionali e dalla mobilità dei risparmi dei privati, soggetta a normative nazionali volte a limitarla. Dal 2008 i governi dei paesi sviluppati si sono dotati di strumenti per indirizzare il risparmio interno verso il proprio finanziamento. Alla luce delle tensioni internazionali, è lecito chiedersi se la Cina utilizzerà il suo *stock* di debito come strumento di influenza o, peggio, come arma contro gli Stati Uniti, minacciando di procedere ad una vendita parziale o totale. Ma i limiti di questa ipotesi appaiono evidenti: quale attore finanziario può comprare una simile quantità di debito?

Solo le istituzioni americane sarebbero in grado di assorbire tale flusso e possono quindi decidere il prezzo, inevitabilmente a svantaggio del venditore. Il tasso di cambio merita una riflessione a parte: quale controparte potrebbe convertire in yuan i dollari ricevuti dalla vendita di titoli? Un improvviso aumento della domanda di yuan, decorrelato dai flussi commerciali, spingerebbe la valuta in una spirale ascendente, a scapito dell'economia cinese sempre trainata dalle esportazioni. L'arma di un possibile blocco al rifinanziamento del debito federale statunitense potrebbe quindi ritorcersi contro la Cina stessa. Pertanto, la deglobalizzazione dei flussi di risparmio e finanziamento non è forse imminente.



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

Con la collaborazione
del team del Reddito Fisso

LA DEGLOBALIZZAZIONE FA EMERGERE OPPORTUNITÀ PER LE AZIONI DOMESTICHE?

Dall'inizio della crisi geopolitica, le imprese nazionali hanno brillato. Le difficoltà di approvvigionamento, il dibattito sull'esigenza di ripristinare una capacità industriale locale e la dipendenza energetica inducono le imprese a mettere da parte la teoria ricardiana dei vantaggi comparati.

RIPENSARE LA GLOBALIZZAZIONE?

In una lettera rivolta agli azionisti del 24 marzo 2022, l'amministratore delegato di BlackRock Larry Fink ha annunciato che l'invasione russa ha posto fine alla globalizzazione come l'abbiamo conosciuta negli ultimi trent'anni. Senza dubbio, il conflitto in Ucraina destabilizza l'ordine internazionale stabilito e mette in discussione la sostenibilità di un modello economico globalizzato. Più nello specifico, ogni paese è chiamato a ripensare il proprio ruolo nello scacchiere politico mondiale e, di conseguenza, a riconsiderare alcune questioni strategiche come l'indipendenza energetica, la sicurezza nazionale o la sovranità industriale.

La crisi sanitaria legata al COVID-19 aveva già indebolito il modello esistente e sollevato dubbi relativi all'organizzazione delle catene di produzione ed approvvigionamento. L'inflazione scaturita dalle turbolenze del commercio internazionale, sommata all'integrazione dei requisiti ESG (Ambientali, Sociali e di Governance) ed all'aumento dei costi salariali nei paesi emergenti "travolti" dalla robotizzazione/automazione dei sistemi produttivi, avevano già indotto alcune imprese a rilocalizzare parte del proprio apparato di produzione.

Secondo Joseph E. Stiglitz, premio Nobel per l'economia, "occorre ripensare totalmente la globalizzazione". La polarizzazione dell'ordine mondiale, aggravata dal conflitto ucraino, impone indubbiamente agli Stati di ridisegnare le loro priorità strategiche attraverso le politiche nazionali.

Si tratta inoltre di un'opportunità per i paesi di costruire un modello economico più sostenibile, accelerando la transizione climatica per raggiungere l'indipendenza energetica il prima possibile.

LE IMPRESE NAZIONALI: ATTORI DELL'INDIPENDENZA ENERGETICA

La guerra in Ucraina ha infatti messo a nudo la dipendenza energetica dei paesi europei dai combustibili fossili russi. In un'ottica più globale, l'impegno dei principali paesi sviluppati a ridurre le emissioni accentua la necessità di aumentare la quota di energie rinnovabili ed a basso tenore di carbonio nel mix energetico. È in questo senso che l'Europa ha lanciato il piano REPowerEU, che punta a rafforzare il risparmio energetico, diversificare le forniture ed accelerare la diffusione delle energie rinnovabili. Questa ambiziosa strategia mira in particolare ad accrescere la quota dell'energia solare dal 3% al 15% e, più in generale, a raggiungere entro il 2030 il 45% di energie rinnovabili nel mix energetico europeo. In tale contesto, le imprese nazionali attive nella produzione e distribuzione di elettricità saranno chiamate a sostenere gli Stati nel raggiungimento dei loro obiettivi. Ad esempio, il principale produttore e distributore energetico in Spagna, Iberdrola, è uno dei leader mondiali nel settore eolico. Gli Stati Uniti, da parte loro, potranno contare sui loro campioni nelle tecnologie di punta, essenziali per trasformare l'energia solare in elettricità, come Enphase e SolarEdge.

Anche il governo americano è attivo sul fronte climatico. Sebbene gli Stati Uniti siano strutturalmente quasi indipendenti dal punto di vista energetico, il rinnovato impegno dell'amministrazione Biden a raggiungere la neutralità carbonica entro il 2050 impone l'adozione di politiche volontaristiche.



30 MILIARDI DI DOLLARI di aiuti per IL NUCLEARE STATUNITENSE

In quest'ottica, il Piano IRA (Inflation Reduction Act) prevede 400 miliardi di dollari per la lotta al riscaldamento climatico, di cui oltre 30 miliardi saranno destinati all'energia nucleare, considerata un'importante fonte di elettricità a bassa emissione di carbonio. Anche se il piano potrebbe essere in parte ridimensionato dopo le elezioni di metà mandato, imprese come Constellation Energy (il maggiore proprietario di centrali nucleari negli Stati Uniti) saranno i diretti beneficiari di questi aiuti. Anche altre società, come Cameco, il principale fornitore integrato di uranio, operativo solo in Nord America, dovrebbero usufruire del sostegno governativo per l'intero settore.

INGENTI INVESTIMENTI NELLA DIFESA NAZIONALE

Un altro importante cambiamento riguarda le spese per la difesa nazionale (tabella 1). Durante la presentazione del bilancio a marzo 2022, il presidente Biden ha chiamato i cittadini a raccolta per "uno dei più grandi investimenti della storia americana", con un aumento delle spese per la difesa di circa il 4% a 813 miliardi di dollari nel 2023. Si tratta di gran lunga del budget per la sicurezza più alto della storia.

Gran parte di esso (circa 300 miliardi) non sarà destinata agli armamenti, bensì alle sole attività di ricerca e sviluppo di nuove apparecchiature tecnologiche, soprattutto in ambiti quali la sicurezza informatica e l'intelligenza artificiale. La sfida strategica per i governi consiste più nel realizzare innovazioni tecnologiche legate ai sistemi informativi che ampliare l'apparato militare-industriale. Ad esempio, il principale partner del Pentagono è la società Leidos, specializzata nella fornitura di servizi scientifici, ingegneristici ed IT.

Il ministero della difesa collabora anche con altre imprese tecnologiche private, che operano quasi esclusivamente per il governo, come Booz Allen Hamilton o Science Applications. In ragione dei vincoli di sicurezza, i contratti sono necessariamente sottoscritti con imprese nazionali e le esigenze sono tali che nei prossimi anni potrebbero emergere altri fiori all'occhiello tecnologici e/o industriali.

TABELLA 1: EVOLUZIONE DELLE SPESE PER LA DIFESA, ANNUNCI DEI GOVERNI

	2021, miliardi di USD	% PIL	Previsioni annunciate
Stati Uniti	778,2	3,5%	Aumento del 4% nel bilancio del 2023
Germania	52,8	1,4%	Obiettivo: > 2% del PIL entro il 2024
Italia	28,9	1,6%	Obiettivo: 2% del PIL entro il 2028 (ossia un aumento del 40% rispetto al 2021)
Francia	52,7	2,1%	Aumento di 3 miliardi di euro nel 2023
Polonia	13,4	2,1%	Obiettivo: 3% del PIL entro il 2028 (ossia un aumento del 40% rispetto al 2021)
Norvegia	8,3	1,9%	Obiettivo: 2% del PIL entro il 2028
Romania	5,8	2,0%	Obiettivo: 2,5% del PIL dal 2023
Danimarca	5,5	1,4%	Obiettivo: 2% del PIL dal 2023
Lituania	1,3	2,1%	Obiettivo: 2,5% del PIL dal 2023
Lettonia	0,9	2,3%	Obiettivo: 2,5% del PIL dal 2023
Estonia	0,8	2,3%	Obiettivo: 2,5% del PIL dal 2023
Svezia	6,7	1,2%	Obiettivo: 2% del PIL entro il 2028
Finlandia	4,1	1,5%	Ha annunciato di voler entrare nella NATO, con un incremento del budget del 50%
Austria	3,6	0,8%	Obiettivo: 1% del PIL dal 2023

Fonti: NATO, Banca mondiale, Indosuez Wealth Management.

L'Europa non è da meno. La Commissione europea ha infatti proposto il primo Fondo europeo per la difesa, con una dotazione di 7,9 miliardi di euro. Questo fondo completa e rafforza gli investimenti nazionali in ricerca, sviluppo ed acquisizione di apparecchiature tecnologiche per la difesa. Inoltre, dopo la costante riduzione degli investimenti per la difesa negli scorsi 40 anni, la maggior parte dei paesi europei intende aumentare sensibilmente le spese nel settore.

La Germania ha deciso di raddoppiare il proprio budget e lo porterà a 200 miliardi di euro l'anno (pari al 2% del PIL) entro il 2024, l'Italia punta anch'essa al 2% del PIL entro il 2028 (con un aumento del 40% rispetto ai livelli del 2021) e la Polonia al 3% entro il 2023. I grandi attori europei del settore, come Thales o Leonardo, esposti principalmente all'Europa, dovranno quindi fare la loro parte.

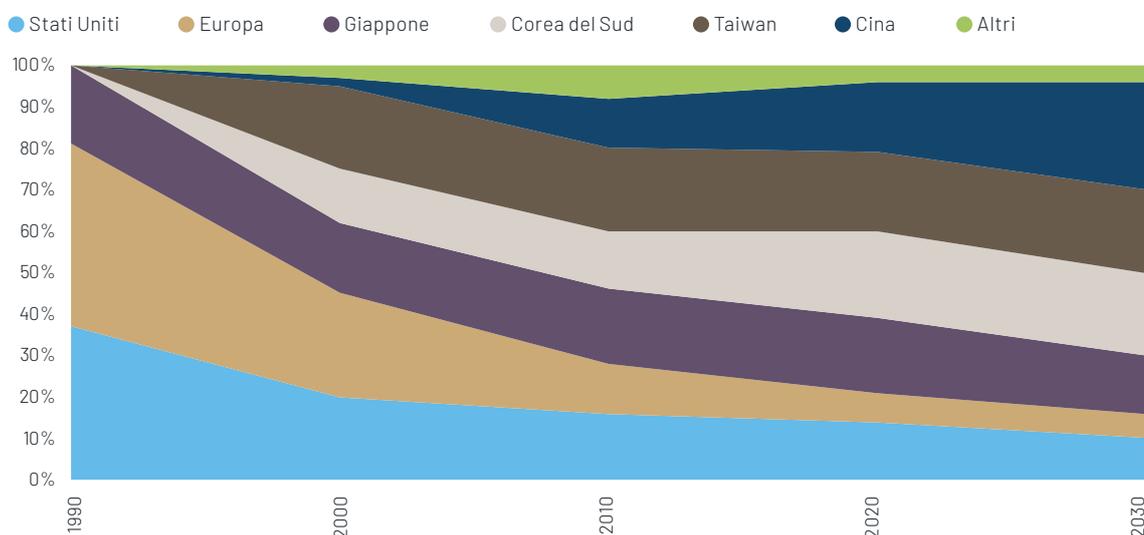
L'aumento delle tensioni geopolitiche su scala globale e le turbolenze sulle catene di approvvigionamento causate dal COVID-19 hanno riportato in auge anche il tema della sovranità industriale.

L'AUTONOMIA IN ALCUNI SETTORI INDUSTRIALI, COME I SEMICONDUTTORI, È ORA UNA QUESTIONE STRATEGICA

I componenti elettronici noti come semiconduttori sono alla base di tutta l'elettronica moderna e si trovano nella maggior parte dei prodotti industriali (dagli smartphone agli elicotteri). Quasi l'80% di questi *chip* è attualmente prodotto in Asia e nei prossimi anni tale percentuale è destinata ad aumentare (grafico 12). Ai fini di un confronto, nel 1990 l'Europa forniva oltre il 40% dei *chip* elettronici mondiali, mentre oggi tale percentuale è inferiore al 10%.

Tuttavia, la dipendenza degli Stati Uniti e dell'Europa dai produttori asiatici minaccia la loro sovranità industriale. Inoltre, la fornitura di componenti non è sicura ed indebolisce le filiere di produzione. Infine, la scarsa protezione della proprietà intellettuale costituisce anch'essa un problema per la sicurezza nazionale (questi componenti sono installati su molte apparecchiature militari).

GRAFICO 12: EVOLUZIONE DELLA PRODUZIONE MONDIALE DI SEMICONDUTTORI PER PAESE, %



Nota: queste proiezioni non tengono conto degli obiettivi definiti nei piani statunitensi ed europei.
 Fonti: BCG, Semiconductor Industry Association, Indosuez Wealth Management.



52,7 MILIARDI DI DOLLARI

per le imprese che
RILOCALIZZANO
LA PRODUZIONE
di semiconduttori

È in questo contesto che il governo americano ha vietato la vendita a Cina e Russia di alcuni *chip* per il calcolo ad alte prestazioni e l'intelligenza artificiale, prodotti da Nvidia ed AMD.

Alla fine di luglio 2022 il Congresso americano ha approvato il "*Chips Act*", una legge volta a sostenere la produzione di semiconduttori negli Stati Uniti. La legge prevede uno stanziamento di 52,7 miliardi di dollari per le imprese che rilocalizzano la produzione di tali componenti o che effettuano ordini a produttori americani. Micron Technology ha già annunciato che investirà 40 miliardi di dollari nella produzione di *chip* di memoria negli Stati Uniti entro il 2030.

Anche l'Europa intende incrementare gli investimenti nell'industria di punta ed ambisce a raggiungere il 20% della produzione globale di semiconduttori entro il 2030. A tal fine, nel luglio 2021 la Commissione europea ha lanciato l'Alleanza sulle tecnologie dei processori e dei semiconduttori, che riunisce imprese, Stati membri, realtà accademiche nonché organismi tecnologici e di ricerca. Tale alleanza potrà nello specifico attingere alle competenze di ASML, *leader* mondiale nella produzione di apparecchiature litografiche per l'industria dei semiconduttori, nonché di altri *leader* europei come STMicroelectronics, NXP, Soitec od Infineon, per sviluppare un ecosistema regionale e rafforzare potenzialmente la propria sovranità digitale.

In un momento in cui gli operatori economici ripensano la globalizzazione, alcune imprese già scommettono su un modello economico più sostenibile, basato su industrie locali e catene di approvvigionamento più brevi e meno energivore. Questo cambio di paradigma rappresenta quindi un'opportunità per le imprese nazionali, chiamate a dare il loro contributo.

LE IMPRESE NAZIONALI SONO DESTINATE AL SUCCESSO?

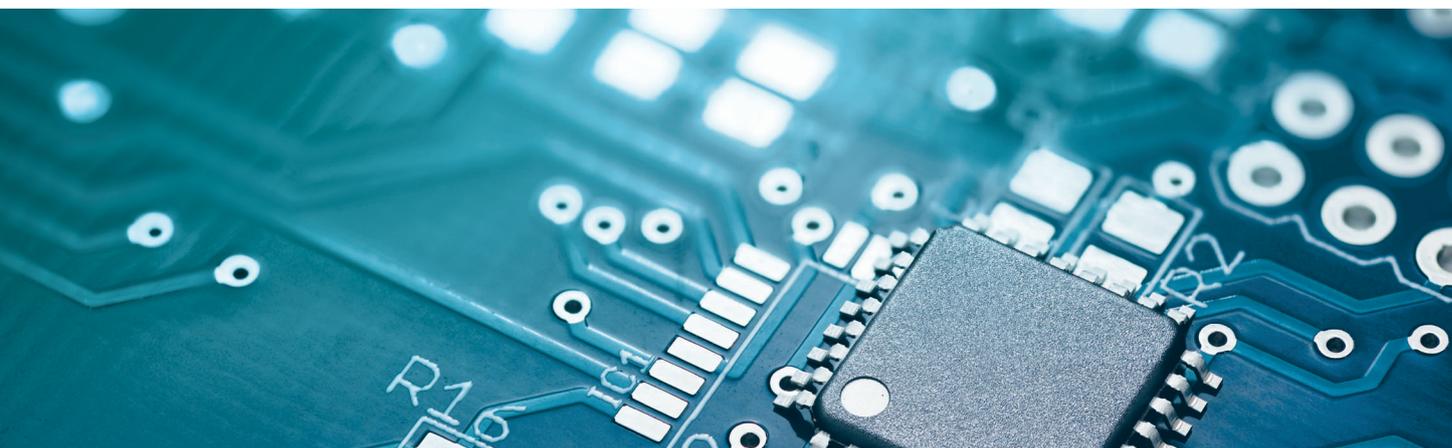
Le imprese cosiddette nazionali sono soprattutto presenti in settori come l'energia, le utility e l'immobiliare. Infatti, alcune attività economiche sono intrinsecamente legate al luogo di produzione: il gas e l'elettricità sono prodotti e distribuiti sul territorio da società che operano in mercati regolamentati (soggetti a specifici quadri legislativi nazionali). Questi titoli hanno beneficiato del contesto geopolitico ed esibiscono una performance annuale migliore rispetto a quelli di aziende esposte all'estero, sui quali pesa da diversi mesi il rafforzamento del dollaro. Inoltre, le società più internazionali presentano spesso una maggiore capitalizzazione, con una prevalenza di titoli tecnologici maggiormente sensibili all'aumento dei tassi di interesse.



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager



Melanie GONTIER
Equity Portfolio Manager



RITORNO DEL PREMIO PER IL RISCHIO SOVRANO E DELLE DIVERGENZE VALUTARIE?

Dopo un periodo caratterizzato da intervalli di negoziazione ristretti, sul mercato dei cambi è ricomparsa la volatilità. Il rialzo del dollaro, le divergenze di politica monetaria, gli interventi sul mercato dei cambi delle autorità giapponesi per sostenere lo yen o della Banca d'Inghilterra per assicurare i listini finanziari, nonchè il ritorno del premio per il rischio sovrano stanno facendo aumentare le tensioni sul mercato.

LA DEGLOBALIZZAZIONE INTENSIFICA LA VOLATILITÀ DELLE VALUTE

Nel 2022 la volatilità è tornata alla ribalta sul mercato dei cambi. Dopo un lungo periodo dominato da politiche monetarie accomodanti e tassi di interesse molto contenuti, la situazione è mutata rapidamente: la crisi del COVID-19, la guerra in Ucraina, l'impennata delle materie prime, il ritorno dell'inflazione e la sua permanenza a lungo termine...

Il crollo economico causato due anni fa dalla pandemia e la successiva ripresa sono stati di portata globale. In tale frangente, e persino dalla crisi finanziaria del 2008, la maggior parte delle banche centrali dei paesi sviluppati ha adottato politiche monetarie coordinate e piuttosto accomodanti per rilanciare la crescita. La situazione è però cambiata velocemente all'inizio dell'anno 2022, dopo la svolta della Federal Reserve (Fed) statunitense per contenere un'inflazione galoppante. Ne è scaturito un fortissimo apprezzamento del biglietto verde, con il *dollar index* che ha raggiunto un massimo da oltre vent'anni.

L'invasione dell'Ucraina da parte della Russia ha causato uno *shock* energetico e fatto emergere una disparità tra paesi importatori ed esportatori

di energia: l'Europa, il Regno Unito, il Giappone o la Cina, che importano energia, ne hanno risentito, mentre gli Stati Uniti, piuttosto autosufficienti su tale fronte, ne sono usciti meglio.

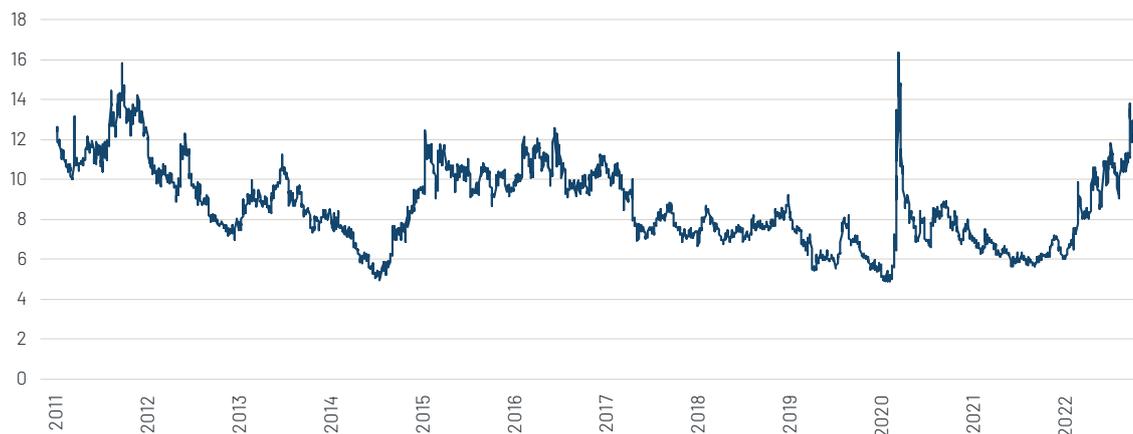
L'intensa volatilità delle valute osservata a fine ottobre 2022 (grafico 13) è ascrivibile a diversi fattori:

- Il nuovo ciclo di divergenze tra le banche centrali acuisce le tensioni sul mercato dei cambi. Il caso del Giappone ne è un esempio calzante: la discrepanza tra la politica monetaria nipponica e quella americana ha pesato duramente sullo yen. Di conseguenza, le autorità giapponesi sono intervenute per sostenere la valuta, in caduta libera rispetto al biglietto verde.
- I timori sulla stabilità finanziaria del Regno Unito a settembre 2022 e la crisi della sterlina inglese hanno spinto anche la Banca d'Inghilterra a passare all'azione.
- Il vigore del dollaro ha generato instabilità ed indotto altri paesi come India, Brasile o Cile a scendere in campo per ridurre la volatilità delle rispettive valute o stabilizzarle.



LE DIVERGENZE
tra le banche centrali
ACCENTUANO
LE TENSIONI
sul mercato dei cambi

GRAFICO 13: VOLATILITÀ SUL MERCATO DEI CAMBI



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

UN PARALLELO CON L'ACCORDO DEL PLAZA

All'inizio degli anni Ottanta la Federal Reserve statunitense aumentò bruscamente i tassi di interesse per contrastare l'inflazione, provocando un massiccio afflusso di capitali ed un balzo del dollaro di oltre il 50% rispetto alle principali valute. In risposta, i banchieri centrali ed i ministri delle finanze delle cinque maggiori economie, Stati Uniti, Giappone, Germania, Francia e Regno Unito, firmarono un accordo senza precedenti: l'Accordo del Plaza del settembre 1985, che prevedeva un intervento congiunto sui mercati dei cambi per indebolire il biglietto verde.

In un contesto economico simile a quello degli anni Ottanta, con un'inflazione sostenuta ed un dollaro in forte ascesa che influisce sulle economie e turba i mercati finanziari, non sorprende che aumentino le discussioni relative ad un nuovo accordo del Plaza.

Tuttavia, in particolare alla luce delle tensioni tra Cina e Stati Uniti, riteniamo improbabile che si ripeta un simile evento nel mondo odierno. L'accordo del Plaza mirava ad indebolire il dollaro e, per raggiungere un'intesa, furono necessarie lunghe discussioni tra le grandi potenze. L'accordo fu possibile perché l'economia statunitense era in fase di disinflazione e la Fed poteva permettersi di abbassare i tassi, mentre l'Arabia Saudita dava inizio ad un contro-*shock* petrolifero. Al contrario, un dollaro più debole comprometterebbe oggi l'obiettivo della Fed di combattere l'inflazione, mentre l'OPEC persegue una politica volta a sostenere i prezzi del petrolio.

CONGELAMENTO DELLE RISERVE: UN PRELUDIO ALLA DEDOLLARIZZAZIONE?

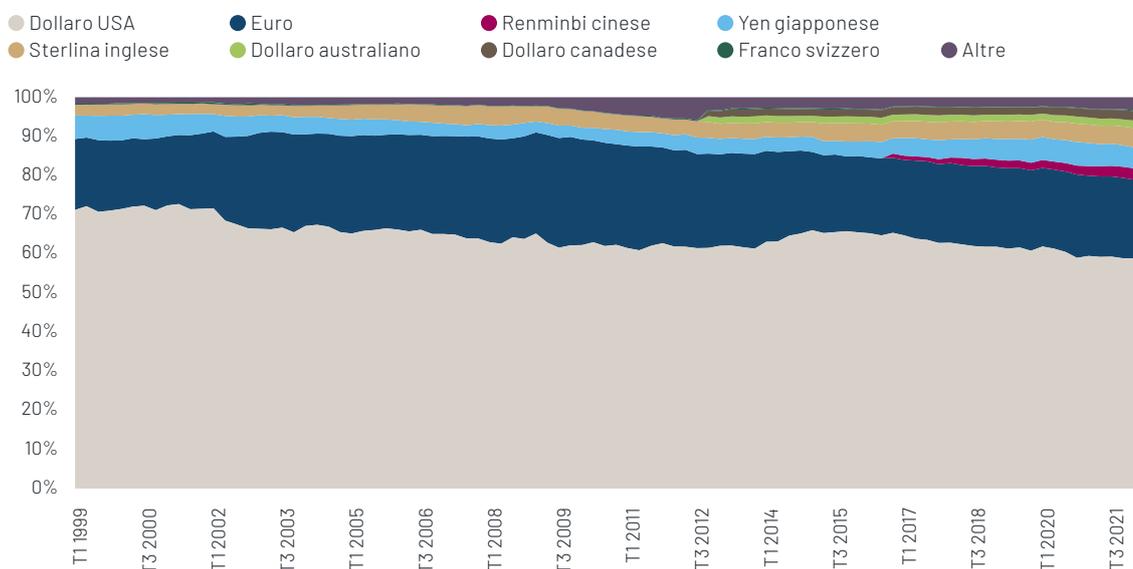
Dalla Seconda guerra mondiale e dagli accordi di Bretton Woods del 1944, il dollaro americano domina il commercio mondiale e gli scambi internazionali. Sebbene la supremazia del biglietto verde non sia ancora in dubbio, la dedollarizzazione non è un concetto recente. Un rapporto pubblicato a marzo 2022 dal Fondo monetario internazionale (FMI) indica che, sebbene l'incidenza dell'economia statunitense sulla produzione mondiale sia in calo da vari decenni, il dollaro ricopre ancora un ruolo di spicco nel commercio internazionale. Secondo la Banca dei regolamenti internazionali (BRI), l'88% delle transazioni in valuta estera è infatti concluso in dollari. D'altra parte, le banche centrali diversificano già da diversi anni le proprie riserve valutarie. Dal lancio dell'euro nel 1999, la quota del dollaro è scesa dal 71% al 59% a metà del 2022, erosa da altre valute come il dollaro australiano, il dollaro canadese, il renminbi cinese o dall'oro (grafico 14).

Con circa un quarto della popolazione globale sottoposta a sanzioni da parte degli Stati Uniti, l'impulso alla dedollarizzazione in tutto il mondo non è un evento inatteso. Poco dopo l'invasione dell'Ucraina a febbraio, l'Occidente ha congelato 300 miliardi di dollari di riserve valutarie della banca centrale russa. Tali sanzioni hanno messo in guardia altri paesi emergenti dal rischio di una forte dipendenza dal dollaro, sollevando dubbi sul ruolo del biglietto verde come valuta di riserva.



Verso
**UN NUOVO
ACCORDO
DEL PLAZA?**

GRAFICO 14: ATTUALE COMPOSIZIONE DELLE RISERVE VALUTARIE UFFICIALI NEL MONDO, %



Fonti: FMI, Indosuez Wealth Management.

Nel caso della Russia, la dedollarizzazione era già iniziata nel 2014, dopo l'annessione della Crimea. Le successive sanzioni hanno ridotto notevolmente la capacità del paese di raccogliere capitali sui mercati finanziari, costringendolo a ridurre le disponibilità in dollari per incrementare l'esposizione ad attivi alternativi, come l'oro.

Ciò ha provocato un'ondata di *shock* per gli investitori internazionali, che devono ora integrare un filtro di rischio paese molto superiore nelle proprie scelte di allocazione e non devono considerare più una valuta o le riserve di una banca centrale come un attivo liquido ed utilizzabile. Di conseguenza, la tendenza preesistente dei paesi emergenti a commerciare nelle proprie valute senza passare per il dollaro ha subito un'accelerazione, non solo per sfuggire ad eventuali sanzioni extraterritoriali, ma anche per ridurre la dipendenza dal biglietto verde e la necessità di costituire riserve. Il caso della Cina, che adesso acquista il petrolio in renminbi dall'Arabia Saudita, esemplifica bene questa tendenza.

IL RISCHIO SOVRANO DI RITORNO IN EUROPA?

I cicli di rialzo dei tassi di interesse americani sono generalmente associati a deflussi di capitali dai paesi emergenti. Sono l'occasione per gli investitori per fare il punto sulle fragilità strutturali di alcune economie emergenti, che sfruttano le fasi di accelerazione della crescita globale ma sono le prime a soffrire il ritiro dei capitali internazionali. In generale, la normalizzazione monetaria pone le banche centrali di alcuni paesi emergenti di fronte ad un dilemma tra il sostegno alla propria valuta e gli obiettivi economici nazionali mantenendo al contempo la libera circolazione dei capitali necessaria per accedere ai finanziamenti. Si tratta del celebre Trilemma di incompatibilità di Mundell-Fleming teorizzato nel 1963. Se a questa equazione si aggiunge il rischio di pressioni governative sulla banca centrale (come nel caso della Turchia), la situazione diventa ingestibile, il mercato lo capisce e penalizza la valuta di fronte al rischio di un'inflazione galoppante.

Il 2022 sembra segnare l'improvviso ritorno di questo dilemma nei paesi sviluppati, con lo spettro in molteplici casi di crisi valutarie. La sterlina inglese, ad esempio, ha risentito duramente del dilemma di politica monetaria introdotto dalla stagflazione, che l'insostenibile piano fiscale di Liz Truss, l'ex primo ministro britannico, ha amplificato. La punizione del mercato è stata immediata e ha contribuito alla caduta di un governo insediato da appena 45 giorni, 30 anni dopo gli attacchi speculativi alle fragili valute del Sistema monetario europeo (SME).

VERSO UN MODELLO CON DIVERSI BLOCCHI VALUTARI?

Il dollaro forte è il colpevole ideale per la destabilizzazione delle politiche monetarie e di cambio. Ma siamo certi che la transizione da un modello dominato dal dollaro ad un mondo multipolare in termini di valute, come suggerisce chiaramente l'attuale tendenza degli scambi (ma non ancora quella delle riserve valutarie) garantirebbe maggiore stabilità?

Il confronto con il passato non ha verosimilmente alcun valore predittivo, ma è importante da una prospettiva pedagogica. Tra le due guerre mondiali, periodo in bilico fra la sopravvivenza degli imperi coloniali e l'ascesa del dollaro, coesistevano infatti diversi blocchi valutari (zona del dollaro, del franco svizzero e della sterlina inglese), mentre la perdita della convertibilità in oro rendeva necessaria questa soluzione. Si trattava di un mondo molto instabile, le cui turbolenze erano in realtà imputabili alla grande depressione e non necessariamente ad un modello monetario tripolare.

Torniamo al presente. Se dovesse affermarsi un simile modello, probabilmente sostituiremmo un rischio con un altro. Il rischio principale del nuovo paradigma sarebbe l'assenza di coordinamento delle politiche monetarie, con politiche di riserva meno globali e più regionali. La principale conseguenza negativa sarebbe verosimilmente la fine dell'"esorbitante privilegio del dollaro" (Barry Eichengreen), con un probabile deprezzamento della valuta americana ed un aumento del costo di finanziamento dei deficit gemelli.



Muriel ABOUD SCHIRMANN
Head of Capital Markets Advisory

04 | Macroeconomia

CRESCITA GLOBALE DEBOLE E POLITICHE PUBBLICHE SEMPRE PIÙ DIVERGENTI

Quello odierno è un contesto macroeconomico difficile, in cui la crescita del PIL per il 2023 è stata ridotta in quasi tutte le aree geografiche. Nonostante questo rallentamento ciclico, l'inflazione persiste e rimane la priorità assoluta per le banche centrali. Il ruolo della politica fiscale in questo regime inflazionistico è quello di favorire, non ostacolare, le banche centrali.

La crescita del PIL mondiale sarà inferiore al 3% nel 2023, ponendo fine alla ripresa post-pandemia. I prezzi dei prodotti di base dovrebbero continuare a scendere nel 2023, mentre quelli del petrolio dovrebbero restare stabilmente più alti rispetto al passato, con l'OPEC+ che intensifica i tagli all'offerta per mantenere il corso sopra i 90 dollari al barile. La riduzione dell'indebitamento in Cina e l'incapacità delle imprese giapponesi di trasferire l'aumento dei prezzi renderanno entrambi i paesi esportatori globali di deflazione nel 2023. Nel resto del mondo, con l'impennata delle materie prime del 2022 che rallenterà nel 2023, gli importanti effetti di base e l'allentamento delle tensioni sulla catena di approvvigionamento dovrebbero limitare il rincaro dei prezzi. Tuttavia è probabile che l'inflazione rimanga più elevata per un periodo maggiore, sostenuta da una combinazione di fattori strutturali, con un'inevitabile transizione energetica, l'aumento delle tensioni geopolitiche e la ristrutturazione delle catene di approvvigionamento globali. La transizione sarà un percorso ricco di insidie, dove l'innovazione sarà essenziale e le politiche pubbliche richiederanno doti da equilibrista.

STATI UNITI: UNA CRESCITA MEDIOCRE PER FRENARE L'INFLAZIONE

Nonostante due trimestri di crescita negativa, nel 2022 il PIL americano è stato sostenuto da una solida spesa per i consumi personali, sostenuta da un mercato del lavoro favorevole, dalle carte di credito e dai risparmi. Nel 2023 i consumatori statunitensi saranno lentamente privati di queste "stampelle". Il mercato immobiliare, un indicatore prospettico del ciclo economico americano, sta iniziando a risentire pienamente degli aumenti dei tassi di interesse della Fed, con i tassi ipotecari prossimi al 7% nell'ottobre 2022.

Di conseguenza, le vendite di abitazioni sono diminuite del 20% su base annua (a/a), il che continuerà a pesare sui prezzi degli immobili nel 2023.

È incoraggiante il fatto che l'inflazione abbia iniziato a raggiungere un picco nel terzo trimestre del 2022, ma alcune componenti *core* (esclusi i prezzi di generi alimentari ed energia) continuano a salire. Ad esempio, mentre a luglio 2022 i prezzi degli immobili hanno iniziato a perdere vigore, il loro impatto complessivo sui prezzi degli alloggi, una componente dell'inflazione, è ritardato di oltre un anno. Gli affitti hanno proseguito la loro ascesa: le famiglie statunitensi non possono permettersi di acquistare una casa e cresce quindi la domanda di locazioni. Al contempo, i segnali di debolezza emersi sul mercato del lavoro statunitense indicano che sarà molto probabilmente il prossimo a capitolare, con un'inversione di tendenza per le offerte di lavoro ed un conseguente aumento del tasso di disoccupazione nella primavera del 2023.

L'economia americana si avvia quindi verso una crescita inferiore al potenziale (sotto l'1% nel 2023), con una possibile contrazione nel secondo semestre del 2023. Ciò dovrebbe contribuire a mitigare l'inflazione e rimuovere ulteriormente le strozzature dell'offerta. In definitiva, il fattore chiave da monitorare sarà la capacità della Fed di controllare le aspettative di inflazione dei consumatori, che tendono ad essere più ritardate rispetto alle previsioni dei mercati finanziari. Infine, sul fronte fiscale, anche se la legge *Inflation Reduction Act* del 2022 varata dal presidente Biden non dovrebbe frenare l'inflazione, l'incremento del debito pubblico e la probabile divisione del governo l'anno prossimo dovrebbero comportare una politica fiscale più restrittiva nel 2023.

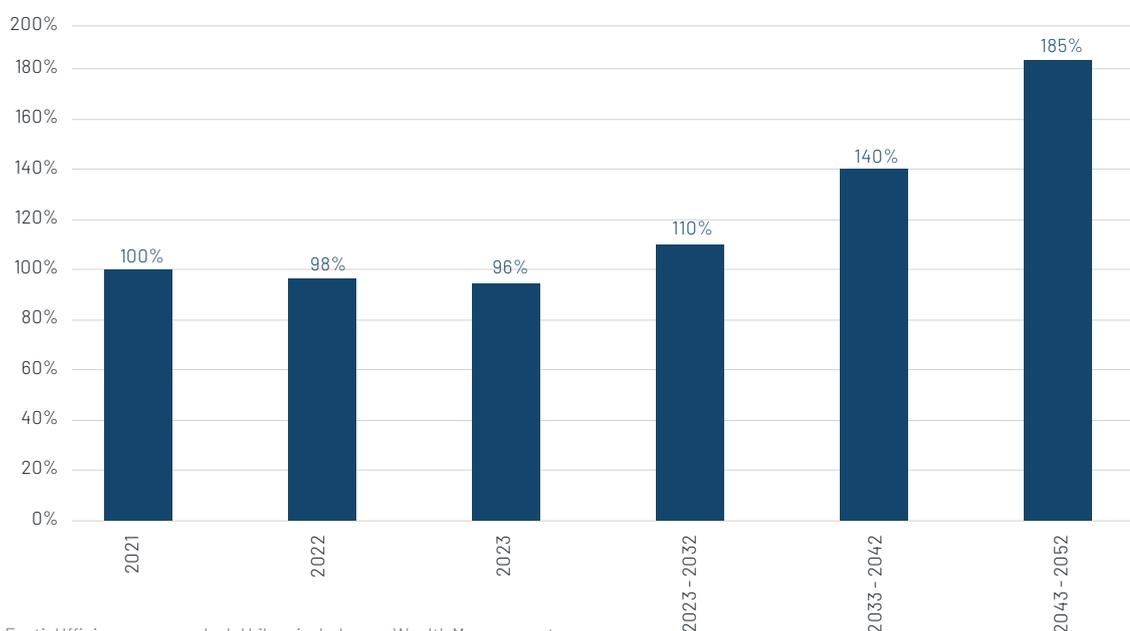
Secondo una proiezione del Congressional Budget Office¹³ (CBO), un organismo *super partes*, se le politiche rimarranno invariate, nel 2050 il rapporto debito/PIL degli Stati Uniti raggiungerà il 175% (grafico 15).

EUROPA: CONVERTIRE L'INFLAZIONE IN DEBITO PUBBLICO

L'inflazione in Europa ha sorpassato quella degli Stati Uniti e la componente di base (esclusi i prezzi di generi alimentari ed energia) continua a salire. L'impennata dei prezzi alla produzione nell'Area Euro (quattro volte superiori a quelli degli Stati Uniti) pone le imprese in una reale situazione di svantaggio competitivo, solo leggermente mitigata dalla debolezza dell'EUR/USD. L'impatto sulla produzione industriale tarda ad arrivare, in ragione della ripresa post-pandemia e della domanda latente nel settore automobilistico. Tuttavia, lo *shock* si sta diffondendo nell'economia sotto forma di un calo degli ordini, un crollo della fiducia di imprese e consumatori ed una flessione delle vendite al dettaglio. Nel settore dei servizi, l'impatto dell'inflazione sostenuta sui consumi privati continuerà ad erodere il potere d'acquisto nel 2023.

La Banca Centrale Europea (BCE) prevede ormai un'inflazione del 5,5% nel 2023, rispetto al 3,5% stimato a giugno 2022. Le previsioni dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) e del Fondo monetario internazionale (FMI) pubblicate nell'autunno del 2022 sono ancora più elevate, intorno al 6%. La lieve recessione attesa nel 2023 (tabella 2, pagina 37) è accompagnata da un insolito grado di incertezza, poiché i rischi per lo scenario di inflazione/crescita dipendono in larga misura dall'evoluzione delle misure fiscali e dei prezzi energetici. Da un lato, gli effetti secondari sugli stipendi potrebbero amplificare l'impatto dei prezzi energetici e tradursi in un inasprimento delle condizioni finanziarie (con condizioni monetarie sempre piuttosto accomodanti), il che peserebbe ulteriormente sulla crescita. Dall'altro, le recenti tendenze ribassiste delle materie prime e gli interventi della Commissione europea per fissare un tetto ai prezzi all'ingrosso di gas ed elettricità potrebbero determinare un più rapido declino dell'inflazione. Inoltre, i consumi privati potrebbero rivelarsi più resilienti all'aumento dei prezzi se le famiglie attingessero maggiormente al proprio elevato livello di risparmi.

GRAFICO 15: TRAIETTORIA DEL DEBITO PUBBLICO STATUNITENSE, % DEL PIL



Fonti: Ufficio congressuale del bilancio, Indosuez Wealth Management.

13 - Ufficio congressuale del bilancio degli Stati Uniti.



TABELLA 2: PREVISIONI DI CRESCITA ED INFLAZIONE, %

	Crescita del PIL reale, media annuale			Inflazione IPC, media annuale		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
PAESI SVILUPPATI	2,6%	0,3%	1,0%	7,6%	5,1%	2,5%
Stati Uniti	1,9%	0,8%	0,6%	8,1%	4,1%	2,3%
Giappone	1,6%	0,5%	1,2%	2,3%	1,3%	0,4%
Regno Unito	4,4%	-0,6%	1,1%	9,1%	7,7%	3,8%
Area Euro	3,2%	-0,7%	1,1%	8,7%	7,5%	3,2%
Germania	1,7%	-0,7%	1,0%	9,0%	7,6%	3,1%
Francia	2,5%	0,0%	1,0%	6,1%	5,3%	3,0%
Italia	3,7%	-0,4%	0,8%	8,9%	8,1%	3,2%
Spagna	4,5%	0,3%	1,3%	8,6%	4,3%	3,4%
PAESI EMERGENTI	4,0%	3,5%	3,9%	8,8%	6,9%	4,8%
Cina	3,2%	4,5%	4,3%	2,1%	2,2%	2,1%
Brasile	3,1%	0,9%	1,6%	9,3%	4,3%	4,1%
Messico	2,6%	0,7%	0,6%	8,0%	5,8%	4,2%
Russia	-3,3%	-1,5%	2,0%	13,9%	7,5%	4,5%
India	7,3%	5,6%	6,0%	6,9%	6,3%	6,0%
Indonesia	5,3%	4,8%	4,7%	4,3%	5,0%	4,1%
Sudafrica	1,7%	1,2%	1,5%	6,8%	5,6%	4,8%
Turchia	5,3%	3,1%	4,4%	73,1%	53,7%	24,1%
MONDO	3,4%	2,2%	2,7%	8,3%	6,2%	3,9%

Fonti: previsioni Amundi, novembre 2022, Indosuez Wealth Management.



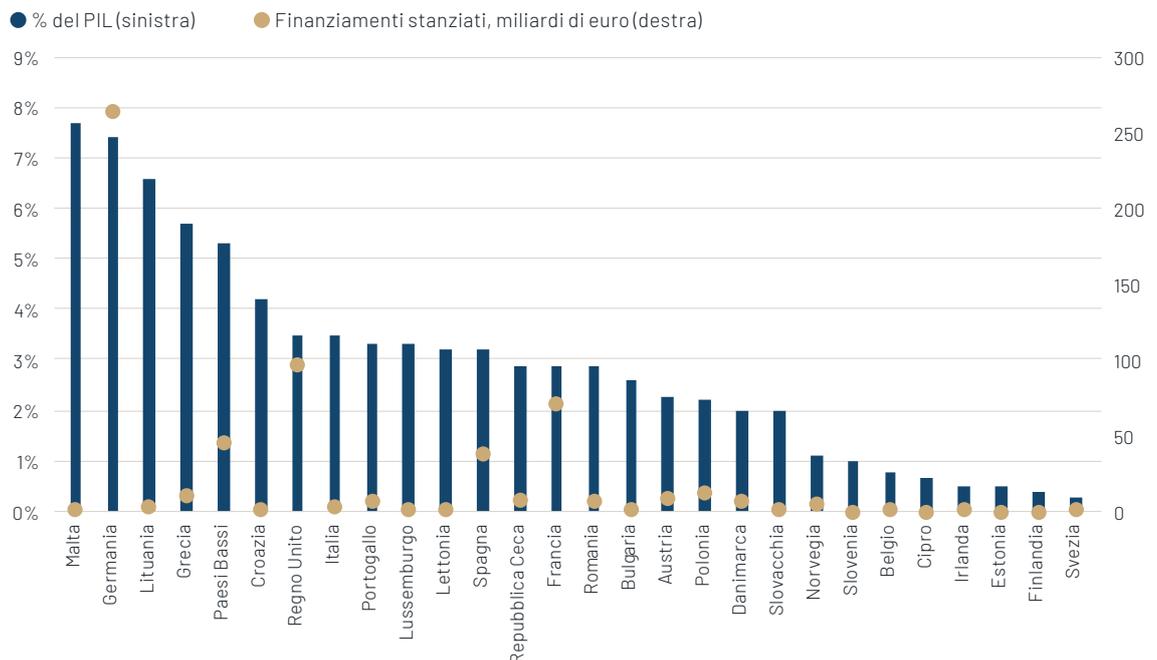
**RISPOSTE
POLITICHE
DISOMOGENEE**
in Europa

Anche il coordinamento delle politiche è un importante fattore di rischio per l'area nel 2023. Come dimostrano le vicissitudini fiscali britanniche nell'autunno del 2022, le mosse dei governi possono compromettere gli interventi delle banche centrali per contrastare l'inflazione e la sostenibilità del debito pubblico, un possibile tema chiave nel 2023. In quest'ottica, il nuovo scudo fiscale tedesco è un'iniziativa coraggiosa, con misure per 200 miliardi di euro (5% del PIL). L'entità del pacchetto tedesco evidenzia la disomogeneità delle risposte politiche che possiamo attenderci tra gli Stati membri più ricchi e quelli maggiormente indebitati (grafico 16), anche se la Germania sarà tra gli Stati membri più colpiti quest'inverno. La battaglia si prospetta lunga per l'Area Euro: vi sono infatti rischi più alti per la sicurezza delle forniture energetiche nell'inverno del 2023/2024 che in quello del 2022/2023. Infine, la dipendenza dal gas naturale liquefatto (GNL) degli Stati Uniti (50% delle importazioni totali di GNL nel primo trimestre) sarà una questione politica centrale per l'Unione europea in vista delle elezioni presidenziali americane del 2024.

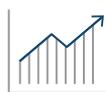
**MERCATI EMERGENTI: VENTI CONTRARI
IN ASIA E SFORZI DELLA REGIONE LATAM**

In Cina sono all'opera forze deflazionistiche. È in corso un deleveraging, causato dall'elevato indebitamento delle imprese e dal rallentamento del mercato immobiliare che mina ulteriormente la capacità delle politiche fiscali e monetarie accomodanti di accrescere i consumi privati. I consumatori cinesi si concentrano infatti sulla riduzione del debito e sull'aumento del risparmio, mentre la crescita dei salari e la domanda sono compresse. Le misure mirate per rassicurare le famiglie sul mercato immobiliare non hanno ancora dato i loro frutti. I rischi sono orientati al ribasso sul medio termine, sebbene si preveda una certa ripresa della domanda repressa se la politica di riapertura dovesse accelerare.

GRAFICO 16: PIANI ENERGETICI A FAVORE DI FAMIGLIE ED IMPRESE IN EUROPA



Fonti: Bruegel, Commissione europea, Indosuez Wealth Management.



**LA CRESCITA
CINESE**
incentrata
sul credito è un
**LONTANO
RICORDO**

Con il governo che cerca di evitare un ulteriore indebitamento delle imprese e ridurre la quota dell'immobiliare nell'economia (oggi stimata al 25% del PIL cinese), le misure pubbliche volte a stimolare la crescita attraverso il credito sono perlopiù un lontano ricordo. A complicare il quadro si aggiunge una ripresa trainata dalle esportazioni contenute, dato il previsto rallentamento negli Stati Uniti ed in Europa. La battuta d'arresto della Cina non è un buon segno per l'area. Ad esempio, in Giappone le esportazioni cinesi rappresentano oltre il 20% del commercio totale di merci ed il motore della domanda interna è frenato dalla forte inflazione delle importazioni.

L'attuale periodo è meno incerto per i mercati emergenti orientati alla domanda interna e più autosufficienti, come India o Brasile. I paesi dell'America Latina beneficeranno inoltre di una migliore gestione della politica monetaria nel 2022 (la banca centrale brasiliana è stata una delle prime ad innalzare i tassi per frenare l'inflazione). Questo potrebbe consentire loro di ridurre la pressione sui tassi nel 2023 quando, dopo l'impulso alla crescita associato al rincaro delle materie prime nel 2022, l'attività inizierà a rallentare.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

05 |

Allocazione:
scenario 2023

Molte delle tendenze descritte in precedenza potrebbero incidere sul quadro degli investimenti nel 2023 ed oltre:

- Un quadro geopolitico alterato in modo duraturo dal conflitto in Ucraina, che tende ad accelerare la comparsa di nuove linee di demarcazione nel mondo.
- La crescita del commercio dovrebbe rimanere inferiore a quella dei decenni precedenti.
- Un continuo aumento dei costi di produzione e di trasporto/logistica.
- Una tendenza alla regionalizzazione delle filiere produttive.
- Il mantenimento di forti interdipendenze internazionali sul piano tecnologico ed energetico.
- Una ricerca di autonomia strategica e di transizione del *mix* energetico in Europa, che nel breve termine non cancella la transizione da una dipendenza all'altra, e la necessità di ricorrere nel lungo periodo ad un insieme di materie prime importate necessarie per l'elettrificazione dei veicoli.
- Il passaggio da un modello di crescita globale basato sul consumo di beni prodotti a basso costo nei paesi emergenti ad un modello caratterizzato dall'esigenza di investimenti molto significativi in infrastrutture e risorse strategiche.

Oltre al tema della deglobalizzazione, è altrettanto importante ricordare gli elementi chiave delle prospettive economiche e finanziarie per il prossimo anno:

- Una crescita globale molto debole ed una probabile recessione nell'Area Euro e nel Regno Unito.
- Un'inflazione in calo rispetto al 2022 ma persistente ed ancora superiore agli obiettivi delle banche centrali.
- Politiche economiche perlopiù non sincronizzate che riflettono le divergenze tra i paesi.
- Tassi di interesse nominali e reali più alti rispetto al 2022, quindi meno favorevoli per i mercati.
- Crescenti tensioni sulla sostenibilità delle politiche fiscali degli Stati, sullo sfondo di un minore sostegno monetario al debito pubblico.

- In questo contesto, i margini delle imprese si ridurranno di conseguenza, con una possibile contrazione degli utili compresa tra il 5% e il 10% in Europa.
- Tassi di *default* in aumento per le obbligazioni *high yield*, ma non ai livelli visti durante la recessione del 2008/2009.

IMPLICAZIONI PER L'ALLOCAZIONE TRA CLASSI DI ATTIVI

Alla luce di un simile quadro d'investimento, sembra a prima vista opportuno adottare un approccio prudente sui titoli azionari. Tuttavia, dopo la significativa correzione del 2022, che riflette in gran parte l'aumento dei tassi di interesse ed il deterioramento delle prospettive sugli utili, riteniamo che gli investitori dovrebbero rivalutare nei prossimi anni i titoli azionari per due caratteristiche fondamentali di lungo periodo, ossia la creazione di valore e la remunerazione per gli azionisti. I multipli di valutazione in Europa e Cina sono già calati in misura significativa, mentre negli Stati Uniti, paese caratterizzato da una maggiore solidità economica, la flessione si è rivelata più contenuta. Al momento della stesura del presente *Global Outlook*, tale correzione non è probabilmente ancora conclusa, ma nel corso del 2023 dovrebbe essere raggiunto un minimo. Inoltre, il momento in cui le banche centrali annunceranno un'inversione della politica monetaria segnerà probabilmente l'inizio di una ripresa per i titoli *Growth*. Fino ad allora, sarà opportuno privilegiare lo stile *dividendi/Quality*.

Inoltre, il 2023 dovrebbe anche essere caratterizzato dal ritorno in auge delle obbligazioni *corporate*. Paradossalmente, il panorama resta molto complesso per gli investitori nell'universo obbligazionario, con le banche centrali che continuano ad aumentare i tassi di interesse (il livello finale rimane molto incerto) ed un'estrema volatilità sui titoli di Stato che potrebbe continuare nel 2023 se la sostenibilità del debito pubblico dovesse essere messa in dubbio.

Sul fronte delle imprese, il forte rallentamento (e la recessione in alcune regioni) dovrebbe tradursi in un maggior numero di *default*, mentre il rialzo dei tassi di interesse e la riduzione dei bilanci delle banche centrali stanno prosciugando la liquidità dei mercati. Di conseguenza, abbiamo osservato un forte ampliamento dei premi al rischio per le obbligazioni *corporate*, comprese quelle *investment grade*. Il contesto è quindi molto favorevole alla ricostituzione di portafogli obbligazionari di qualità da 3 a 5 anni detenuti fino alla scadenza, il cui rendimento supera di gran lunga l'inflazione prevista nei prossimi cinque anni. Questi strumenti offrono il miglior punto d'ingresso degli ultimi 10 anni.

La fine dei tassi negativi rende più appetibili gli investimenti monetari o obbligazionari a brevissimo termine. Al contrario, tutti gli investimenti che rappresentavano un'alternativa ai tassi zero o negativi (in particolare i fondi hedge liquidi con un rischio moderato ed un'elevata leva nelle loro posizioni di arbitraggio) potrebbero registrare un calo di interesse da parte degli investitori.

Infine, l'elevata volatilità complessiva degli asset fa emergere buone opportunità per le strategie in opzioni e in prodotti strutturati.

IMPLICAZIONI PER LE ALLOCAZIONI GEOGRAFICHE

Alla luce di tali tendenze, lo scenario d'investimento subirà molteplici variazioni in termini geografici:

- L'indebolimento del modello industriale dei paesi e delle imprese che fanno eccessivo affidamento sulle importazioni/riesportazioni e su un modello energetico indebolito dal nuovo quadro geopolitico, come nel caso della Germania.
- Un premio per il rischio economico e geopolitico che dovrebbe restare elevato in Cina, paese dove le valutazioni sono molto interessanti ma il cui universo d'investimento potrebbe essere precluso ad alcuni investitori istituzionali statunitensi.
- Una maggiore fragilità dei paesi, dei settori e dei modelli economici sostenuti dalla precedente politica di bassi tassi di interessi dell'ultimo decennio ed ora più vulnerabili, e del setto immobiliare.
- Un rischio paese che dovrebbe rimanere elevato, mentre gli investitori dovrebbero integrare un premio di rischio legato a nuove minacce belliche.

- Un dollaro forte che potrebbe i) penalizzare alcuni paesi emergenti (tra inflazione importata per alcuni e un inasprimento forzato della politica monetaria per i paesi con la valuta ancorata al dollaro), ii) pesare sugli esportatori americani e iii) sostenere i risultati delle multinazionali europee o dei paesi emergenti i cui ricavi sono denominati in dollari.

IMPLICAZIONI PER LA SELEZIONE DEI SETTORI AZIONARI

In termini di settori e temi, questo quadro di riferimento può anche indurci a riconsiderare le nostre preferenze:

- Pur confermando la nostra preferenza per i titoli azionari di qualità e con dividendi ed aumentando l'interesse sul breve termine per gli esportatori europei, questo quadro strutturale dovrebbe indurre a preferire in futuro i titoli domestici, in particolare quelli esposti ai temi di investimento precedenti (autonomia strategica, energie rinnovabili, infrastrutture).
- Se la reinternalizzazione/reindustrializzazione rischia di dare adito a molte false speranze, la robotizzazione rimane un buon tema di investimento, essendo la chiave che consentirà alle industrie di generare aumenti della produttività a fronte dell'inflazione e di rilocalizzare parte dell'apparato produttivo.
- L'incerto contesto geopolitico dovrebbe continuare a favorire la tematica della sicurezza e della difesa.
- Questi temi possono essere più interessanti rispetto a quelli del consumo globale.

IMMOBILIARE: UN BENE RIFUGIO CONTRO L'INFLAZIONE E LA GEOPOLITICA O LA FINE DI UN CICLO?

L'immobiliare rappresenta una buona copertura a lungo termine contro l'inflazione, grazie alla capacità di indicizzazione degli affitti. Tuttavia, questa caratteristica viene in parte meno in frangenti di aumento dei tassi o di forte rallentamento economico, con una domanda meno solvibile nel comparto residenziale ed una polarizzazione della domanda di locazioni verso i migliori asset adibiti ad uffici o commerciali.

Dal lato degli investitori, quelli istituzionali come gli assicuratori che si erano spostati dal debito pubblico a quello immobiliare (e al debito *corporate*), potrebbero ora essere più cauti. L'impennata dei prezzi registrata negli scorsi due anni (sulla scia di una combinazione di fattori positivi tra cui offerta limitata, ripresa economica e debolezza dei tassi) ha iniziato ad invertirsi dall'estate del 2022. L'entità dell'aumento dei tassi di indebitamento (tassi ipotecari trentennali al 7% negli Stati Uniti) deteriora sistematicamente la solvibilità degli acquirenti e preoccupa gli economisti del settore che temono una correzione.

Questo quadro sfavorevole potrebbe essere mitigato nei segmenti di mercato che presentano una scarsità di offerta e rimangono ancora molto ricercati (immobiliare residenziale, soprattutto di pregio/lusso, uffici in centro città con caratteristiche ambientali nelle metropoli internazionali) e che sfuggono all'effetto negativo sulla domanda. Inoltre, nonostante i dibattiti sulla deglobalizzazione e sull'impatto ecologico del commercio *online*, l'interesse per la logistica dovrebbe rimanere elevato, favorendo un incremento degli affitti. Infine, e paradossalmente, una fase di rallentamento che si traduce in una minore costruzione di abitazioni ed uffici porta a periodi di tensione sui prezzi all'uscita dalle crisi, eccetto che in mercati come la Cina dove permane un eccesso di offerta ed il settore è in ristrutturazione.

Una volta assimilata la fase dei tassi e del rallentamento e dopo aver adeguato i prezzi, il mercato immobiliare dovrebbe tornare ad attrarre in misura maggiore gli investitori, in particolare quelli poco influenzati dalle più rigide condizioni di finanziamento.

PRIVATE EQUITY: UNO SPECCHIO DELLE TENDENZE GLOBALI

Investimenti in *private equity* sono stati estremamente richiesti negli scorsi anni, sospinti da un *mix* di fattori molto positivi: la democratizzazione/standardizzazione della classe di attivi e l'accesso ai finanziamenti con un conseguente aumento molto significativo delle dimensioni dei fondi, nonché ottime performance recenti che hanno dato agli investitori la sensazione di poter sfuggire alle difficoltà dei mercati azionari. Tuttavia, sul medio termine ed a settori comparabili, le valutazioni delle transazioni nell'universo non quotato tendono sempre a rettificarsi, senza tenere conto del premio di controllo che aumenta i multipli di valutazione per le fusioni e le acquisizioni.

Sono quindi i multipli di uscita per le società di recente acquisizione che potrebbero ridurre il ritorno sugli investimenti rispetto ai livelli record degli ultimi anni, che resterà comunque superiore ai rendimenti a medio termine delle azioni quotate.

Infine, gli attivi non quotati continueranno a rivelare le tendenze in atto altrove:

- Una possibile volatilità futura sulle valutazioni dei Private Market, oltre a quella già osservata nei LBO¹⁴ di *large cap* e nel *venture capital*, anche se gli indicatori operativi rimangono solidi nel 2022, ma con un deterioramento piuttosto evidente dei margini nel 2023.
- Il ritorno del rendimento che accresce ad esempio i guadagni sul debito privato o sulle infrastrutture.
- Un calo delle valutazioni azionarie per le operazioni attuali e future, che fa ben sperare sul fronte dei rendimenti del capitale proprio per i fondi attualmente in fase di raccolta di capitali od investimento: il mercato sta tornando ad essere molto favorevole per gli investitori.
- Una dinamica che dovrebbe verosimilmente restare molto intensa sul mercato secondario, sospinto da diversi fattori, tra cui una possibile sovra-allocazione degli investitori istituzionali negli ultimi anni, la cui allocazione è peraltro influenzata dal calo della componente quotata del portafoglio, ed un bisogno di liquidità del mercato a fronte di uscite che potrebbero essere rallentate.
- Una probabile incidenza più elevata degli investimenti nei settori strategici e legati alla transizione energetica (dalle infrastrutture alle tecnologie innovative attraverso i settori del riciclo industriale), dopo anni in cui i fondi si sono concentrati su tecnologia, salute e consumi. Il tutto con un importante vantaggio rispetto al mercato quotato: l'accesso ad un maggior numero di operatori di nicchia e nazionali rispetto ai gruppi globali.



Vincent MANUEL
Chief Investment Officer

06



Presenza
internazionale



LA NOSTRA STORIA

Forti di oltre 145 anni di esperienza nell'advisory a famiglie e imprenditori in tutto il mondo, mettiamo a loro disposizione consulenza finanziaria qualificata e un servizio personale di eccellenza.

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

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

INDOSUEZ WEALTH MANAGEMENT

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

ASIA PACIFICO

HONG KONG RAS

Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway
Hong Kong
T. +852 37 63 68 68

NUMEA

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

SINGAPORE

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

EUROPA

BRUXELLES

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

GINEVRA

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

LUSSEMBURGO

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

MADRID

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

MILANO

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

MONACO

11, Boulevard Albert 1^{er}
98000 Monaco
T. +377 93 10 20 00

PARIGI

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

MEDIO ORIENTE

ABU DHABI

Zayed The 1st Street- Al Muhairy Center
Office Tower, 5th Floor office 504,
PO Box 44836 Abu Dhabi
T. +971 2 631 24 00

DIFC

Al Fattan Currency House, Tower 2
Level 23 Unit 4 DIFC
PO Box 507232 Dubai
T. +971 4 350 60 00

07 |

Glossario



BCE: La Banca centrale europea che governa la politica monetaria dell'euro e degli Stati membri dell'euro.

Blockchain: Tecnologia per l'archiviazione ed il trasferimento di informazioni. Assume la forma di una banca dati che può essere condivisa simultaneamente con tutti i suoi utenti e che, in generale, non dipende da alcun organo centrale.

BLS: Bureau of Labor Statistics.

BNEF: Bloomberg New Energy Finance.

Brent: Petrolio greggio estratto nella parte britannica del Mare del nord, spesso utilizzato come prezzo di riferimento per il petrolio in Europa.

CBO, Congressional Budget Office: Ufficio congressuale del bilancio degli Stati Uniti.

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.

Deflazione: Opposto dell'inflazione. Diversamente da quest'ultima, si distingue per un calo duraturo ed autosostenuto del livello generale dei prezzi.

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 risultato 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.

Economia di scala: Riduzione del costo unitario di un prodotto che ottiene un'impresa aumentando i volumi di produzione.

EPS (Earnings Per Share): Sigla anglosassone che indica l'utile utile per azione.

ESG: Sistema di *rating* extra-finanziario delle imprese incentrato sulle sfere Ambientale, Sociale e di Governance, che consente di valutare la sostenibilità e l'impatto etico di un investimento in una società.

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.

Friendshoring: Termine utilizzato dal Segretario del Tesoro statunitense Janet Yellen, che denota l'impegno a collaborare con (o delocalizzare in) paesi che "aderiscono fermamente ad un insieme di norme e valori su come operare nell'economia globale e gestire il sistema economico mondiale".

Inflazione di pareggio (o «inflation breakeven» in inglese): Livello di inflazione al quale i rendimenti delle obbligazioni nominali e di quelle indicizzate all'inflazione (di scadenza e qualità identiche) sono in equilibrio. In altre parole, è il livello di inflazione al quale un investitore può indifferentemente scegliere di detenere un'obbligazione nominale od un'obbligazione indicizzata all'inflazione. Rappresenta pertanto le previsioni inflazionistiche in una regione geografica per una determinata scadenza.

Mercosur: Alleanza commerciale strategica tra molteplici paesi sudamericani: Argentina, Brasile, Paraguay, Uruguay.

Metaverso: Un metaverso (dall'inglese *metaverse*, contrazione di *meta universe*, ossia meta-universo) è un mondo virtuale fittizio. Il termine viene comunemente utilizzato per descrivere una futura versione di Internet dove degli spazi virtuali, permanenti e condivisi, sono accessibili tramite interazione 3D.

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.

NAFTA: Accordo nordamericano per il libero scambio (North American Free Trade Agreement), ora USMCA.

Nearshoring: L'OCSE definisce la regionalizzazione o nearshoring come la decisione di trasferire attività in passato delocalizzate, non necessariamente nel paese di origine dell'impresa ma piuttosto in uno Stato vicino.

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).

Pricing power: Espressione della lingua inglese che designa la capacità di un'impresa o di un marchio di aumentare i prezzi, senza che tale incremento influisca sulla domanda per i suoi prodotti.

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

RCEP (Regional Comprehensive Economic Partnership): Partenariato economico globale regionale, un accordo di libero scambio tra quindici paesi dell'oceano Pacifico: Brunei, Cambogia, Indonesia, Laos, Malesia, Myanmar, Filippine, Singapore, Thailandia, Vietnam, Australia, Cina, Giappone, Corea, Nuova Zelanda.

Soft power: Traducibile in italiano come "potere dolce" o "potere di persuasione" è un concetto utilizzato nelle relazioni internazionali.

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.

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.

Stagnazione secolare: La stagnazione secolare designa un periodo prolungato di crescita economica debole o assente.

TPI: Uno strumento aggiuntivo dell'Eurosistema che può essere attivato dalla BCE per contrastare sviluppi di mercato ingiustificati e disordinati, qualora rappresentino una seria minaccia alla corretta trasmissione della politica monetaria nell'Area Euro. Il Consiglio direttivo della BCE ha approvato lo strumento il 21 luglio 2022.

USMCA: Accordo Stati Uniti-Messico-Canada.

VIX: Indice di volatilità implicita dell'indice S&P500. Misura le stime degli operatori sulla volatilità a 30 giorni in base alle opzioni indicizzate.

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, società di diritto francese, capogruppo per l'attività di gestione patrimoniale del gruppo Crédit Agricole, nonché le rispettive controllate ed entità collegate, ovvero CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, le rispettive controllate, filiali e uffici di rappresentanza, ovunque si trovino, operano sotto il Marzolo unico Indosuez Wealth Management. Ciascuna delle controllate nonché le rispettive controllate, le filiali e gli uffici di rappresentanza, così come ognuna delle altre entità di Indosuez Wealth Management sono definite singolarmente la «Entità» e congiuntamente le «Entità».

Le Entità o i loro azionisti, così come i loro azionisti e filiali e, più in generale, le società del gruppo Crédit Agricole (il «Gruppo») nonché i loro rispettivi responsabili, dirigenti o dipendenti potranno, su base personale ovvero a nome e per conto di terzi, effettuare transazioni relative agli strumenti finanziari descritti nell'opuscolo, detenere strumenti finanziari differenti, in termini di emittenti o garanti, oppure ancora offrire o tentare di offrire servizi di investimento, finanziari o di altro tipo a favore di tali entità o per loro conto. Laddove un'Entità e/o Entità del Gruppo Crédit Agricole agiscano in veste di consulente d'investimento e/o gestore, amministratore, distributore o agente di collocamento per determinati prodotti o servizi menzionati nell'Opuscolo ovvero laddove erogino altri servizi in cui un'Entità o il Gruppo Crédit Agricole hanno o potrebbero avere un interesse diretto o indiretto, l'Entità darà la priorità all'interesse dell'investitore.

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

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

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

- **in Francia:** la presente pubblicazione è distribuita da CA Indosuez, società anonima con capitale di 584.325.015 euro, istituto di credito e broker assicurativo, iscritta nel Registro degli intermediari assicurativi con il numero 07 004 759 e nel Registro di commercio e delle società di Parigi con il numero 572 171 635, con sede legale in 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 Parigi e supervisionata dall'Autorità francese di controllo prudenziale e di risoluzione e dall'Autorità francese dei mercati finanziari;
- **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 Commission de Surveillance 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 Comercio 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).
- **in Italia:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe), Italy Branch con sede in Piazza Cavour 2, 20121 Milano, Italia, iscritta all'Albo delle Banche n. 8097, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano, Monza Brianza e Lodi n. 97902220157;
- **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^{er} - 98000 Monaco, iscritta nel Registro di commercio e dell'Industria del Principato di Monaco con il numero 56S00341, certificazione : EC/2012-08;
- **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 Regione amministrativa speciale:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. 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);
- **a Singapore:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, 068912 Singapore. A Singapore, l'Opuscolo è destinato ovvero a investitori accreditati, investitori istituzionali o investitori esperti, secondo la definizione del Securities and Futures Act 2001 di Singapore. Per qualsiasi domanda relativa all'Opuscolo, i destinatari a Singapore possono contattare CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch;
- **nel DIFC:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, filiale per il DIFC (Dubai International Financial Centre), Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai, società degli EAU regolamentata dall'Autorità di vigilanza sui servizi finanziari di Dubai («DFSA»). Il presente Opuscolo è rivolto unicamente a clienti professionali e/o controparti di mercato e nessun altro soggetto dovrebbe agire in base ai medesimi. I prodotti o servizi finanziari cui la presente pubblicazione fa riferimento saranno resi disponibili esclusivamente a clienti che soddisfano i requisiti di cliente professionale e/o controparte di mercato previsti dalla DFSA. L'Opuscolo è fornito unicamente con finalità informative. Non deve essere interpretata come un'offerta di acquisto o vendita né come sollecitazione di un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari o di partecipazione ad alcuna particolare strategia di trading in qualunque giurisdizione;
- **negli EAU:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Ufficio di rappresentanza, Zayed - The 1st Street - Al Muhairy Center, Office Tower, 5th Floor office 504, 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;
- **altri paesi:** la distribuzione della presente pubblicazione potrebbe inoltre essere limitata da leggi e regolamenti in vigore in altri paesi. I soggetti in possesso della presente pubblicazione devono informarsi sulle eventuali restrizioni legali e rispettarle.

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

© 2022, CA Indosuez (Switzerland) SA - Tutti i diritti riservati.

Crediti fotografici: Getty Images.

Finito di redigere il 31.10.2022.

