



MONTHLY HOUSE VIEW

Gennaio 2023

Cosa è cambiato nel 2022?

• **Sommario**

| | |
|--|-----|
| 01• Editoriale COSA È CAMBIATO NEL 2022? | P3 |
| 02• Focus RIAPERTURA DELLA CINA: UNO SGUARDO ALLE COPERTURE DELLE MATERIE PRIME | P4 |
| 03• Macroeconomia DAL RISCHIO DI INFLAZIONE A QUELLO DI RECESSIONE | P6 |
| 04• Reddito fisso IL PEGGIOR ANNO DI PERFORMANCE DEL REDDITO FISSO SI CHIUDE CON I FUOCHI DI ARTIFICIO! | P8 |
| 05• Azioni IN ATTESA DELLA SVOLTA... | P10 |
| 06• Cambi IL RISVEGLIO DELLE BANCHE CENTRALI | P12 |
| 07• Asset allocation SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE | P14 |
| 08• Monitor dei mercati PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI | P16 |
| 09• Glossario | P17 |
| Dichiarazione di esclusione di responsabilità | P18 |



Vincent MANUEL
Chief Investment Officer

“Prima che possa essere organizzata, la libertà va conquistata»

Jean Cavailès

Cari Lettori,

Dopo un anno fuori dalla norma, sotto ogni punto di vista, siamo molto tentati di concentrarci sul 2023 nella speranza di scorgervi prospettive più favorevoli. Il 2022 può tuttavia fornirci lezioni utili per il futuro, in particolare per quanto riguarda i cambiamenti strutturali intervenuti.

In primo luogo, questo è stato l'anno del ritorno della violenza nella storia. Il 2022 ci ha spinto ad abbandonare definitivamente l'idea che la pace e la stabilità fossero una caratteristica permanente dell'Europa. La rottura storica rappresentata dall'invasione dell'Ucraina segna una svolta duratura per l'Europa: nella concezione delle sue priorità, nella definizione del potere e delle sue condizioni (autonomia strategica, politica di difesa) e nel suo rapporto con i confini. Infine, ci riporta ad una concezione più classica della guerra come “continuazione della politica mediante altri strumenti” (Clausewitz). Ci ricorda peraltro che, prima di elaborare piani di pace e di organizzare il periodo postbellico, è l'equilibrio militare delle forze sul terreno a determinare la realtà. Infine, c'è anche un avvertimento sul futuro di Taiwan. Il rischio paese rimarrà quindi centrale nel 2023.

In secondo luogo, il 2022 è stato anche l'anno del ritorno della politica, sia in Cina che in Europa. Gli orientamenti politici adottati da Xi Jinping negli ultimi due anni hanno messo chiaramente in discussione la visione della Cina come motore della crescita globale e modello di pragmatismo riformista avviato da Deng Xiaoping. Dopo lo shock del 2021-2022, gli investitori hanno acquisito la consapevolezza che il loro quadro analitico sta diventando sempre più obsoleto, poiché l'ideologia inizia a soppiantare la razionalità, e l'accumulo di debito degli ultimi 10 anni e la ristrutturazione del settore immobiliare non lasciano presagire nulla di buono per la crescita negli anni a venire. In Europa, il ritorno della politica si riflette in un cambiamento delle idee principali, dove le politiche competitive sembrano cedere il passo all'autonomia strategica.

In terzo luogo, il 2022 ha segnato il ritorno della scarsità: carenza di manodopera, catene del valore sotto pressione, razionamento dell'energia. Questa nuova equazione è al centro delle tensioni inflazionistiche che stiamo vivendo e costituisce

un cambiamento di prospettiva rispetto al modello di produzione caratterizzato dall'abbondanza e dall'immediata disponibilità che ha prevalso finora. Questa prevalenza delle pressioni sull'offerta sancisce la rivincita dei cosiddetti economisti “classici” rispetto agli economisti keynesiani, che hanno ispirato mix di politiche monetarie e fiscali fortemente espansive dopo la crisi del COVID-19.

In quarto luogo, il 2022 era senza dubbio un anno di accelerazione dei cambiamenti climatici. È l'anno in cui i cambiamenti sono diventati più visibili e il più violenti: dalle eccezionali ondate di calore agli incendi boschivi, dal crollo dei ghiacciai all'inaridimento dei fiumi ed agli uragani devastanti.

Cosa possono insegnarci la storia economica e politica in vista del 2023? Quali sono i passi successivi, quasi inevitabili, in una crisi del genere? Le fasi inflazionistiche di solito provocano un aumento delle tensioni sociali, che probabilmente caratterizzeranno i prossimi mesi. In Europa, siamo già entrati nella fase politica e sociale dell'inflazione, in cui le pressioni delle reindizzazioni annientano i precedenti piani di riforma. Un'altra lezione degli ultimi decenni è il probabile ritorno del rischio sovrano; dopo una pandemia che ha aumentato il debito pubblico di 10-15 punti di PIL nel mondo occidentale, la crisi energetica sta portando ad un aumento dei deficit anche in Europa. Tuttavia, con una politica monetaria meno accomodante, il margine di manovra fiscale si sta riducendo e la sostenibilità del debito non è più garantita.

È quindi sul fronte delle imprese dove gli investitori continueranno a puntare per individuare le principali opportunità di investimento. Dopo un 2022 sorprendentemente solido in termini di margini, nonostante il contesto di stagflazione, nel 2023 dovremmo assistere ad un rallentamento degli utili che non metterà tuttavia in discussione l'attrattiva delle azioni e delle obbligazioni *corporate* come principali fonti di rendimento a lungo termine.

Auguro a tutti una buona lettura
e un felice anno nuovo!

RIAPERTURA DELLA CINA: UNO SGUARDO ALLE COPERTURE DELLE MATERIE PRIME

Bénédicte KUKLA
Senior Investment
Officer

Adrien ROURE
Investment Strategy
Analyst



Quota delle città
in lockdown:

dal 20% al 2%
del PIL in 15 giorni

Oltre al ritmo della stretta della Fed ed alla fine della guerra in Ucraina, l'altro fattore chiave del 2023 sarà la riapertura della Cina. L'impatto della riapertura della seconda economia mondiale non sarà tuttavia, come in passato, comparabile a quello di una tipica ripresa trainata dalle infrastrutture e dalla manifattura, né dall'impatto sulle materie prime.

IL PERCORSO NON FACILE, MA VELOCE, DELLA CINA VERSO LA RIAPERTURA

Sebbene la vaccinazione rimanga un problema importante per le fasce di popolazione più anziane (il 60% degli ultraottantenni non è vaccinato) e il sistema sanitario sarà sicuramente messo alla prova quest'inverno, la riapertura della Cina è in corso, con la quota di città in lockdown scesa al 2% del PIL (rispetto al 20% di fine novembre).

Nei primi mesi la riapertura sarà caotica e ci vorrà tempo prima che il contesto macroeconomico migliori: le vendite al dettaglio sono scese del -0,6% su base mensile (m/m) e la produzione industriale del -0,3% a novembre. Il ritorno della fiducia dei consumatori sarà un elemento chiave per determinare il grado di liberazione della domanda repressa nel breve termine, anche se nel medio termine il processo di riduzione della leva finanziaria dovrebbe continuare a pesare sui consumi cinesi. Nel breve termine vediamo un chiaro rialzo, grazie all'abolizione delle restrizioni ai viaggi ed agli stimoli fiscali promessi dal governo che sono ancora in cantiere, bloccati dalle restrizioni alla circolazione.

METALLI: LE MATERIE PRIME DELLA TRANSIZIONE ENERGETICA AVRANNO IL SOPRAVVENTO

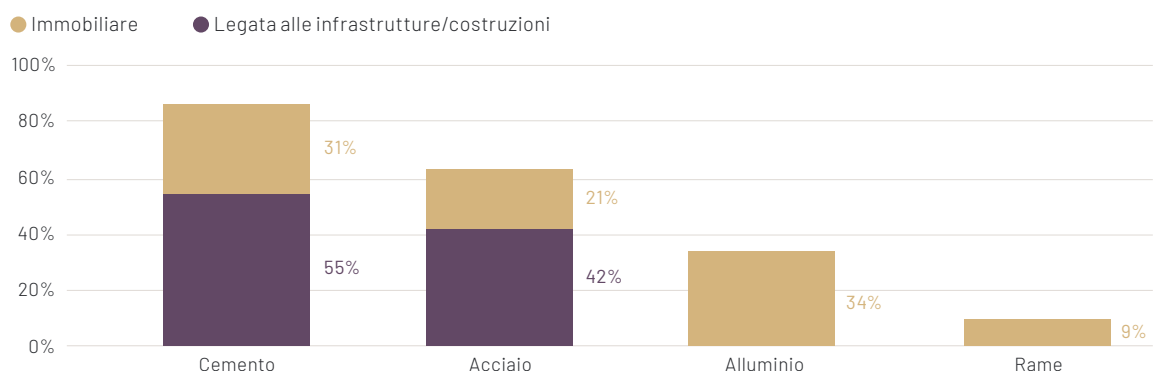
I cambiamenti strutturali dell'economia cinese, che si sta spostando dalla storica dipendenza dal settore immobiliare verso settori più produttivi,

avranno un impatto sulle prospettive per i metalli già nel 2023. La flessione del settore immobiliare si ripercuote soprattutto sul cemento e sull'acciaio, mentre il rame e l'alluminio sono esposti in misura significativamente inferiore (grafico 1). I prezzi di questi ultimi sono aumentati fino a primavera, ma da allora i timori di recessione hanno causato un brusco calo, anche se nelle ultime settimane l'allentamento della politica cinese "zero COVID" li ha fatti aumentare di nuovo. Consideriamo il rame e l'alluminio come solide coperture per una riapertura della Cina nel 2023. Inoltre, si prevede che il rame beneficerà del boom della domanda di veicoli elettrici (EV). La domanda di veicoli elettrici in Cina dovrebbe crescere dell'80% dal 2022 al 2030. Anche i prezzi del rame e dell'alluminio dovrebbero essere sostenuti dai livelli storicamente bassi delle scorte.

MERCATI PETROLIFERI: TRA I FATTORI IN GIOCO, C'È LA CINA

Il rischio geopolitico ha alimentato i prezzi del petrolio fino a farli arrivare al picco di 128 dollari al barile, il 3 marzo 2022, ma i timori di recessione e i lockdown in Cina hanno fatto arretrare i prezzi del greggio, lasciandoli invariati dall'inizio dell'anno (grafico 2, pagina 5). Tuttavia, dopo un periodo a breve termine di pressioni negative sulla domanda, prevediamo una ripresa dei mercati petroliferi nel 2023. Ciò è legato ad una serie di fattori di supporto per i prezzi del petrolio, in particolare sul versante della domanda.

GRAFICO 1: ESPOSIZIONE NELLA DOMANDA DI CIASCUNA MATERIA PRIMA, % DEL VOLUME



Fonti: GS, Indosuez Wealth Management.

In primo luogo, la ripresa dei consumi da parte del settore aereo. Secondo l'Associazione Internazionale del Trasporto Aereo (IATA), i ricavi complessivi delle compagnie aeree dovrebbero aumentare nel 2023 fino a raggiungere, secondo le stime, il 93% del livello pre-pandemia (rispetto all'87% del 2022), grazie alla ripresa del traffico passeggeri ed alla normalizzazione dei ricavi del trasporto merci. L'impatto della Cina sui prezzi del petrolio si farà sentire soprattutto attraverso la ripresa dei viaggi aerei, visto che l'Asia si è distinta per un grave ritardo su questo capitolo della ripresa. Infine, sul versante della domanda, gli Stati Uniti hanno ampiamente utilizzato le loro riserve petrolifere strategiche (finora oltre 185 milioni di barili (MBbl)) nel tentativo di limitare l'aumento delle quotazioni petrolifere, ma di recente l'amministrazione Biden ha annunciato il ritorno agli acquisti per reintegrare le riserve strategiche e ha dichiarato che un prezzo inferiore a 70 dollari USA potrebbe rappresentare la soglia per il riempimento delle riserve, ponendo probabilmente un limite al calo dei prezzi.

Sul fronte dell'offerta, le tensioni non dovrebbero migliorare. L'OPEC manterrà un approccio restrittivo dopo aver già annunciato un taglio della produzione di 2 milioni di barili a ottobre e l'Arabia Saudita, uno degli unici Paesi con capacità inutilizzata, ha ribadito l'intenzione di mantenere i tagli alla produzione fino alla fine del 2023. Anche l'embargo dell'UE sul petrolio russo avrà la sua importanza, poiché la strategia di diversificazione della Russia verso i Paesi asiatici non dovrebbe compensare la capacità precedentemente richiesta dai Paesi europei. Anche il sottoinvestimento strutturale nella capacità petrolifera limiterà un forte aumento della produzione.

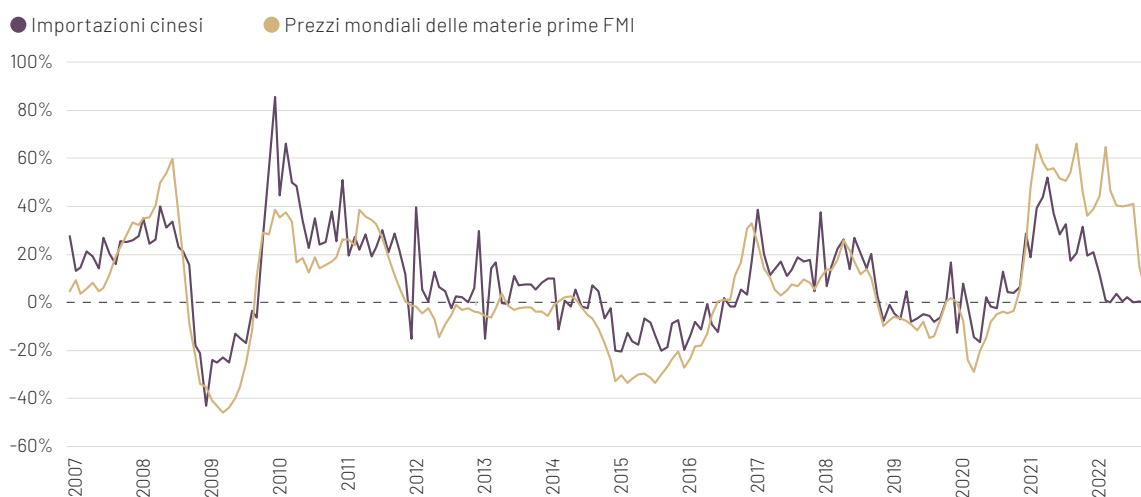
Nel complesso, dopo un periodo difficile all'inizio dell'anno, in cui la domanda rimarrà inferiore all'offerta, prevediamo che i prezzi del petrolio si riprenderanno fino a raggiungere la fascia superiore dei 90-100 dollari al barile, nel 2023.

L'IMPATTO DELLE MATERIE PRIME SULL'INFLAZIONE NEL 2023

Sul fronte macroeconomico, le materie prime avranno perlopiù un impatto di meno negativo sull'inflazione. Sebbene la fascia di prezzo del petrolio rimanga elevata rispetto agli standard storici, essa creerà significativi effetti di base negativi su base annua per i prezzi dell'energia e per l'inflazione nel secondo e terzo trimestre del 2023 rispetto al 2022. Nel 2023 l'indebolimento del dollaro sarà un ulteriore fattore di sostegno per l'inflazione importata al di fuori degli Stati Uniti (vedi Forex, pagina 12). Per quanto riguarda le prospettive dei metalli industriali, nonostante l'aumento della spesa per le infrastrutture, i materiali legati all'edilizia (tra cui minerale di ferro, acciaio e cemento) continueranno a risentire del continuo rallentamento del settore immobiliare, sia nei Paesi sviluppati che, più in particolare, in Cina, dove la crisi immobiliare è ancora in corso. D'altro canto il litio e, in parte, il rame, potrebbero invece beneficiare di un aumento della domanda nel medio termine dato il ruolo di questi materiali nella transizione ecologica.

Sebbene le prospettive per le materie prime rimangano contrastanti, a causa del rallentamento economico in atto (si veda Macro, pagina 6), la recente correzione dei prezzi dell'energia e di alcuni metalli industriali offre un'opportunità alternativa per puntare sulla riapertura della Cina.

GRAFICO 2: L'IMPATTO VISIBILE DELLE IMPORTAZIONI CINESI SULLE MATERIE PRIME, A/A %



Fonti: Refinitiv, Indosuez Wealth Management.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment
Officer

Il tentativo di evitare la recessione dell'economia statunitense offre alla Fed il pretesto di continuare la propria stretta monetaria, anche se ad un ritmo più lento rispetto al 2022. In Europa, la conversione dell'inflazione in debito, per proteggere i consumatori, è sempre meno popolare. La crescita globale nel 2023 e nel 2024 sarà trainata dalle economie emergenti, con una possibile spinta al rialzo generata da una più ampia riapertura cinese.

STATI UNITI: RECESSIONE EVITATA, PER ORA

A novembre del 2022 gli Stati Uniti hanno registrato il primo dato negativo sull'inflazione mensile degli ultimi due anni. Il rallentamento dei prezzi delle merci e dell'energia è stato brusco. Si tratta di una buona notizia ed entrambi i fattori dovrebbero continuare a trascinare l'inflazione verso il basso nel 2022, con grande sollievo per i consumatori americani (le vendite al dettaglio di novembre sono scese dello 0,6% a livello mensile, nonostante il *Black Friday* ed il *Cyber Monday*, giornate di grandi sconti). La notizia peggiore è che la Fed non è ancora convinta della fine dell'inflazione, come noi d'altra parte. Il rischio è che l'inflazione si riveli più persistente del previsto nel settore dei servizi (che attualmente rappresenta il 55% dell'inflazione complessiva degli Stati Uniti) e che i salari continuino a crescere. Il mercato del lavoro è infatti ancora molto squilibrato (per ogni disoccupato ci sono attualmente 2,2 offerte di lavoro, e 4 nel settore dell'istruzione) su alcuni settori, a causa dell'impatto della pandemia che sta richiedendo più tempo per dissiparsi, e a causa di problemi demografici strutturali. L'inerzia dell'inflazione *core* (esclusi i prezzi dei generi alimentari e dell'energia) richiederà quindi più tempo del previsto. Nel complesso, ci aspettiamo che l'attenuarsi dell'inflazione (con un calo dal 7,1% al 3-4%

entro la fine dell'anno) dia un po' di tregua ai consumatori nel 2023, ma nonostante il recente raffreddamento (dal 7,1% al 6,3% in un mese), i tassi dei mutui a 30 anni restano storicamente elevati e rappresentano un problema per i consumi e la crescita nel 2023. Con la diminuzione del tasso di risparmio (al 2,3% in ottobre, il più basso dal 2008), ci aspettiamo nel 2023 un impatto più duro sui consumi, che impiegheranno tempo a riprendersi nel 2024.

LA POLITICA FISCALE EUROPEA: DA BALUARDO A SPINA NEL FIANCO

Sebbene l'Europa sembri aver evitato lo scenario peggiore (legato all'energia) nel 2022, la sua economia sta ancora ristagnando e non ha trovato una soluzione duratura alla propria crisi energetica. Il calo del 2% della produzione industriale, a ottobre, indica una contrazione nel quarto trimestre del 2022. I prezzi alla produzione ancora elevati e i timori di recessione offuscano le prospettive, ma ampi portafogli ordini sono ancora inevasi, in particolare in Germania, dove i sondaggi fra i consumatori, i produttori e gli analisti indicano che il crollo dell'attività si sta esaurendo, grazie ad un inverno più caldo del previsto ed alla fiducia riposta nel pacchetto di misure energetiche, finanziato dal governo per 200 miliardi di euro, che sarà attuato nel gennaio 2023.



-0,1%

primo dato negativo
dell'inflazione
statunitense su
base mensile da
NOVEMBRE
2020

Anche la riapertura della Cina è un aspetto positivo. Al di fuori della Germania, la Francia è finita di recente sotto i riflettori dal Fondo Monetario Internazionale (FMI) per la mancanza di una politica fiscale mirata, che limita le misure di sostegno alle fasce sociali più vulnerabili. Il rapporto disavanzo pubblico/PIL francese dovrebbe rimanere superiore al 5% nel 2022 e fino al 2024, ma consentirà al Paese di evitare la recessione nel 2023 e di contenere l'inflazione oltre il 6%. Sul fronte dell'inflazione, l'area euro sta sperimentando un'estrema divergenza tra gli Stati membri, mentre su base settoriale l'inflazione dei prezzi dell'energia si sta propagando al settore delle merci e, in misura minore, a quello dei servizi. Dato il livello ancora estremamente elevato dei prezzi alla produzione, che in parte si ripercuoterà sui consumatori, prevediamo che nel 2023 l'inflazione al consumo rimarrà significativamente più alta rispetto agli Stati Uniti (Tabella 1).

GIAPPONE: ANCHE QUI, LOTTA ALL'INFLAZIONE

Colpita ad agosto da un'altra ondata di COVID-19, l'economia giapponese è anche alle prese con l'inflazione importata ed il rallentamento della crescita con i suoi principali partner commerciali. La riapertura della Cina mette a rischio la nostra modesta previsione di crescita per il 2023, ma rimaniamo scettici sulla crescita a medio termine.

Di recente, l'inflazione ha raggiunto un invidiabile 3,8% su base annua, ma si tratta del livello più alto in oltre 25 anni e al di sopra del *target* della banca centrale per il settimo mese consecutivo. Con le sue restrizioni di politica monetaria e consentendo al rendimento delle obbligazioni decennali di passare allo 0,5% (rispetto allo 0,25% precedente), la Bank of Japan (BoJ) ha dato un chiaro segnale di cambiamento, mostrando che anche il Giappone sta ora combattendo l'inflazione.

MERCATI EMERGENTI: MOTORI GLOBALI

L'economia indiana, fortemente orientata al mercato interno, si sta dimostrando solida e le statistiche sull'attività indicano una nuova crescita nei servizi (PMI: 56,4) e nell'industria manifatturiera (PMI: 55,7), mentre l'attività manifatturiera brasiliana è peggiorata a novembre (PMI a 44,3, sotto la soglia di crescita di 50 punti). Quest'ultimo dato è soprattutto legato all'incertezza politica. Nel 2023, le economie asiatiche supereranno la maggior parte delle economie latinoamericane, grazie al sostegno fornito dalla riapertura della Cina e dalla diminuzione delle tensioni sull'offerta. Le economie dei mercati emergenti offriranno il maggiore contributo alla crescita globale nel 2023.

TABELLA 1: PREVISIONI MACROECONOMICHE 2022 - 2024, %

| | CRESCITA DEL PIL | | | INFLAZIONE | | |
|-------------|------------------|-------|------|------------|------|------|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Mondo | 3,4% | 2,1% | 2,7% | 8,3% | 6,3% | 4,0% |
| Stati Uniti | 1,9% | 0,8% | 0,6% | 8,1% | 4,1% | 2,3% |
| Area Euro | 3,2% | -0,7% | 1,1% | 8,7% | 7,5% | 3,2% |
| Giappone | 1,6% | 0,5% | 1,2% | 2,4% | 0,5% | 0,4% |
| Cina | 3,2% | 4,5% | 4,3% | 2,0% | 2,2% | 2,1% |
| Brasile | 3,1% | 0,8% | 1,7% | 9,4% | 4,6% | 4,3% |
| India | 7,3% | 5,6% | 6,0% | 6,8% | 6,0% | 6,0% |

Fonti: Amundi (previsioni di dicembre), Indosuez Wealth Management.

IL PEGGIOR ANNO DI PERFORMANCE DEL REDDITO FISSO SI CHIUDE CON I FUOCHI DI ARTIFICIO!

Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

Con la collaborazione
del team del Reddito Fisso



STATI UNITI:
IL QT
potrebbe terminare
in estate

Le banche centrali hanno chiuso l'anno con una raffica di annunci di inasprimento monetario. In vista del 2023, il mercato del reddito fisso è partito con il piede giusto, con rendimenti più elevati e opportunità di *carry* che non si vedevano da anni. Tuttavia, uno scenario sfavorevole sarebbe in realtà quello di una crescita superiore alle aspettative, tale da aumentare i redditi reali, gli utili delle imprese e, in ultima analisi, l'inflazione.

OBIETTIVO PRINCIPALE: MANTENERE UN'AMPIA LIQUIDITÀ NELL'ECONOMIA STATUNITENSE, EVITANDO SITUAZIONI DI CARENZA

Con il primo taglio dei tassi della Fed ormai pienamente previsto per il terzo trimestre del 2023, l'inasprimento quantitativo (QT) potrebbe terminare in estate, poiché la Fed non vorrà comunicare contemporaneamente le operazioni di immissione e ritiro di liquidità monetaria. Si prevede che le operazioni di pronti contro termine (RRP) raggiungeranno i 3.000 miliardi di euro entro la fine del 2023, mentre le riserve dovrebbero sfiorare i 4.000 miliardi di dollari, ben al di sopra del "regime di ampie riserve", stimato in una forbice dell'8-10% rispetto al 12,5% secondo i dati disponibili a metà dicembre.

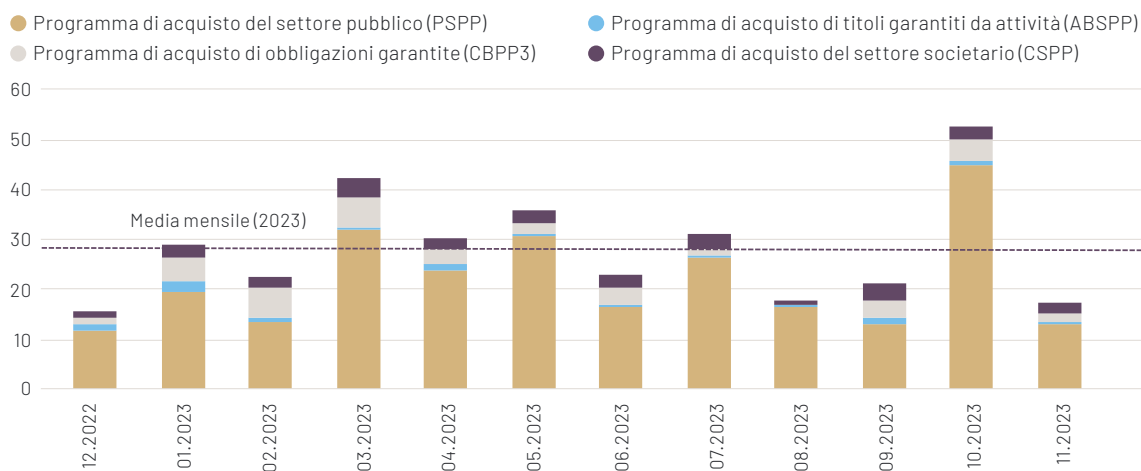
La Banca centrale europea (BCE) aumenterà i tassi di 50 pb, come previsto, ma ha fornito una indicazione "molto" aggressiva, basata sulla "sostanziale revisione al rialzo" delle previsioni di inflazione, osservando che i tassi di interesse dovranno ancora aumentare "significativamente e ad un ritmo costante" per raggiungere livelli sufficientemente restrittivi. La BCE è tuttavia meno aggressiva sulle sue prospettive di QT, che inizierà a marzo 2023 con un tetto massimo ai reinvestimenti dei programmi di acquisto titoli (APP)

(grafico 3) (presumibilmente, con dettagli attesi a febbraio), pari a un ritmo iniziale di 15 miliardi di euro al mese, da rivedere nel terzo trimestre.

CONSEGUENZE SUI MERCATI DEI TASSI EUROPEI

Per il 2023, si prevede una riduzione delle emissioni nette, ma il maggiore aumento del flottante privo di debito¹. Ciò potrebbe esporre i modelli di politica macroeconomica e fiscale a una maggiore disciplina di mercato, come spiegato in un discorso del 24 novembre da Isabelle Schnabel. L'assorbimento dell'offerta dovrebbe essere sostenuta dalla liquidità derivante dalla riduzione della leva finanziaria, dalla rotazione della domanda verso emittenti di alta qualità e dalle valutazioni guidate da attraenti rendimenti reali. Francia e Italia sono destinate ad aumentare la raccolta di finanziamenti sul mercato, con una detenzione molto ridotta di debito italiano da parte di investitori esteri, mentre la domanda di obbligazioni francesi potrebbe beneficiare della domanda di titoli con elevato *rating*. Il rischio di uno slittamento dei conti pubblici, tuttavia, non può essere ignorato alla luce del panorama politico e della natura dell'inflazione. La mini-crisi di bilancio del Regno Unito ha dimostrato la necessità per i governi di collaborare nella lotta all'inflazione.

GRAFICO 3: INVESTIMENTI IN APP INFERIORI A 30 MILIARDI DI EURO AL MESE NEL 2023, IMPORTI DI RIMBORSO MENSILI PREVISTI PER IL PROGRAMMA APP, MILIARDI DI EURO



Fonti: ECB, HSBC Global Research, Indosuez Wealth Management.

1 - Il flottante privo di debito è la quota di titoli di debito pubblico in circolazione detenuta da investitori sensibili al prezzo, ossia escludendo le partecipazioni della banca centrale nazionale (QE), delle banche centrali estere (riserve Forex), dei fondi pensione e delle compagnie di assicurazione.

TASSI REALI POSITIVI E DOMANDA DI TREASURY USA

Come obiettivo politico, la Fed vuole “vedere tassi reali significativamente positivi” (conferenza stampa del presidente Powell, 21 settembre 2022). L’ampia domanda interna, legata ai rendimenti reali positivi, e le prospettive cicliche hanno determinato una minore domanda estera di Treasury, a causa di vari fattori, quali la forza del dollaro USA, l’aumento dei costi di copertura valutaria e gli interventi sul mercato dei cambi.

I picchi massimi di volatilità potrebbero essere alle spalle, ma non torneremo ad un regime di bassa volatilità poiché l’incertezza macroeconomica rimane elevata. La maggiore volatilità del mercato e il QT hanno avuto un impatto duraturo sulla liquidità del mercato dei Treasury. Il Tesoro statunitense affronterà i problemi di liquidità riacquistando obbligazioni *off-the-run* (o passate) nel 2023, gestendo così attivamente la curva dei rendimenti.

I MERCATI DEL CREDITO NEL 2023

Il posizionamento per il 2023 sembra essere comunemente condiviso: una preferenza per i titoli *investment grade* (IG) rispetto agli *high yield* (HY), per i titoli finanziari rispetto a quelli societari con una *duration* breve o media. In questa fase del ciclo, non c’è motivo di essere *contrarian*. Nel 2023 l’offerta dovrebbe aumentare moderatamente (+10% di nuove emissioni IG). La BCE uscirà progressivamente. Le imprese probabilmente si rivolgeranno maggiormente ai finanziamenti bancari, mentre i finanziamenti di mercato rallenteranno, a causa dell’inasprimento quantitativo (grafico 4).

A parte il rischio (esagerato) di ampliamento del settore immobiliare sul debito ibrido, gli emittenti che avevano bisogno di rinnovare le proprie obbligazioni lo hanno fatto (ad esempio EDF, Orsted, Telefonica). Alcuni hanno deciso di “uscire”, ossia di esercitare la *call* e di non sostituirlo (Naturgy,

Bertelsmann). Nel 2023 l’offerta dovrebbe essere limitata e sostenere questa *asset class*.

Complessivamente, gli *spread* creditizi sono stati sorprendentemente stabili quest’anno, con un spunto di fine anno nuovamente positivo dopo la pubblicazione di dati sull’inflazione statunitense inferiori alle attese. Il rallentamento dell’economia, l’inasprimento delle condizioni finanziarie e l’aumento dei costi di finanziamento metteranno sotto pressione la capacità di servizio del debito delle imprese più deboli e ostacoleranno l’accesso ai finanziamenti (più deboli: *rating* B- e inferiori). Il rischio di rifinanziamento sta crescendo lentamente, poiché i rifinanziamenti dell’era pandemica attenueranno le pressioni sui tassi.

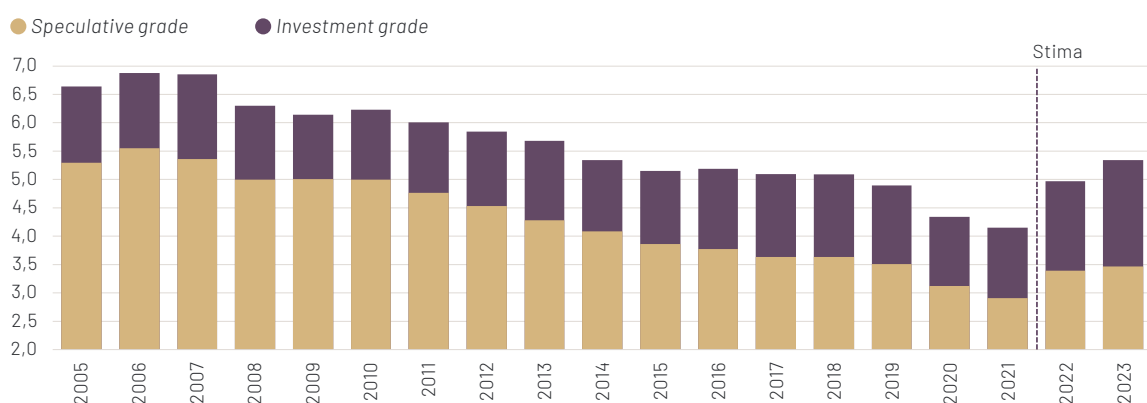
Nel 2023 l’offerta dovrebbe normalizzarsi e aumentare sostanzialmente (con una stima di 50 miliardi di nuove emissioni obbligazionarie e 30 miliardi di prestiti, con un aumento del 40% rispetto al 2022). Ci aspettiamo pertanto una pressione sulle curve del mercato secondario.

Le precarie strutture di capitale a leva finanziaria saranno messe alla prova. Con l’inversione del ciclo del credito, coloro che dispongono di liquidità limitata e di soli prestiti saranno vulnerabili. A novembre 2022, la leva delle aziende con *rating* B è superiore di 6 volte, avvicinandosi ai massimi storici stabiliti nel 2020.

I tassi di insolvenza sono ancora estremamente bassi: 0,4% in Europa! Le aspettative vanno dal 3% al 5% (contro il 9% “pessimistico” di Moody’s). L’accesso ai fondi potrebbe rivelarsi meno “facile” rispetto al 2020.

Per quanto riguarda i tassi di *default* dei mercati emergenti (EM), a novembre abbiamo osservato: una leggera decelerazione in Asia (27% ponderato per le emissioni, dal 29% di ottobre), una stabilità nell’area EMEA, compresa Russia/Ucraina/Bielorussia (18%), ed il persistere di basse insolvenze nell’area latino-americana (2%).

GRAFICO 4: PROGRAMMA DELLA BCE - L’ERA DEI FINANZIAMENTI A BASSO COSTO E’ FINITA, MEDIA DEGLI INTERESSI CASH PAGATI/DEBITO TOTALE, %*



* Società non finanziarie con *rating*.
Fonti: S&P Capital IQ, S&P Global Ratings, Indosuez Wealth Management.

Laura CORRIERAS
Equity Portfolio
Manager

Con la collaborazione
del team del Azioni



-13%:
CONTRAZIONE
MEDIA DEGLI EPS
durante i mercati
ribassisti
ad alta inflazione

Quali sono i punti cruciali per i mercati nel 2023? La tempistica della svolta della Fed sarà probabilmente decisiva per un potenziale punto di svolta del mercato azionario. Fino a quel momento gli investitori dovranno rimanere cauti, concentrandosi sul rischio di rialzo rispetto agli attuali livelli di mercato.

STAGIONE DEGLI UTILI

Durante gli ultimi nove mercati ribassisti statunitensi, nei periodi di inflazione dagli anni '60, l'S&P 500 è sceso del 33% e gli utili per azione (EPS) sono calati del 19%. Nei mercati ribassisti con forte inflazione (superiore al 5%), verificatisi solo cinque volte tra il 1969 e il 1990, gli EPS sono diminuiti un po' meno, in media del -13%.

Ad oggi, gli EPS si sono contratti del 4,5%. In base agli standard storici, ciò suggerisce un possibile ulteriore calo degli EPS di circa -9% nei prossimi mesi, che potrebbe mettere il mercato sotto notevole pressione.

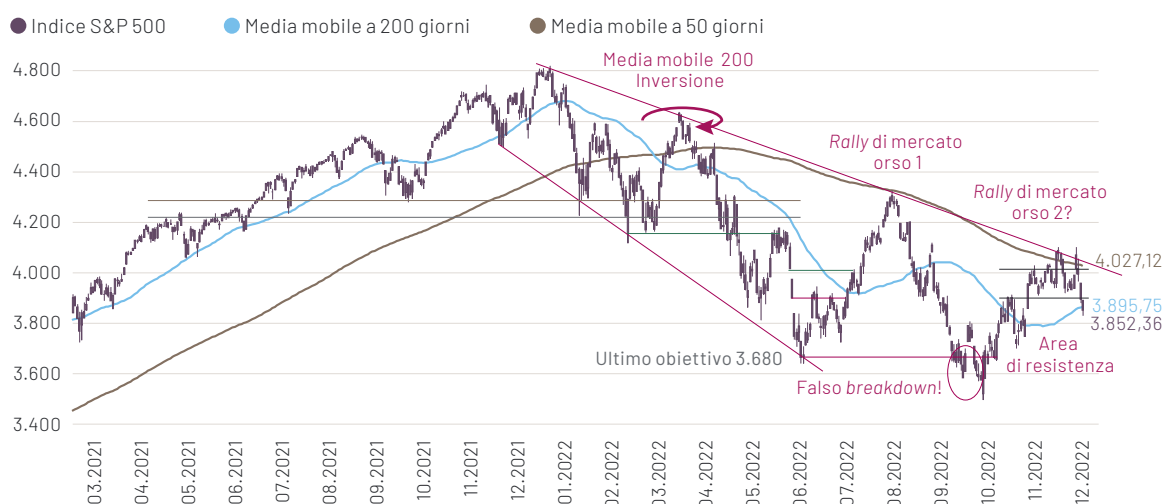
STATI UNITI

Mentre si stanno attenuando i timori di inflazione, stanno aumentando quelli legati ad un rallentamento dell'economia o addirittura ad una recessione.

Le preoccupazioni macroeconomiche vengono confermate a livello microeconomico; gli analisti stanno rivedendo al ribasso le aspettative sugli utili aziendali e questa tendenza è destinata a continuare. Da quando l'S&P 500 è entrato in un mercato ribassista, nel 2022, abbiamo assistito a due *rally* di mercato. Il primo si è verificato da metà giugno a metà agosto, con un rimbalzo di circa il 17% seguito, più recentemente, da un secondo *rally* da metà ottobre ad inizio dicembre, con un ulteriore rimbalzo del 18%.

A questo punto, il mercato rimane in una configurazione ribassista (grafico 5), anche se l'S&P 500 è riuscito di recente a sfondare la propria media mobile a 200 giorni e, sul fronte del *sentiment*, l'indice di volatilità (VIX) ha brevemente superato la soglia simbolica dei 20 punti. In entrambi i casi, tuttavia, il mercato non è stato in grado di mantenersi su questi livelli chiave e le azioni sono rapidamente tornate a scendere, invalidando per ora l'inversione di tendenza verso uno scenario di mercato rialzista.

GRAFICO 5: IL RALLY DEL MERCATO ORSO È FINITO?



Fonti: Indice S&P 500, Indosuez Wealth Management.



EUROPA

Le prospettive in Europa appaiono maggiormente positive. Nelle ultime settimane una serie di fattori si sono rivelati in effetti più favorevoli: i prezzi del gas sono scesi bruscamente, la Russia si è ritirata militarmente da alcune città dell'Ucraina e i timori di contagio per i fondi pensione del Regno Unito si sono attenuati. Inoltre, nonostante il forte rimbalzo del mercato, la valutazione relativa delle azioni europee rispetto ad altre aree, in particolare rispetto al mercato statunitense, rimane molto conveniente. Ci sono tuttavia ancora molti fattori contrari, in particolare sul versante geopolitico, con un'inflazione elevata e una politica aggressiva della BCE. La crescita degli EPS rimane inoltre chiaramente in contrazione e ulteriori revisioni al ribasso potrebbero pesare sul *sentiment* dopo il forte *rally* registrato da ottobre. Pertanto, rimaniamo cauti sulle azioni europee e privilegiamo i titoli di qualità/difensivi.

MERCATI EMERGENTI

I mercati azionari cinesi hanno continuato ad essere molto volatili nelle ultime settimane. Eppure, l'MSCI China (principalmente società cinesi quotate a Hong Kong) ha registrato un'impennata del 32% dal punto di minimo del 2022, il 31 ottobre². Questo forte *rally* è riconducibile principalmente alla "svolta di Xi Jinping": un totale di 30 misure per alleggerire la politica DZC (dinamica zero COVID) e misure di sostegno specifiche mirate al settore immobiliare. Il discorso ufficiale è recentemente cambiato, incoraggiando tassi di vaccinazione più alti tra la popolazione anziana e sottolineando la natura meno letale dell'attuale variante COVID-19. Si tratta di un importante cambiamento nella linea del Partito, che dovrebbe

essere di buon auspicio per migliorare i numeri dei consumi, sempre depressi, liberando la massiccia domanda bloccata in Cina, nonostante il processo di riduzione della leva finanziaria ancora lungo. Inoltre, gli investitori globali continuano a sottovalutare i mercati emergenti (EM) e le azioni cinesi. La volatilità potrebbe rimanere elevata fino alla fine dell'anno, poiché il processo di riapertura effettivo potrebbe essere molto turbolento nel breve termine.

STILE D'INVESTIMENTO

Come negli anni '70, il piano di investimento successivo al cambio di direzione della Fed sarà probabilmente caratterizzato da un'azione sostenuta sui ciclici, in particolare quelli che contribuiscono a risolvere il problema dell'inflazione. Per quanto riguarda il differenziale di valutazione tra i titoli Ciclici e *Value* e quelli Difensivi e *Growth*, la prima parte dovrebbe sovraperformare la seconda nel 2023, in particolare dopo il cambio di direzione. Ciononostante, il recente rimbalzo dei ciclici è probabilmente prematuro, poiché le revisioni negative degli utili devono essere effettuate nel primo semestre del 2023; una correzione di questi titoli potrebbe offrire un punto di ingresso migliore. Allo stesso modo, la svolta dovrebbe essere un catalizzatore positivo per i titoli *Growth*, ma una parte di questo rimbalzo si è già verificata con il recente *rally* del mercato e riteniamo che sia prematuro prendere questa posizione. Continuiamo a privilegiare i temi di Qualità/Rendimento per gli azionisti (margini stabili, potere di determinazione dei prezzi) che dovrebbero beneficiare del contesto macroinflazionistico e registrare revisioni degli utili più stabili.

2 - Fonte: Bloomberg (fino al 20 dicembre 2022, in USD).

Davis HALL
Head of Capital Markets,
Asia

Sophie ICHE
Active Advisor

Stéphane
HOBLAINGRE
Active Advisor



I tassi terminali
della BCE
dovrebbero
raggiungere il picco
del **3%**
NEL 2023

La Fed non è più l'unica voce sul mercato, mentre le banche centrali globali si impegnano per recuperare terreno. La dinamica del *carry* sarà il catalizzatore nel 2023. Non si tratta della fine dello strapotere del dollaro, in quanto gran parte del calo si è già verificato nell'ultimo mese. Il 2023 dovrebbe essere un anno meno direzionale, meno volatile e sicuramente più orientato al *carry*.

EUR

Una BCE aggressiva

Nel corso dell'ultima riunione la BCE ha aumentato i tassi di 50 pb, portando il tasso di deposito al 2%, e ha accresciuto in misura significativa le proiezioni sull'inflazione di fondo nel 2023 e 2024. I tassi terminali dovrebbero ora raggiungere il picco del 3% nel 2023. Il rialzo dei tassi in sé non ha sorpreso i mercati, ma il tono della dichiarazione e della conferenza stampa è stato chiaramente poco conciliante. Christine Lagarde ha detto ai mercati di aspettarsi ulteriori rialzi dei tassi, con incrementi di 50 pb, un significativo scostamento dalla precedente indicazione (25 pb). Inoltre, la BCE è preoccupata per i potenziali effetti della seconda fase della sua stretta e ha fornito ulteriori dettagli sulla riduzione del bilancio. Di conseguenza, il rapporto EUR/USD ha continuato a crescere fino a 1,0735. Rimaniamo tuttavia cauti, perché potrebbero riapparire molti fattori contrari e i prezzi europei dell'energia rimarranno fondamentali. Prevediamo che il rapporto di valute salga in modo non lineare nelle prossime settimane verso l'obiettivo di 1,0800.

DOLLARO USA

Vulnerabilità storica a novembre

Il mese scorso il biglietto verde ha sofferto in modo significativo in tutti i mercati quando è diventato chiaro che l'IPC statunitense potrebbe aver raggiunto il proprio picco. La percezione che la Fed possa diventare gradualmente meno aggressiva, mentre l'economia probabilmente perderà vigore verso la metà del 2023, ha visto il Dollar Index soccombere a improvvise prese di profitto del 10%, rispetto al recente picco. La crescita del dollaro, guidato dal *momentum*, sembra ora aver raggiunto chiaramente il proprio picco. Sebbene siano previsti ulteriori rialzi dei tassi di interesse, la curva dei contratti a termine ha già iniziato ad anticipare una pausa e potenziali tagli nel corso del 2023. Di conseguenza, lo scenario per il dollaro diventerà più variabile, in modalità di consolidamento, fino a quando la Fed non deciderà una vera e propria inversione.

GRAFICO 6: INDICE DELLA VOLATILITÀ VALUTARIA, CVIX



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

FRANCO SVIZZERO

Il terzo rialzo dei tassi della BNS

In Svizzera la Banca nazionale Svizzera (BNS) ha aumentato il tasso di deposito di 50 pb, portandolo all'1%. Questo terzo rialzo consecutivo dei tassi, che ha posto fine, a settembre, ai sette anni di esperimento monetario di tassi negativi, era ampiamente atteso e non ha provocato movimenti significativi sui mercati. Thomas Jordan ha ribadito la sua posizione aggressiva, poichè l'inflazione svizzera ha probabilmente raggiunto il picco in agosto, insieme al calo dei prezzi del petrolio. L'inflazione è scesa al 3% a novembre, rispetto al 10% della vicina area euro. La banca centrale elvetica terrà tuttavia chiaramente d'occhio i tassi d'inflazione *core*, poichè teme che le pressioni sui prezzi si stiano consolidando in alcune aree dell'economia e ha messo in guardia su significative incertezze macroeconomiche nel 2023. I mercati si aspettano altri 25-50 pb di rialzo dei tassi, che porterebbero il tasso terminale all'1,5%. Le valute rifugio dovrebbero continuare a registrare buone performance nel 1° trimestre 2023 e di conseguenza manteniamo una visione costruttiva sul CHF. È probabile che il cambio EUR/CHF rimanga in una fascia compresa tra 0,97-0,99 e che quello USD/CHF subisca una modesta flessione, a causa della debolezza del dollaro a 0,9100.

CNY

Il peggio potrebbe essere alle spalle

Dopo il rinnovo della leadership di Xi Jinping, in ottobre, sono state avviate rapide iniziative politiche, tra cui l'importantissima revisione della politica "zero COVID". Pertanto, con l'adozione di misure di stimolo e l'allentamento monetario, il *sentiment* è migliorato drasticamente. Sebbene questa nascente ripresa della propensione al rischio stia crescendo da livelli profondamente bassi, rimaniamo cautamente ottimisti sul fatto che la fase di minimo cinese sia in atto anche dal punto di vista valutario. Analogamente al dollaro di Hong Kong, che si è rapidamente allontanato dal corridoio di intervento inferiore a USD 7,85, il CNY ha stabilito un andamento di *bottoming* "spallata-spalla" rispetto al biglietto verde.

Di conseguenza, mentre il dollaro USA raggiunge i massimi rispetto ai partner commerciali europei della Cina, anche la People's Bank of China (PBoC) consentirà alla propria valuta di stabilizzarsi su basi più solide fino al 2023.

JPY

La Banca del Giappone modifica la curva dei rendimenti bancari

La Banca del Giappone ha sorpreso i mercati modificando il proprio programma di controllo della curva dei rendimenti raddoppiando il limite superiore allo 0,50%. Ciò potrebbe cambiare radicalmente le prospettive per lo yen sottoperformante nel 2023.

Con l'entrata in vigore del ciclo di stretta globale e il rallentamento della crescita mondiale, le curve dei rendimenti del G10 prezeranno sempre più i tagli dei tassi e porteranno ad una compressione dei rendimenti del G10 che coinciderà con la ripresa economica in Giappone ed il cambiamento di politica della Banca del Giappone. Il rischio per il rapporto USD/JPY è di scendere verso i supporti a 131,50 e poi sotto 130,00.

ORO

Forte domanda delle banche centrali

Inutile precisare che l'impennata del dollaro USA ha avuto la meglio su tutti gli altri strumenti nell'anno, tranne uno. Nonostante gli incessanti aumenti dei tassi di interesse in tutto il mondo, nel 2022, l'oro, senza rendimento, è riuscito a mantenere invariata la performance annua. La domanda di lingotti fisici da parte delle banche centrali è in procinto di raggiungere il livello più alto dal 1967, in quanto gli allocatori delle riserve globali continuano volentieri a diversificare la loro esposizione al dollaro USA nei momenti di forza. Al di là del picco aggressivo del FOMC, l'oro dovrebbe trovare un solido sostegno in caso di ribassi, date le prevalenti tensioni geopolitiche in corso. Tuttavia, affinché la nostra visione costruttiva rimanga invariata, il triplo supporto tecnico chiave, al livello di 1.610 dollari per oncia, deve contenere qualsiasi ritracciamento. Infine, il metallo giallo rimarrà in competizione con gli asset con rendimento positivo.

07 • Asset Allocation

SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE

SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** nessuna recessione negli Stati Uniti, con un rischio al ribasso per i consumi dopo che le famiglie statunitensi avranno utilizzato i risparmi in eccesso. L'Europa dovrebbe entrare in una lieve recessione nel primo semestre del 2023. Inflazione in calo, ma ancora superiore ai target delle banche centrali, il che giustifica un'ulteriore stretta monetaria. Nel complesso, quest'anno, la crescita globale sarà trainata dai mercati emergenti, mentre i rischi per il 2023 si bilanciano tra il rialzo derivante da una riapertura della Cina più ampia del previsto e dalla potenziale pace in Ucraina, ed il ribasso derivante dalla stretta della Fed e della BCE.

- **Inflazione:** anche se i prezzi delle materie prime rimarranno elevati, il loro contributo all'inflazione sarà inferiore rispetto a quello del 2022. Il calo dei prezzi dell'energia trascinerà i prezzi dell'inflazione *headline*, mentre i prezzi *core* rimarranno più stabili a causa dei servizi e dei salari negli Stati Uniti, e il calo dei prezzi degli alloggi si rifletterà nell'IPC solo più tardi nel 2023. Nel complesso, l'inflazione rimarrà superiore ai target della banca centrale nel quarto trimestre del 2023.

- **Politica fiscale:** favorevole in Europa, più neutrale negli Stati Uniti, con un governo diviso (Presidente e Senato democratici, ma Camera repubblicana). Aumentano i rischi dal punto di vista della sostenibilità del debito se i tassi di interesse rimangono su livelli elevati, mentre la crescita del PIL nominale si attenua.

- **Banche centrali:** ancora concentrate sulla lotta all'inflazione e al momento poco sensibili ai rischi di recessione (sia la BCE che la Fed). Il cambio di rotta della Fed è ancora considerato improbabile nei prossimi mesi, i rialzi dei tassi saranno più contenuti, ma i tassi terminali si sono riaggiustati al rialzo, con il rischio di rimanere sul livello del plateau.

- **Utili:** si prevede che la revisione negativa peggiorerà con il proseguire del rallentamento macroeconomico globale. Rimangono rischi sui margini per le pubblicazioni del 4° trimestre 2022, poiché sarà sempre più difficile per le aziende continuare ad aumentare i prezzi a causa del calo della domanda dei consumatori. Di conseguenza, potremmo assistere a una contrazione della redditività nei mercati sviluppati. L'EPS cinese ha toccato il fondo e ha iniziato a salire con la riapertura del paese, il che contribuirà a sostenere il rimbalzo del mercato.

- **Contesto di rischio:** il regime di volatilità si stabilizzerà su livelli più elevati rispetto agli anni precedenti, mentre nel breve periodo i mercati mostrano ancora un certo ottimismo; questo li rende più vulnerabili alle correzioni tecniche e giustifica un approccio cauto su base *cross-asset*.

CONVINZIONI DI ALLOCAZIONE

AZIONI

- Rimane un atteggiamento cauto sui titoli azionari, in quanto sembra prematuro sposare la svolta della Fed con una continuazione del *rally* azionario, mentre alcuni indicatori tecnici rivelano una certa vulnerabilità dei mercati azionari sviluppati nel breve termine.

- Il 2023 sarà probabilmente diviso in due parti, con il mantenimento della posizione sulle strategie ad alto dividendo, sulla qualità e sul valore difensivo durante la prima parte dell'anno, prima di aggiungere potenzialmente nuovo rischio nei portafogli attraverso i titoli *Growth* e i ciclici non appena la visibilità migliorerà sia sulla politica monetaria che sul fronte economico.

- Da un punto di vista geografico, rimaniamo investiti sulle azioni statunitensi, nonostante le valutazioni elevate, puntando sulla qualità e rimaniamo meno esposti all'Europa in questa fase, soprattutto dopo il recente rimbalzo, pur riconoscendo che la zona offre livelli di valutazione interessanti.

- Continua il momento positivo per le azioni cinesi, in quanto i fondamentali hanno iniziato a tornare in linea con il processo di riapertura, giustificando il mantenimento dell'esposizione esistente nei portafogli. Cautela a lungo termine dovuta al processo di riduzione della leva finanziaria in corso e a un *policy-mix* e a normative meno favorevoli.

REDDITO FISSO

- La *duration* è stata recentemente ridotta tatticamente, poiché il *rally* dei titoli di Stato USA di inizio dicembre è apparso eccessivo. Un approccio duplice con un'esposizione sulle scadenze brevi (che hanno un *carry* elevato e una buona visibilità) ed uno sulla parte lunga della curva (a fini di copertura macroeconomica sulla recessione). Attendiamo di trovare un livello migliore sui tassi per aggiungere nuova *duration*.



CRESCITA GLOBALE

guidata dai paesi emergenti nel

2023

- I tassi dell'euro sono sensibili alla retorica aggressiva della BCE, mentre l'offerta nel 2023 potrebbe essere problematica, soprattutto per alcuni Paesi che si prevede avranno ancora un'emissione elevata quest'anno, mentre la BCE inizierà la stretta quantitativa entro marzo 2023.
- Manteniamo la nostra visione positiva sul debito *corporate* di alta qualità, che paga bene per il rischio assunto. I fondamentali devono rimanere solidi, con rischi limitati in assenza di un muro di rifinanziamento a breve termine. Rimaniamo cauti sull'*asset class high yield*, che offre un profilo rischio/rendimento meno interessante.
- Progressivamente più favorevoli sul debito emergente in valuta locale, che consideriamo un buon elemento di diversificazione per il 2023, con l'*asset class* che potrebbe beneficiare della debolezza del dollaro e di un atteggiamento più accomodante da parte di alcune banche centrali emergenti nel 2023, offrendo al contempo un rendimento interessante.

MERCATI DEI CAMBI

- Riteniamo che, fino a quando la Fed non cambierà politica, sia ancora presto per vedere il deprezzamento del dollaro. Attendiamo un riequilibrio, dopo l'esagerato rialzo dell'euro, prima di ridurre gradualmente le nostre posizioni in USD, poiché la prevista riduzione dello *spread* transatlantico potrebbe pesare sul biglietto verde nei prossimi trimestri.
- Anche l'oro ha ampiamente beneficiato del recente indebolimento del dollaro, ma potrebbe essere vulnerabile sul breve termine in un contesto in cui gli investitori continuano a favorire gli attivi che generano rendimenti.
- Nel frattempo, continuiamo a considerare le valute legate alle materie prime come buone fonti di diversificazione per chi investe in dollari ed il franco svizzero come la migliore copertura al di fuori del dollaro, in particolare per gli investitori in euro. Lo yen si avvia a recuperare potenzialmente la propria attrattività dopo la sorprendente mossa della Banca del Giappone, pur fungendo, nell'ultimo periodo, da buona copertura nei portafogli.

CONVINZIONI CHIAVE

| | GIUDIZIO TATTICO (CT) | GIUDIZIO STRATEGICO (LT) |
|--------------------------------------|-----------------------|--------------------------|
| REDDITO FISSO | | |
| TITOLI DI STATO | | |
| Decennale Core EUR (Bund) | =/- | = |
| Periferici EUR | - | =/- |
| 2A US | =/+ | =/+ |
| 10A US | =/- | = |
| 30A US | = | =/+ |
| EUR breakeven inflazione | = | = |
| US breakeven inflazione | = | = |
| CREDITO | | |
| Investment grade EUR | =/+ | + |
| High yield EUR/BB- e > | =/- | = |
| High yield EUR/B+ e < | =/- | =/- |
| Obbl. finanziarie EUR | = | = |
| Investment grade USD | =/+ | + |
| High yield USD/BB- e > | =/- | = |
| High yield USD/B+ e < | =/- | =/- |
| DEBITO EMERGENTE | | |
| Debito sovrano in valuta forte | =/- | =/+ |
| Debito sovrano in valuta locale | =/+ | =/+ |
| Credito Am. Latina USD | = | = |
| Credito Asia USD | =/- | = |
| Obbl. cinesi CNY | =/- | = |
| AZIONI | | |
| REGIONI GEOGRAFICHE | | |
| Europa | =/- | = |
| Stati Uniti | = | = |
| Giappone | =/- | =/- |
| America Latina | =/- | = |
| Asia escluso Cina | =/+ | =/+ |
| Cina | = | =/- |
| STILI | | |
| Growth | =/- | + |
| Value | =/- | =/+ |
| Quality | + | = |
| Yield | + | =/+ |
| Ciclici | - | =/+ |
| Difensivi | + | =/- |
| CAMBI | | |
| Stati Uniti (USD) | = | =/- |
| Area Euro (EUR) | =/- | = |
| Regno Unito (GBP) | =/- | = |
| Svizzera (CHF) | =/+ | = |
| Giappone (JPY) | = | =/- |
| Brasile (BRL) | = | = |
| Cina (CNY) | = | = |
| Oro (XAU) | =/- | = |
| Commodity currencies (NOK, NZD, CAD) | =/+ | =/+ |

Fonte: Indosuez Wealth Management.

08 • Monitor dei mercati (valuta locale)

PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI

DATI AGGIORNATI AL 22 DICEMBRE 2022



| TITOLI DI STATO | RENDIMENTO | VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB) | VARIAZIONE YTD (PB) |
|-----------------|------------|-----------------------------|---------------------|
| US Treasury 10A | 3,68% | -1,41 | 216,85 |
| Francia 10A | 2,89% | 60,50 | 269,90 |
| Germania 10A | 2,36% | 51,00 | 253,90 |
| Spagna 10A | 3,42% | 63,40 | 286,10 |
| Svizzera 10A | 1,50% | 53,50 | 163,80 |
| Giappone 10A | 0,39% | 14,70 | 32,60 |

| OBBLIGAZIONI | ULTIMO | VARIAZIONE 4 SETTIMANE | VARIAZIONE YTD |
|--|--------|------------------------|----------------|
| Titoli di Stato dei Mercati Emergenti | 34,65 | 1,23% | -11,65% |
| Titoli di Stato in EUR | 194,11 | -2,33% | -11,18% |
| Obbligazioni Corporate High yield in EUR | 193,40 | -0,56% | -9,47% |
| Obbligazioni Corporate High yield in USD | 300,34 | 0,20% | -9,65% |
| Titoli di Stato USA | 296,83 | 0,69% | -7,32% |
| Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti | 42,83 | 1,69% | -16,02% |

| VALUTA | ULTIMO SPOT | VARIAZIONE 4 SETTIMANE | VARIAZIONE YTD |
|---------|-------------|------------------------|----------------|
| EUR/CHF | 0,9867 | 0,45% | -4,90% |
| GBP/USD | 1,2038 | -0,62% | -11,04% |
| USD/CHF | 0,9311 | -1,28% | 1,99% |
| EUR/USD | 1,0596 | 1,79% | -6,81% |
| USD/JPY | 132,35 | -4,47% | 15,01% |

| INDICE DI VOLATILITÀ | ULTIMO | VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI) | VARIAZIONE (PUNTI) |
|----------------------|--------|--------------------------------|--------------------|
| VIX | 21,97 | 1,55 | 4,75 |

| INDICI AZIONARI | ULTIMO PREZZO | VARIAZIONE 4 SETTIMANE | VARIAZIONE YTD |
|---|---------------|------------------------|----------------|
| S&P 500 (Stati Uniti) | 3.822,39 | -5,09% | -19,80% |
| FTSE 100 (Regno Unito) | 7.469,28 | 0,04% | 1,15% |
| STOXX Europe 600 | 427,26 | -3,08% | -12,41% |
| Topix | 1.908,17 | -5,48% | -4,22% |
| MSCI World | 2.595,25 | -4,09% | -19,69% |
| Shanghai SE Composite | 3.836,03 | 2,11% | -22,35% |
| MSCI Emerging Markets | 964,06 | 1,96% | -21,75% |
| MSCI Latam (America Latina) | 2.145,28 | -3,01% | 0,72% |
| MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa) | 190,45 | -3,41% | -30,92% |
| MSCI Asia Ex Japan | 624,56 | 3,86% | -20,87% |
| CAC 40 (Francia) | 6.517,97 | -2,82% | -8,88% |
| DAX (Germania) | 13.914,07 | -4,30% | -12,41% |
| MIB (Italia) | 23.813,30 | -3,71% | -12,92% |
| IBEX (Spagna) | 8.272,10 | -1,38% | -5,07% |
| SMI (Svizzera) | 10.774,64 | -3,43% | -16,32% |

| MATERIE PRIME | ULTIMO PREZZO | VARIAZIONE 4 SETTIMANE | VARIAZIONE YTD |
|---------------------------|---------------|------------------------|----------------|
| Barre di Acciaio (CNY/Tm) | 3.984,00 | 6,87% | -12,40% |
| Oro (USD/Oncia) | 1.792,52 | 2,12% | -2,01% |
| Greggio WTI (USD/Barile) | 77,49 | -0,58% | 3,03% |
| Argento (USD/Oncia) | 23,48 | 9,87% | 0,53% |
| Rame (USD/Tm) | 8.310,50 | 3,35% | -14,51% |
| Gas Naturale (USD/MMBtu) | 5,00 | -31,60% | 34,02% |

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

RENDIMENTI MENSILI DEGLI INVESTIMENTI, ESCLUSI I DIVIDENDI

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

| | SETTEMBRE 2022 | OTTOBRE 2022 | NOVEMBRE 2022 | VARIAZIONE 4 SETTIMANE | DA INIZIO ANNO (YTD) (22 DICEMBRE 2022) |
|----------|----------------|--------------|---------------|------------------------|---|
| MIGLIORI | -3,37% | 9,59% | 18,69% | 3,86% | 1,15% |
| | -5,36% | 7,99% | 14,64% | 2,11% | 0,72% |
| | -6,48% | 7,11% | 9,81% | 1,96% | -4,22% |
| | -6,57% | 6,28% | 6,80% | 0,04% | -12,41% |
| | -6,72% | 5,09% | 6,75% | -3,01% | -19,69% |
| | -8,19% | 4,17% | 6,74% | -3,08% | -19,80% |
| | -9,34% | 2,91% | 5,38% | -3,41% | -20,87% |
| | -9,46% | -3,15% | 4,55% | -4,09% | -21,75% |
| | -11,90% | -6,13% | 2,91% | -5,09% | -22,35% |
| PEGGIORI | -12,94% | -7,78% | -0,82% | -5,48% | -30,92% |

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



AIE: Agenzia internazionale dell'energia.

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.

Ciclici: Ciclici si riferisce ai titoli di aziende il cui andamento dipende dalle variazioni subite dall'economia nel suo complesso. Questi titoli rappresentano società i cui profitti sono più alti quando l'economia è prospera.

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.

Difensivi: Difensivi si riferisce ai titoli delle aziende più o meno immuni al mutare delle condizioni economiche.

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.

Gig economy: Sistema caratterizzato da posti di lavoro flessibili, temporanei od autonomi.

Giapponesizzazione dell'economia: Fase di stagnazione che ha segnato l'economia giapponese negli ultimi trent'anni. L'espressione viene in genere utilizzata con riferimento al timore degli economisti che altri paesi sviluppati seguano la medesima tendenza.

Growth: Stile *growth* si riferisce ad aziende per le quali è attesa una crescita del fatturato e degli utili a tassi superiori alla media del mercato. Di conseguenza, i titoli *growth* sono in genere caratterizzati da valutazioni più elevate rispetto a quelle del mercato nel suo complesso.

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.

IPCC: Gruppo intergovernativo sul cambiamento climatico.

IRENA: Agenzia internazionale per le energie rinnovabili.

ISM: Institute for Supply Management.

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.

OCSE: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico.

Oligopolio: Una situazione che si verifica quando sono presenti pochi offerenti (venditori) che producono un bene omogeneo, e un numero elevato di richiedenti (acquirenti).

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%.

Quality: Titoli *Quality* si riferisce ad aziende con profitti più elevati ed affidabili, debito basso e altre misure di utili stabili e una solida governance. Le caratteristiche comuni dei titoli *Quality* sono l'alto livello di redditività del patrimonio netto, del debito rispetto al patrimonio netto e di variabilità degli utili.

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.

Stagflazione: Si parla di stagflazione quando un'economia sperimenta simultaneamente un aumento dell'inflazione e una stagnazione della produzione economica.

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

Tasso swap d'inflazione 5 anni tra 5 anni: Indica dove si attesteranno tra cinque anni le previsioni inflazionistiche a cinque anni. Mostra quindi come possono evolvere in futuro tali previsioni.

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.

Uberizzazione: Termine ispirato al nome della società americana Uber, che sviluppa e gestisce piattaforme digitali volte a mettere in contatto gli autisti e gli utenti. Indica un nuovo modello di business che utilizza le nuove digitali e si iscrive nel quadro dell'economia collaborativa, ponendo in relazione diretta clienti e fornitori, con un costo di produzione ridotto e prezzi più bassi.

Value: Stile *Value* si riferisce ad aziende apparentemente scambiate a un prezzo più basso rispetto ai loro fondamentali. Fra le caratteristiche comuni ai titoli *Value* ci sono il rendimento elevato in termini di dividendi, un rapporto prezzo/valore contabile basso e un rapporto prezzo/utiles basso.

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

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 «Monthly House View» («l'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 eroghino altri servizi in cui un'Entità o il Gruppo Crédit Agricole hanno o potrebbero avere un interesse diretto o indiretto, l'Entità darà la priorità all'interesse dell'investitore.

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

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

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

- **in Francia:** 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 Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF).
- **in Spagna:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, operante sotto la supervisione del Banco de Espana (www.bde.es) e della Commissione Nazionale del Mercato Azionario (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), come filiale di CA Indosuez Wealth (Europe), istituto di credito debitamente registrato in Lussemburgo e operante sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF). Indirizzo: Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Spagna), registrata presso il Banco de Espana con il numero 1545. Immatricolata presso il Registro del Commercio e delle Società di Madrid con il numero T.30.176.F.1.S.8. H.M-543170, CIF (Codice di identificazione fiscale): W-0182904-C.

- **in Belgio:** l'Opuscolo è distribuito dalla filiale per il Belgio di CA Indosuez Wealth (Europe), con sede al 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgio, immatricolata presso il Registro delle Società di Bruxelles con il numero 0534 752 288, registrata nel Banque-Carrefour des Entreprises (database delle aziende belghe) con partita IVA n. 0534.752.288 (RPM Brussels), filiale di CA Indosuez Wealth (Europe).
- **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 56S0034), 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 P.O. 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, Adobe Stock.

Finito di redigere il 23.12.2022.

