

MONTHLY HOUSE VIEW

Maggio 2023

Cina: la ripresa della “Lunga Marcia”

• **Sommario**

01• Editoriale	P3
STIAMO INIZIANDO LA NOSTRA DISCESA...	
02• Focus	P4
CINA: LA RIPRESA DELLA "LUNGA MARCIA"	
03• Macroeconomia	P6
DOVE E QUANDO ATTERRERÀ L'ECONOMIA STATUNITENSE?	
04• Reddito fisso	P8
IL TASSO NATURALE	
05• Azioni	P10
STA PER TORNARE L'EUFORIA?	
06• Cambi	P12
L'USD NON SFIDA PIÙ LA GRAVITÀ	
07• Asset allocation	P14
SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE	
08• Monitor dei mercati	P16
PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI	
09• Glossario	P17
Dichiarazione di esclusione di responsabilità	P18



Alexandre
DRABOWICZ
Chief Investment Officer

Cari Lettori,

Durante un recente volo verso Madrid per incontrare il nostro staff locale, la consueta comunicazione del comandante ("Stiamo iniziando la nostra discesa...") mi ha fatto pensare ai dati sull'inflazione statunitense pubblicati pochi giorni prima, che ne confermavano la discesa dal 9% su base annua (a/a) al 5% su nove mesi. Queste cifre dovrebbero confortare il "comandante" Powell: per la prima volta dal gennaio 2021, i prezzi dell'energia hanno offerto un contributo negativo all'inflazione *headline*. I ribassisti tendono a concentrare la propria attenzione sulla componente "persistente" dell'inflazione - i servizi - ma un'occhiata più attenta alla sottocomponente dei beni rifugio mostra anch'essa segni di inversione di tendenza. Il comandante Powell sta infatti cercando di far atterrare più aerei contemporaneamente: l'inflazione, l'economia e la stabilità finanziaria. È improbabile che l'inflazione torni al target del 2% nel prossimo futuro, ma l'attuale calo è incoraggiante. L'economia è in fase di decelerazione e, secondo noi, il rallentamento si concretizzerà nella seconda metà del 2023, ma non si tratterà di un vero e proprio "hard landing". Il grande punto interrogativo rimane quanto le condizioni di prestito diventeranno più rigide: negli Stati Uniti le piccole imprese rappresentano il 35% della forza lavoro e ottengono il 70% dei prestiti dalle banche regionali. La Federal Reserve (Fed) ha quasi completato il suo percorso di inasprimento dei tassi (per ora): il rialzo previsto a maggio dovrebbe essere l'ultimo per quest'anno. Come ha affermato Austan Goolsbee, della Fed di Chicago, tutto ciò richiede "prudenza e pazienza".

Tornando ai mercati finanziari, gli investitori si aspettano ancora dei tagli dei tassi di 50 punti base (pb) quest'anno; noi non siamo d'accordo e pensiamo che la Fed farà una pausa, per quest'anno. La volatilità dei tassi di interesse, che ha superato il livello registrato durante la Grande Crisi Finanziaria del 2008, è un fattore di particolare disturbo per la costruzione dei portafogli e per i bilanci delle banche. Per questo, nei nostri portafogli a reddito fisso, privilegiamo anche gli asset a bassa *duration* e il credito di alta qualità, che ci permettono di usufruire di rendimenti interessanti e di eliminare al tempo stesso il rischio di *duration*. La liquidità del mercato rimane elevata: i fondi del mercato monetario negli Stati Uniti ammontano a 5.200 miliardi di dollari, con un aumento di 500 miliardi di dollari quest'anno, grazie agli elevati rendimenti che spingono gli investitori a ridurre i propri depositi bancari.

Nel frattempo, i titoli azionari hanno mostrato una notevole resilienza. Se aveste avuto la fortuna di potervi ritirare per un mese su un'isola priva di Wi-Fi, scoprendo al vostro ritorno che tre banche statunitensi erano fallite, che Credit Suisse era

stata assorbita da UBS in un solo fine settimana e che la Banca Centrale Europea (BCE) e la Fed avevano potuto continuare ad aumentare i propri tassi di interesse... a parte il terribile *shock* provocato da queste notizie, avreste potuto legittimamente aspettarvi un forte calo delle azioni su base annua. E vi sareste sbagliati. Il calo degli utili che tutti si aspettavano è stato meno brusco del previsto. Ma perché? In sintesi, nel mondo azionario, il valore nominale conta più di quello reale. Le aziende sono riuscite a far crescere i propri ricavi grazie alla dinamica economica positiva. Tale fattore è stato controbilanciato da una certa contrazione dei margini, ma siamo molto lontani dal previsto crollo degli utili. Questo spiega a sua volta la performance del mercato azionario. Ma non solo. Il *sentiment* degli investitori rimane cauto e il posizionamento sulle azioni - in particolare nei portafogli istituzionali - su livelli difensivi.

Il "*pain trade*" è chiaramente al rialzo, in particolare con il rafforzarsi dei titoli azionari europei: ogni settimana di quest'anno, tranne una, gli investitori statunitensi hanno acquistato Exchange Traded Fund (ETF) azionari europei quotati negli Stati Uniti. La riapertura del commercio in Cina è stata molto favorevole per le aziende europee, come dimostrano i significativi risultati dei nomi del lusso. Si tratta, per noi, dell'aspetto più frustrante di quest'anno: i titoli azionari cinesi non decollano, nonostante la vigorosa riapertura del mercato interno. Continuiamo tuttavia a credere che investire in Oriente sia sensato. Questo mese abbiamo deciso di concentrarci sullo stato dell'economia cinese, per la quale abbiamo rivisto al rialzo le nostre previsioni di crescita e continuiamo a ritenere che i rischi siano al rialzo. Pur riconoscendo che molti investitori, in particolare statunitensi, hanno deciso di acquistare l'Europa come proxy della riapertura cinese, come se stessero rifuggendo dai nomi cinesi, la Cina è troppo grande per essere ignorata. Se il fattore di inclusione nell'MSCI Emerging Markets delle azioni cinesi di classe A¹ fosse rivisto dall'attuale 20% al 100%, il suo peso nell'indice passerebbe dal 5% al 22%. Gli investitori globali sono pronti a investire di più in Cina, poiché la dinamica del mercato delle azioni A beneficerà di una maggiore partecipazione istituzionale (estera e nazionale).

Per concludere su una nota personale, essendo questo il mio primo editoriale come CIO di Indosuez Wealth Management, vorrei condividere con voi la mia gioia per il mio ingresso in azienda e per la fortuna concessami di lavorare in un'organizzazione caratterizzata da un così alto livello di professionalità, di attenzione al cliente e di integrità.

Buona lettura.

1 - Gli investitori possono accedere al mercato azionario cinese attraverso diverse classi di azioni, la più importante delle quali è costituita dalle azioni A, che vengono scambiate in Cina continentale, nelle borse nazionali. Dal 2018, MSCI ha iniziato a includere parzialmente le azioni A cinesi a grande capitalizzazione nell'indice MSCI Emerging Markets.

CINA: LA RIPRESA DELLA "LUNGA MARCIA"



Gautier VENERATI, CFA
Senior Equity
Portfolio Manager



Lucas MERIC
Investment
Strategist

Sebbene sia stato un forte fattore di rimbalzo per il mercato cinese tra novembre e gennaio, il tema della riapertura della Cina sembra aver perso vigore. I dati macroeconomici cinesi indicano un forte rimbalzo dell'economia nazionale nel 1° trimestre 2023, ma da allora i mercati cinesi hanno deluso gli investitori globali: una differenza che, a nostro avviso, non dovrebbe persistere nei prossimi mesi.

LA RIAPERTURA È ORA VISIBILE NEI DATI MACROECONOMICI

All'inizio del 2023, uno dei grandi interrogativi era l'impatto della riapertura sull'economia cinese. In base ai dati, il PIL cinese è cresciuto nel 1° trimestre 2023 del 4,5% su base annua (contro il 2,9% del 4° trimestre 2022), trainato dai consumi interni, mentre le vendite al dettaglio sono aumentate a marzo del 10,6% su base annua. Questi dati confermano il potenziale di ripresa dei consumi, mentre il *sentiment* dei consumatori cinesi resta per il momento su livelli moderati, sebbene sia cresciuto a marzo. Come abbiamo scritto nel nostro numero di marzo 2023, la riapertura è trainata principalmente dai servizi, il cui PMI ha toccato quota 58,2 a marzo (il livello più alto dal 2012), mentre il settore manifatturiero resta più contenuto (ma in espansione) a 51,9. La produzione industriale è cresciuta del 3,9% annuo a marzo, restando inferiore al consensus e alla media di lungo periodo. Il settore immobiliare ha iniziato a mostrare segni di stabilizzazione, con vendite in aumento, in termini di valore e di volume, rispet-

tivamente dell'8,8% e dello 0,2% su base annua a marzo, anche se gli investimenti immobiliari hanno continuato a diminuire del 7,2% su base annua.

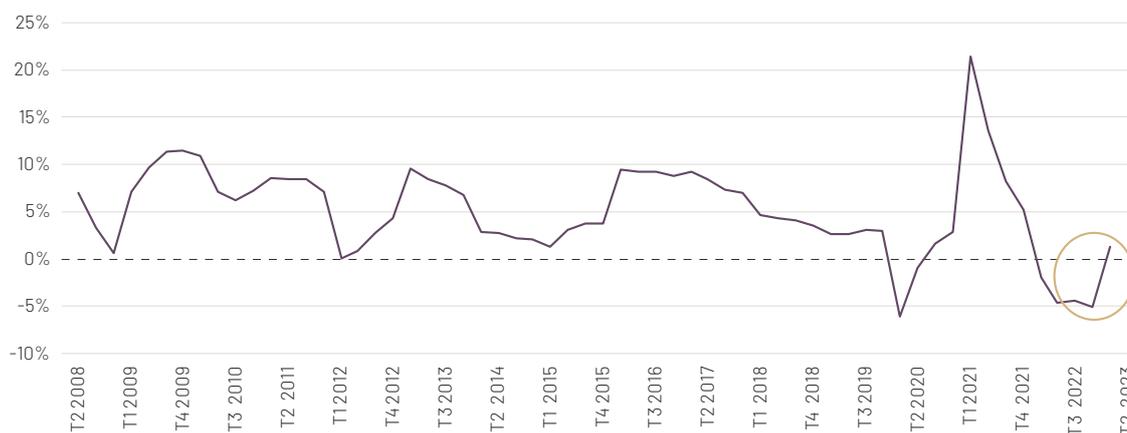
E LA RIPRESA CONTINUA

I dati incoraggianti del 1° trimestre 2023 rafforzano il nostro scenario, con un PIL cinese solidamente in crescita del 5,6% nel 2023, al di sopra dell'obiettivo del 5% fissato dal Congresso Nazionale del Popolo (NPC) all'inizio di marzo, grazie alla ripresa dei consumi interni e dei servizi. Nei prossimi mesi, la forza della ripresa dipenderà dal miglioramento del *sentiment* dei consumatori cinesi, dopo tre anni di drastiche misure anti-COVID-19 senza il beneficio di misure di sostegno straordinarie simili a quelle decise dai governi occidentali. Il miglioramento del mercato del lavoro (il tasso di disoccupazione è sceso al 5,3% a marzo), l'attuale debolezza del reddito reale, cresciuto solo del 3,8% annuo a marzo (nonostante la bassa inflazione), e la normalizzazione del settore immobiliare dovrebbero sostenere la fondamentale ripresa del *sentiment* (grafico 1).



LA RIPRESA cinese dovrebbe essere trainata dalla domanda interna frenata

GRAFICO 1: IL MERCATO IMMOBILIARE CINESE STA TOCCANDO I MINIMI? CRESCITA DEL VALORE AGGIUNTO, SETTORE IMMOBILIARE, A/A, %



Fonti: Datastream, Indosuez Wealth Management.

Mentre le principali economie sono alle prese con un'inflazione elevata, la Cina sembra sfuggire all'aumento dei prezzi e ai problemi delle *supply chain*, con un'inflazione dello 0,7% su base annua a marzo. Una situazione che giustifica le politiche monetarie e fiscali accomodanti a sostegno degli obiettivi di crescita, mentre la crescita del credito al settore privato è rimasta forte a marzo (9,6% su base annua). I rischi per il nostro scenario sono più al rialzo per la Cina. Il rallentamento dell'economia mondiale e le tensioni geopolitiche che coinvolgono Taiwan e gli Stati Uniti costituiscono un rischio negativo, ma per il momento le esportazioni rimangono robuste (+14,1% su base annua, a marzo).

MANTENIAMO LA NOSTRA FORTE CONVINZIONE SULLE AZIONI CINESI

Inizialmente alla base del considerevole rimbalzo del 50% delle azioni cinesi, tra novembre e fine gennaio, il tema della riapertura si è concretizzato in dati macroeconomici molto positivi, come dimostra l'aumento delle sorprese economiche positive registrate in Cina da gennaio. Tuttavia, nonostante questi ottimi dati, i mercati cinesi hanno sottoperformato i principali indici azionari globali (-6% rispetto all'MSCI World dal 1° febbraio). A nostro avviso, questa dicotomia tra una situazione macroeconomica molto vivace e una performance contrastata è dovuta a tre aspetti degni di nota:

- Nonostante il rimbalzo dei dati macroeconomici, gli investitori internazionali non sono ancora convinti della ripresa economica cinese, soprattutto in considerazione dell'attuale basso livello del *sentiment* dei consumatori cinesi.
- I motivi di tensione geopolitici del 2023 (il caso del pallone meteo a febbraio e le tensioni con Taiwan) stanno pesando sugli asset cinesi.
- Il *sentiment* degli investitori è attualmente guidato soprattutto dall'andamento dei tassi d'interesse statunitensi e dalle aspettative di un ipotetico cambio di rotta della Fed.

Tuttavia, la nostra convinzione sulle azioni cinesi rimane intatta. L'analisi *bottom-up* ha evidenziato una forte sovraperformance da inizio anno delle società "blue chip" in settori come i consumi, i servizi di comunicazione, l'informatica, l'energia e le

materie prime, in linea con la nostra visione di una ripresa trainata dalla domanda interna. In prospettiva, la Cina rappresenterà un terzo della crescita globale nel 2023 e 2024. La prevista ripresa del *sentiment* e il punto di minimo del mercato immobiliare dovrebbero sostenere i mercati cinesi. La Cina è inoltre una delle poche grandi economie in cui la politica economica rimane favorevole alla crescita, mentre la maggior parte delle economie avanzate sta iniziando a sentire gli effetti delle politiche monetarie estremamente aggressive avviate nel 2022. In particolare, dal punto di vista del mercato azionario, la Cina offre una diversificazione verso le azioni globali, in un momento in cui il contesto di mercato incoraggia la riduzione del rischio, soprattutto nei mercati statunitensi ed europei:

- La crescita degli utili azionari cinesi dovrebbe raggiungere il 17,8% nel 2023 e il 14,9% nel 2024 (rispetto all'1,1% e all'11,3% rispettivamente per l'indice MSCI World); riteniamo che le stime degli utili abbiano toccato i minimi nel novembre 2022 e ci aspettiamo una seconda ondata di revisioni positive dopo quella di fine 2022.
- Le azioni cinesi rimangono interessanti in termini di valutazione, rispetto alla media decennale del rapporto prezzo/utili (con uno sconto del 18% per le azioni H e del 30% per le azioni A).
- Il *sentiment* degli investitori globali sta migliorando; i flussi verso i fondi dei mercati emergenti globali (EM) e dell'Asia escl. Giappone sono stati positivi da inizio anno, con afflussi rispettivamente di 37 miliardi di dollari e 18 miliardi di dollari, rispetto a deflussi di 4 miliardi di dollari e afflussi di 7 miliardi di dollari nel 2022. A più lungo termine, un potenziale aumento del fattore di inclusione delle azioni A cinesi nell'indice MSCI Emerging Markets potrebbe attrarre flussi sostenibili a lungo termine sui mercati azionari cinesi.

Infine, le tensioni tra Stati Uniti e Cina continuano ad occupare le prime pagine, ma la forte interconnessione economica tra i due giganti (deficit commerciale degli Stati Uniti nei confronti della Cina, dominio cinese in molte catene di valore e di produzione, nonché nel settore delle rinnovabili, e significativo aumento della tecnologia cinese nelle esportazioni del Paese negli ultimi 15 anni) rende la Cina per il momento imprescindibile.

DOVE E QUANDO ATTERRERÀ
L'ECONOMIA STATUNITENSE?

Bénédicte KUKLA
Senior Investment
Strategist

Anche se il grado di inasprimento delle condizioni di credito nei prossimi mesi rimane incerto, vediamo una parziale stabilizzazione dell'economia statunitense nella seconda metà del 2023, poiché la correzione del mercato del lavoro è appena iniziata. Il rallentamento dell'economia statunitense ha avuto un impatto limitato sull'Europa, grazie soprattutto alla riapertura dell'economia cinese.

STATI UNITI: CONTRAZIONE MODERATA
E TEMPORANEA DELLA CRESCITA NEL S2

Abbiamo iniziato il nostro comitato investimenti con un sospiro di sollievo: le recenti turbolenze del settore bancario statunitense si sono rivelate ben diverse da quella della crisi finanziaria del 2008. I dati reali suggeriscono una normalizzazione dei depositi ed un inasprimento delle condizioni finanziarie, tornate ai livelli precedenti a marzo. La fiducia dei consumatori (Università del Michigan) si è indebolita, ma non sembra essere influenzata dallo *shock* (63,5 rispetto ai 62 di marzo). Tuttavia, i dati dell'indagine sulle piccole imprese (NFIB²) indicano che i finanziamenti sono attualmente il problema più importante per questa categoria di aziende. Tale incertezza ha alimentato i timori di una contrazione del credito e spiega la divergenza delle previsioni di crescita dell'economia statunitense nel 2023. La nostra opinione è la seguente: una crescita migliore del previsto nella prima metà dell'anno (come sostenuto dall'ultima previsione GDPNow della Federal Reserve di Atlanta per il 1° trimestre 2023, pari al 2,5% SAAR³) e poi una contrazione temporanea del PIL nel 2° semestre, con un calo più significativo nel 4° trimestre rispetto al 3° (che implica un impatto negativo sulla crescita media annua del PIL del 2024).

Questo indebolimento ritardato della crescita dovrebbe derivare da un progressivo calo dei consumi nei prossimi mesi: il mercato del lavoro diventa infatti meno favorevole e il credito non costituisce più un fattore di sostegno per le famiglie, a causa della posizione più selettiva delle banche nella concessione dei prestiti, nell'attuale contesto di crescente pessimismo sull'economia statunitense. Potremmo sbagliarci sulla tempistica, con i servizi che rimangono resilienti (l'indagine ISM manifatturiera si è attestata a marzo a 51,2⁴), offerte di lavoro in calo ma ancora elevate (9,9 milioni attualmente contro i 7 milioni pre-pandemia) e un onere del debito basso rispetto agli standard storici; tutto ciò potrebbe far slittare la contrazione del PIL all'inizio del 2024. Tuttavia, sebbene l'incertezza sia elevata, non ci arrendiamo al pessimismo dominante sull'imminenza della recessione negli Stati Uniti, ma crediamo in una contrazione solo temporanea della crescita. Inoltre, nel 2024 la ripresa potrebbe essere meno modesta di quanto previsto in precedenza, in particolare con la fine della fase di risanamento degli investimenti nel settore immobiliare, che dal secondo trimestre del 2021 ha sottratto in media circa mezzo punto percentuale alla crescita trimestrale del PIL.



Offerte
di lavoro USA:
9,9 MILIONI
CONTRO
7 MILIONI
del periodo
pre-pandemia

2 - National Federation of Independent Business (Federazione nazionale delle imprese indipendenti).

3 - Tasso annuo destagionalizzato.

4 - Attenzione: le indagini PMI e ISM con un punteggio al di sopra di 50 punti indicano un'espansione dell'attività; al di sotto dei 50 punti, evidenziano una contrazione dell'attività.



L'INDICE PMI
spagnolo dei servizi
si attesta a quota
59 PUNTI
a marzo

In questo contesto in cui la domanda interna sta iniziando a diminuire, vediamo segnali positivi di una disinflazione ciclica negli Stati Uniti, che, contrariamente all'area euro, è stata originariamente innescata da un eccesso di domanda dopo la pandemia. Negli Stati Uniti, i prezzi dell'energia sono ora in calo (-6% a/a). Le tensioni sul versante dell'offerta si sono attenuate, come testimonia il rallentamento dei prezzi delle merci (all'1,5% su base annua a marzo, dal 12% di inizio 2022). I prezzi dei servizi continuano tuttavia a rimanere elevati (7,1% a/a) e rappresentano la principale fonte di preoccupazione per la Fed. Il dato incoraggiante è che la componente legata agli alloggi, compresa nei prezzi dei servizi, ha iniziato a diminuire su base mensile a marzo, pur continuando a crescere in termini annuali (8,2% su base annua). Se si considera il suo peso nell'indice dell'inflazione (>30% dell'inflazione totale e 45% dell'inflazione core), potrebbe contribuire a far scendere l'inflazione core più rapidamente di quanto previsto in precedenza. Tale tendenza potrebbe non avere un impatto enorme sulla traiettoria dei tassi della Fed, poiché l'istituto è meno interessato alla componente legata agli alloggi, ma può fare la differenza per la ripresa del reddito delle famiglie nel 2024. Nel complesso, prevediamo che l'inflazione segnerà il passo nei prossimi mesi, grazie soprattutto ai forti effetti base sui prezzi dell'energia e dei prodotti alimentari, e che l'inflazione *headline* supererà l'inflazione *core* a partire dal secondo trimestre del 2023.

RISCHI AL RIALZO PER L'AREA EURO

Con l'accelerazione della crescita cinese (vedi Focus a pagina 4) e il rallentamento della crescita statunitense verso la fine dell'anno, abbiamo lasciato invariato il nostro scenario di crescita del PIL per l'area euro nel 2023 (tabella 1). Non prevediamo una recessione dell'area euro e i rischi dovrebbero essere orientati al rialzo, in particolare per la ripresa dell'industria dopo il significativo *shock* energetico del 2022 (la produzione tedesca è rimbalzata del +5,8% dal dicembre 2022). Anche la crescita del PIL spagnolo dovrebbe essere più forte grazie alla solidità dei servizi (il PMI dei servizi dell'area euro è rimasto a 55 punti a marzo ed è salito a 59 in Spagna). Sul fronte dell'inflazione, l'aumento del costo del lavoro è simile a quello degli Stati Uniti (circa il 6% annuo) e si sta avvicinando al tasso di inflazione, con effetti positivi per il potere d'acquisto. Tuttavia, riteniamo che i salari in Europa siano meno sensibili alle variazioni del mercato del lavoro e che avranno quindi un impatto più duraturo sull'inflazione. In questo contesto, la stretta monetaria della BCE è destinata a continuare, anche se l'impatto sulla crescita del PIL si farà sentire più tardi rispetto agli Stati Uniti.

TABELLA 1: PREVISIONI MACROECONOMICHE 2023 - 2024, %

● Rivisto al ribasso rispetto al mese scorso ● Rivisto al rialzo

	PIL		INFLAZIONE	
	2023	2024	2023	2024
USA	1,3%	0,4%	3,9%	2,4%
Area Euro	0,5%	1,0%	5,9%	3,1%
Cina	5,6%	4,7%	1,5%	2,5%
Giappone	1,1%	1,3%	2,7%	2,2%
India	5,3%	6,0%	6,0%	6,0%
Brasile	0,9%	1,7%	5,0%	5,0%
Mondo	2,6%	2,8%	-	-

Fonte: Indosuez Wealth Management.



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

Con la collaborazione
del team del Reddito Fisso

Il Fondo Monetario Internazionale (FMI) ha dato in aprile il suo contributo alla schiera di ricerche teoriche dedicate al tasso di riferimento “naturale”⁵. Una sorta di ricerca del Santo Graal della prosperità economica, in un mondo privo di traumi, caratterizzato da alta prevedibilità e previsioni accurate. Un sogno... ma che mondo noioso! Nella realtà, i mercati del reddito fisso stanno ricordando agli investitori quanto possano essere volatili, spesso anche più delle azioni. E a volte a spese degli investitori in cerca di sicurezza.

BANCHE CENTRALI

Che cosa è successo dopo le turbolenze di marzo? Le istituzioni estere che avevano bisogno di dollari hanno attivato le linee di *swap* con la Fed, eliminando lo stress. Le banche statunitensi che avevano bisogno di liquidità hanno utilizzato gli strumenti della Fed e hanno già iniziato a rimborsarli. Sul fronte dell'economia, i sondaggi evidenziano una certa debolezza, mentre altri dati macroeconomici sembrano ancora relativamente brillanti. Di conseguenza, i rendimenti sono lentamente ma inesorabilmente cresciuti, a partire dalla parte breve della curva, mentre i portavoce del FOMC, nel momento in cui scriviamo, propendono per un rialzo dei tassi di 25 pb nella prossima riunione di maggio. Nel complesso, il nostro scenario centrale è che i tassi rimarranno alti più a lungo.

Nell'area euro, le dinamiche dell'inflazione *core* sono ancora troppo lontane dal livello di sicurezza

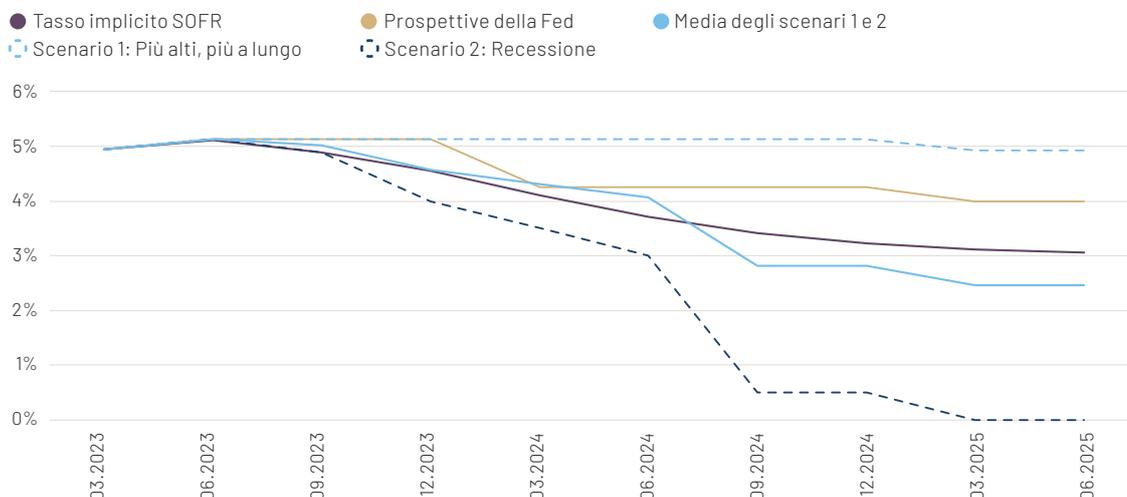
della BCE per essere ignorate. I rialzi dei tassi sono scontati fino all'estate, accompagnati da una leggera stretta quantitativa. Il prossimo interrogativo riguarda un'eventuale riduzione più aggressiva del bilancio, non ancora ufficialmente in programma.

Per quanto riguarda i tassi e le curve, i premi a termine negli Stati Uniti sono tornati in territorio negativo, il che ci conforta nel mantenere una bassa *duration* nei portafogli. I *future* sui Fed Fund stanno attualmente prezzando dei tagli dei tassi già alla fine del 2023, un comportamento coerente con una grave recessione immediata e con un percorso di forte riduzione dell'inflazione (grafico 2). Questa posizione è ben lontana dal nostro scenario macroeconomico centrale, che prevede due trimestri di lieve recessione, a partire dal terzo trimestre del 2023. Di conseguenza, manteniamo il nostro posizionamento sottopeso o corto su questa parte della curva.



IL GRANDE
RITORNO
del prezzo
del denaro

GRAFICO 2: COME PREZZARE I TASSI A 2 ANNI? I PREZZI DI MERCATO APPAIONO ANCORA AGGRESSIVI, % (IPOTESI DI TASSO IN DIVERSI SCENARI)



SOFR: tasso di finanziamento notturno garantito.

Le linee tratteggiate rappresentano ipotesi interne.

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

5 - IMF: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2023/April/English/ch2.ashx>

BCE: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op217.en.pdf>

Fed: <https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar>



MERCATI DEL CREDITO

A metà aprile, i mercati del credito hanno già recuperato la sottoperformance di marzo (-90 pb secondo Bloomberg Barclays Indices, in Europa) in termini di *spread*. Un recupero che controbilancia i rischi di contrazione del credito causati dallo stress bancario, almeno in prima battuta. Nelle prossime settimane o mesi seguiremo da vicino la trasmissione all'economia reale. Come in passato, la domanda essenziale verterà sulla disponibilità delle banche a concedere prestiti o sulla mancanza di domanda da parte delle imprese e delle famiglie. Dal punto di vista qualitativo, i bilanci aziendali rimangono solidi, almeno per le aziende di maggiori dimensioni. Il mercato dei finanziamenti per i grandi nomi è sempre aperto. In termini settoriali, c'è valore sulle banche, sulla componente senior della struttura di capitale e, in modo selettivo, sul debito strettamente subordinato. In Europa, i mercati hanno fortemente rivalutato i premi per il rischio degli emittenti immobiliari, spingendoli a rifinanziarsi attraverso il sistema bancario.

Continuiamo a privilegiare gli investimenti a breve scadenza con *rating* elevato. Questi ultimi offrono agli investitori un *carry* interessante, oltre a un forte *breakeven* in caso di aumento dei rendimenti.

In Cina, nel 2022, abbiamo assistito a un'ondata massiccia di *default* degli emittenti del settore immobiliare che ha di conseguenza decimato questa parte del mercato. Altri settori sono stati relativamente immuni dalle insolvenze nel 2022 e fino ad oggi.

Negli ultimi mesi, a livello macroeconomico, abbiamo constatato che le istituzioni con esigenze di liquidità possono accedervi (Banca d'Inghilterra a fine settembre, Fed con il programma Bank Term Funding), ma ad un prezzo decisamente sopra lo zero sia in termini nominali che reali. Ciò è coerente con le misure di inasprimento quantitativo adottate in entrambe le aree e probabilmente indica la strada che sarà percorsa anche dalla BCE.

QUALI SONO I RISCHI PER IL FUTURO?

- Il tetto del debito degli Stati Uniti. La nuova serie di dati che viene esaminata da vicino dagli operatori di mercato è quella del gettito fiscale. Janet Yellen prevede che il Tesoro sarà a corto di liquidità a fine giugno, mentre i mercati scontano un rischio sui titoli a metà agosto, con un'impennata dei tassi in questo periodo.
- Un colpo alla politica della banca centrale giapponese: il nuovo governatore Kazuo Ueda si è allineato alla politica monetaria estremamente accomodante del suo predecessore. Tale decisione sopravviverà alla tanto attesa ripresa dell'inflazione giapponese?
- Per quanto riguarda i mercati del credito, la loro elevata performance rimane fortemente correlata alla propensione al rischio globale, ovvero alle performance dei mercati azionari a bassa volatilità. Rimaniamo cauti sulla parte del mercato con *rating* meno elevato, soggetta a problemi di rifinanziamento nel 2024.



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

Con la collaborazione
del team del Azioni

I mercati hanno già cancellato la correzione provocata dalla crisi della Silicon Valley Bank. Il settore bancario richiede tuttavia un approccio ancora cauto, soprattutto se si considera l'evoluzione delle condizioni di credito e il conseguente impatto sul settore immobiliare residenziale. Insieme alla svolta della Fed, il rallentamento rimane il tema centrale per i mercati, sia per la crescita economica che per quella degli utili.



Le revisioni degli
EPS
restano
STABILI

STAGIONE DEGLI UTILI

La nuova stagione degli utili sarà un fattore importante per l'andamento del mercato nelle prossime settimane. Il coefficiente dei pre-annunci è più negativo rispetto ai precedenti comunicati sugli utili, addirittura superiore alla media di lungo periodo ed al livello più alto dal terzo trimestre del 2019 (grafico 3). Tuttavia, le revisioni degli utili per azione (EPS) formulate dagli analisti per tutte le regioni rimangono per ora piuttosto stabili.

STATI UNITI

Le recenti turbolenze nella sfera finanziaria sembrano essersi normalizzate e le prime pubblicazioni delle banche statunitensi per il primo trimestre del 2023 sembrano confermare la diminuzione del rischio. Tuttavia, in questa fase, il rimbalzo di queste aziende rimane modesto. Sottolineiamo inoltre che il *sentiment* degli investitori è cambiato molto rapidamente, mostrando ora una certa euforia, come evidenziato dal VIX, che è ai minimi da oltre un anno.

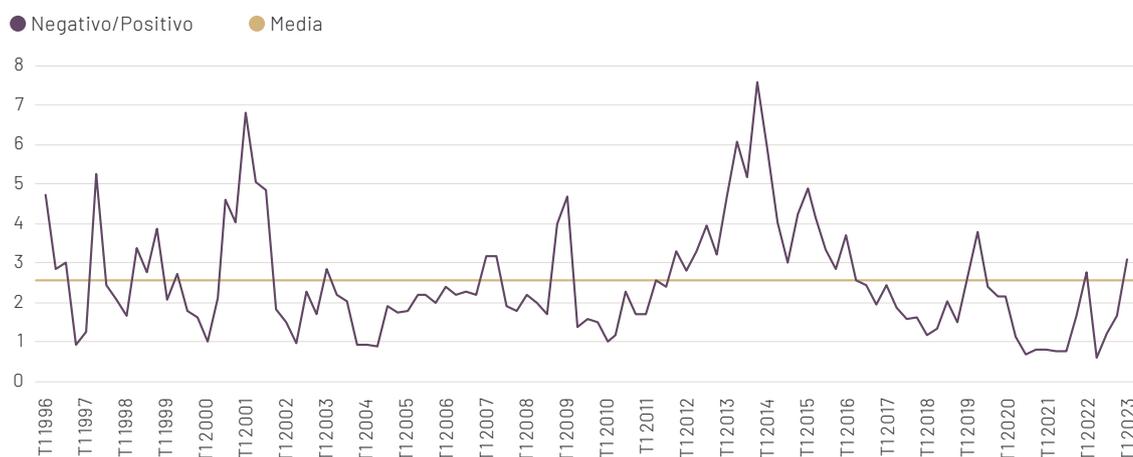
Il rallentamento rimane un tema centrale, sia per la crescita economica che per quella degli utili. All'inizio della stagione degli utili, vediamo una certa cautela, sia da parte degli analisti finanziari sia da parte delle aziende, che ridimensionano più del solito le loro prospettive. L'evoluzione della politica monetaria e la stagione degli utili saranno i principali elementi da seguire per determinare l'evoluzione futura dei mercati.

EUROPA

Dal 15 marzo le azioni europee sono rimbalzate bruscamente e sono ora addirittura al di sopra dei livelli in cui si trovavano prima della correzione seguita al crollo della Silicon Valley Bank.

Per quanto riguarda la dinamica macroeconomica, i dati economici dell'area euro sono ancora piuttosto solidi e la riapertura cinese, che è stata un fattore positivo per le azioni europee dall'inizio dell'anno, dovrebbe continuare ad essere un fattore trainante.

GRAFICO 3: RAPPORTO NEGATIVO/POSITIVO PRE-ANNUNCI S&P 500, RATIO



Fonti: Citigroup, Indosuez Wealth Management.

Nota: Il numero di società che hanno annunciato un comunicato negativo sugli utili del 1° trimestre 2023 è aumentato rispetto alle stagioni precedenti ed è superiore alla media di lungo periodo. La prossima stagione degli utili potrebbe quindi essere più contrastata.



Dopo essere state riviste al rialzo dall'inizio dell'anno, le revisioni degli EPS si stanno stabilizzando e le valutazioni delle azioni europee rimangono ancora piuttosto interessanti (leggermente inferiori alla media ventennale), soprattutto se confrontate con quelle degli Stati Uniti.

MERCATI EMERGENTI

Come spiegato in dettaglio nel nostro Focus di questo mese (pagina 4), a marzo le azioni cinesi hanno messo a segno un forte rimbalzo, dopo le prese di profitto di febbraio. Il *sentiment* degli investitori globali nei confronti della Cina è migliorato negli ultimi mesi grazie alla ripresa economica in atto nel Paese. Il miglioramento è stato particolarmente percettibile sul fronte dei servizi e delle vendite al dettaglio. A marzo abbiamo assistito anche a una ripresa del mercato immobiliare (prezzi delle case e volume delle vendite). Un ulteriore sostegno è giunto da un forte ciclo del credito e da politiche monetarie e fiscali accomodanti. Le autorità cinesi hanno ribadito il loro sostegno all'economia delle piattaforme (cioè al settore internet) e alle imprese del settore privato. Quello delle azioni cinesi resta uno dei nostri mercati preferiti per il 2023, grazie a sconti sulle valutazioni ancora consistenti ed a revisioni degli EPS che hanno probabilmente toccato i minimi alla fine del 2022.

I rischi principali da monitorare sono ancora le tensioni tra Cina e Stati Uniti e le continue incertezze sul picco dei tassi d'interesse statunitensi e sull'effettiva tempistica della svolta della Fed.

STILE D'INVESTIMENTO

Abbiamo assistito ad un recente rimbalzo dei titoli *Value*, trainato in particolare dal rimbalzo dei tassi d'interesse e dall'annuncio dei tagli alla produzione di greggio decisi dall'OPEC. Nel medio termine, continuiamo ad attendere una normalizzazione a breve termine dei rendimenti a lungo termine ed il proseguimento dell'attuale rimbalzo tattico del comparto *Value* per prendere profitto ed aumentare la nostra esposizione al comparto *Growth*.

Rimaniamo costruttivi sui titoli *Growth*, in particolare sulle società di crescita con modelli di business legati agli abbonamenti e con bilanci solidi che potrebbero beneficiare del calo dei tassi di interesse a lungo termine. Alcuni temi, come l'intelligenza artificiale, stanno inoltre riportando i flussi verso il comparto della tecnologia.

Infine, siamo ancora positivi sullo stile *Quality*, che può rappresentare l'approccio migliore in uno scenario di rallentamento della crescita, ampliamento degli *spread* di credito e calo dei rendimenti obbligazionari. Tuttavia, rimaniamo selettivi e preferiamo titoli di qualità a prezzi ragionevoli.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment
Strategist

Il crescente pessimismo sull'economia statunitense e l'avvicinamento della Fed al suo tasso obiettivo stanno facendo perdere all'USD un po' del proprio smalto, mentre altre valute attendono il ritorno sul podio. L'EUR sembra il candidato più probabile, ma anche il CHF è rimasto solido, con un po' di terreno ancora da recuperare. L'oro è stato il vero vincitore del 2023 e dovrebbe mantenere la propria posizione di forza.



USD

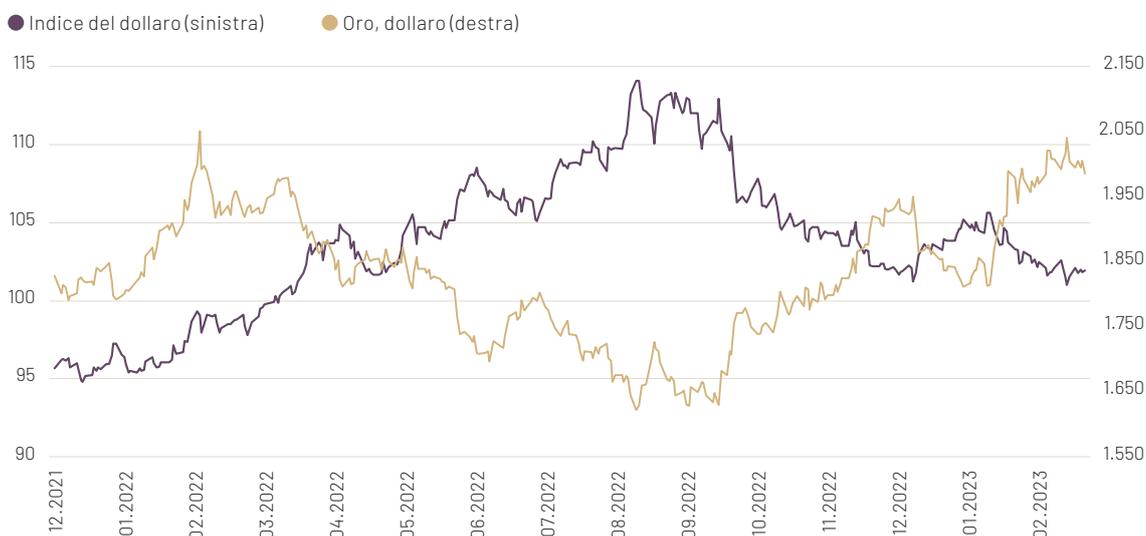
Un percorso meno brillante

L'indice del dollaro USA (DXY), che misura la forza della valuta rispetto a un paniere di divise concorrenti, si è attestato a quota 102 il 19 aprile, in calo del 2% da metà marzo, ma in crescita dell'1% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Dopo il rialzo di inizio marzo, l'USD sta riprendendo la tendenza al ribasso, a causa dell'indebolimento dei dati macroeconomici e delle aspettative sui tassi della Fed.

Le prospettive della Fed rimarranno un fattore chiave per il dollaro USA. Secondo i nostri colleghi di CACIB, l'analisi storica suggerisce che in passato il dollaro USA ha avuto la tendenza ad apprezzarsi del 2% in media nei tre mesi che

hanno preceduto l'ultimo rialzo dei tassi della Fed, prima di perdere terreno dopo la pausa della Fed, soprattutto rispetto a JPY, CHF ed EUR. Ciò suggerisce che il dollaro USA potrebbe recuperare terreno nel secondo trimestre del 2023, quando la Fed effettuerà l'ultimo rialzo dei tassi. In seguito, il dollaro USA potrebbe rimanere la valuta da "vendere in caso di rimbalzi" rispetto ad altre valute rifugio (EUR, YEN e CHF in particolare), in particolare nel secondo semestre, quando l'indebolimento del contesto macroeconomico statunitense appannerà ulteriormente lo smalto della divisa USA (grafico 4). Un altro fattore chiave a breve termine per l'USD potrebbe essere la ripresa delle tensioni nel settore bancario, che potrebbero favorire la valuta statunitense rispetto ad una fuga verso la qualità.

GRAFICO 4: ANDAMENTO DELL'USD E DELL'ORO



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

Tuttavia, ed è un dato probabilmente più importante, su un orizzonte di 6-9 mesi, il rallentamento del ritmo di rialzi della Fed, la riapertura della Cina e l'attenuazione della crisi energetica in Europa, nonché la continua stretta da parte di altre banche centrali del G10, dovrebbero far perdere al dollaro USA un po' del suo smalto verso la fine dell'anno. L'imminente dibattito sul tetto del debito, in giugno e luglio, e l'incertezza politica incombente sono anch'essi fattori negativi per l'USD.

EUR

Spinta verso il rialzo dei tassi

L'EUR/USD ha registrato un mese positivo, recuperando il 3% da metà marzo, ma rimanendo ancora del 2% al di sotto del livello precedente allo scoppio della guerra in Ucraina. Il rallentamento della dinamica economica negli Stati Uniti e la posizione aggressiva della BCE potrebbero spingere l'EUR/USD verso l'alto, secondo noi con un limite superiore in un intervallo target compreso tra 1,08 e 1,12. Con salari e inflazione *core* stabilmente in rialzo nell'area euro, la BCE è ancora concentrata sui prezzi piuttosto che sulle preoccupazioni per la stabilità finanziaria. La BCE sembra inoltre convinta che il sistema bancario dell'area euro non corra rischi comparabili a quelli riscontrati negli Stati Uniti o in Svizzera, possedendo strumenti sufficienti per rafforzare la stabilità finanziaria, se necessario. Il recente miglioramento delle condizioni commerciali derivante dal calo dei prezzi dell'energia ha peraltro contribuito all'apprezzamento dell'euro, sia riducendo indirettamente la domanda di materie prime denominate in dollari, sia sostenendo indirettamente le prospettive di crescita.

CHF

Il ritorno della macroeconomia

Nell'ultimo mese, la performance del CHF è stata relativamente neutra rispetto all'EUR e ha registrato un progresso del 2% rispetto all'indebolimento del dollaro USD. L'evento relativo al Credit Suisse è passato in secondo piano ed il mercato ha ripreso a concentrarsi sull'inflazione. Sebbene l'inflazione svizzera sia invidiabilmente bassa rispetto agli standard globali (2,9% su base annua a marzo, in calo rispetto al 3,4% del mese precedente), essa rimane spiacevolmente alta per la banca centrale. La Banca nazionale svizzera (BNS) ha accennato

ad un'altra manovra restrittiva, in occasione della riunione del giugno 2023. Inoltre, il tasso di riferimento della BNS, pari all'1,5%, è significativamente più basso rispetto a quelli delle controparti europee e probabilmente non abbastanza alto da ridurre l'inflazione, spingendo i mercati a prevedere tassi superiori al 2% entro la fine dell'anno. Pertanto, riteniamo che il CHF disponga ancora di margini di miglioramento rispetto all'USD e all'EUR nei prossimi mesi.

JPY

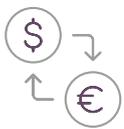
Deludente

Il nuovo governatore della Banca del Giappone Kazuo Ueda ha iniziato il proprio mandato quinquennale il 9 aprile. Il suo obiettivo a breve termine è quello di evitare il rischio che l'inflazione torni al di sotto del target del 2%. L'inflazione giapponese si è attestata al 3,3% su base annua a febbraio, ma è scesa inaspettatamente per la prima volta da ottobre 2021. Il nuovo governatore ha promesso di mantenere una posizione accomodante sull'inflazione, facendo corrispondere qualsiasi cambiamento nel controllo della curva dei rendimenti alla tendenza di fondo dell'inflazione. Questo discorso ha esercitato una pressione al ribasso sullo JPY. Con il rafforzarsi dei timori di recessione negli Stati Uniti e l'aumento della pressione sull'inflazione giapponese per una potenziale revisione della politica monetaria della Banca del Giappone più avanti nel corso dell'anno, manteniamo la nostra attuale opinione positiva sullo JPY, che col tempo dovrebbe riacquistare la sua attrattiva come valuta rifugio. Ma, come dice un vecchio proverbio: la fretta è cattiva consigliera.

ORO

Sempre richiesto

La domanda di oro, come copertura per l'avversione al rischio e per l'inflazione, è rimasta elevata. Le aspettative di un cambio di rotta della Fed per la fine dell'anno sostengono l'andamento dell'oro. I tassi d'interesse reali più bassi negli Stati Uniti hanno contribuito a sostenere lo XAU intorno alla soglia dei 2.000 dollari, un livello che riteniamo possa essere mantenuto dal metallo giallo, soprattutto in un contesto geopolitico ancora delicato e con una domanda strutturalmente più elevata da parte delle banche centrali.



Intervallo target
superiore per
EUR/USD
fra 1,08 e 1,12



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager



CRESCITA
DEL PIL USA,
contrazione
leggermente più
sensibile nel S2

SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** nessuna variazione di rilievo nei dati di crescita annuale del PIL statunitense, con una contrazione temporanea ma leggermente più sensibile nel secondo semestre del 2023 e una ripresa meno modesta nel 2024, trainata dall'aumento del reddito reale delle famiglie e dalla fine della fase di risanamento del settore immobiliare. I mercati emergenti traineranno la crescita globale, con l'attività economica cinese che trarrà forza da una ripresa più ampia. Nessuna variazione nell'area euro, con rischi di rialzo per la forza della riapertura della Cina e dei flussi turistici.
- **Inflazione:** manteniamo lo scenario a radice quadrata, con importanti effetti di base che potrebbero far scendere l'inflazione, a partire da ora. L'inflazione nell'area euro dovrebbe essere più persistente, a causa della dinamica salariale. Disinflazione ciclica negli Stati Uniti, con incertezza sul ritmo della disinflazione dei prezzi dei beni rifugio nel corso dell'anno.
- **Banche centrali:** anche se le recenti turbolenze del settore bancario e il conseguente inasprimento delle condizioni di finanziamento potrebbero spingere le banche centrali a moderare le proprie politiche restrittive, non crediamo tuttavia nello scenario di mercato che vede la Fed ridurre i tassi già da quest'estate. Ci aspettiamo che le banche centrali rimangano ancora concentrate sull'inflazione, mantenendo un livello elevato di tassi fino alla fine dell'anno.
- **Utili:** l'attuale stagione degli utili sarà un importante fattore di orientamento dei mercati nelle prossime settimane, poiché gli investitori si concentreranno sulla solidità dei margini e sulle indicazioni della guidance, mentre l'incertezza macroeconomica resta elevata. Nelle economie avanzate le revisioni degli utili sembrano stabilizzarsi. Il *sentiment* nel 1° trimestre 2023 rimane positivo per l'Europa, a differenza del resto del mondo.
- **Contesto di rischio:** dopo essere cresciuta a causa delle recenti turbolenze bancarie, la volatilità del reddito fisso ha cancellato il suo picco di marzo, mentre quella azionaria è tornata ai minimi di un anno. La diminuzione dello stress ed il miglioramento del *sentiment* degli investitori non riflettono tuttavia gli elevati rischi macroeconomici (effetti collaterali della crisi bancaria, stabilità finanziaria, viscosità dell'inflazione,

tetto del debito USA) e i rischi esterni sul fronte geopolitico (tensioni USA-Cina su Taiwan, guerra Ucraina-Russia).

ASSET ALLOCATION

AZIONI

- Dopo aver redistribuito nei mesi precedenti la liquidità sugli attivi rischiosi, in base alle opportunità, manteniamo un'opinione neutrale sulle azioni, la cui asimmetria rischio/rendimento è più bassa dopo il recente *rally*, e in considerazione del rallentamento del ciclo economico in corso. La maggiore dispersione tra settori e aree geografiche potrebbe tuttavia offrire nuove opportunità.
- In termini geografici, manteniamo la nostra opinione positiva sui titoli azionari cinesi, in particolare su quelli nazionali, poiché la crescita più vivace del previsto e la domanda frenata dovrebbero tradursi in prospettive migliori per queste società. Rimaniamo pressoché neutrali sui mercati europei e statunitensi, anche se notiamo l'attrattiva relativa dei titoli europei rispetto ai loro omologhi statunitensi in termini di valutazioni.
- Nell'attuale contesto, continuiamo a vedere opportunità nelle società con solidi fondamentali ed un elevato potere di determinazione dei prezzi, poiché il mutamento tendenziale dei rendimenti e dei rischi di inflazione dovrebbe sostenere la performance relativa dei titoli *Quality*. Lo stile *Growth* ha sovraperformato lo stile *Value* da inizio anno, grazie alle turbolenze del settore bancario ed al calo dei rendimenti. Poiché questo movimento è stato probabilmente eccessivo nel breve termine, preferiamo attendere un'ulteriore normalizzazione e mantenere la nostra esposizione allo stile *Value*, prima di esaminare le opportunità nel segmento *Growth*.

REDDITO FISSO

- Manteniamo la preferenza per i titoli di Stato a breve scadenza. Il recente *rally*, che ha fatto seguito alle turbolenze del settore bancario statunitense ed alle attese dei mercati di tagli aggressivi da parte della Fed entro la seconda metà del 2023, è eccessivamente ottimistico, poiché le dinamiche dell'inflazione *core* sono ancora troppo lontane dal livello di sicurezza delle banche centrali, mentre il nostro scenario macroeconomico non indica una grave recessione per le economie avanzate.

- La strategia basata sull'irrigidimento della curva dei rendimenti USA inizia ad offrire buoni punti di ingresso su un orizzonte strategico, fornendo una copertura soddisfacente contro una recessione economica più grave del previsto o di un ciclo di disinflazione e generando *carry*.
- Nell'ambito del credito, continuiamo a privilegiare l'*investment grade* a breve termine rispetto all'*high yield*, a causa del deterioramento delle condizioni di finanziamento degli emittenti. Nel frattempo, vediamo valore nei titoli finanziari nel segmento senior e, in modo selettivo, nel debito subordinato, anche se siamo più cauti nella scelta dei nomi.
- Opinione costruttiva sul debito emergente in valuta locale, poiché la debolezza del dollaro aiuterà la classe d'investimento a sovraperformare, anche se la cautela è d'obbligo alla luce del recente *rally*.

MERCATI DEI CAMBI

- Le diverse dinamiche inflazionistiche e macroeconomiche (nonché i diversi livelli di rischio per la stabilità finanziaria) tra gli Stati Uniti e l'area euro danno alla BCE più spazio per continuare a mantenere un atteggiamento aggressivo, rispetto alla Fed, e questo dovrebbe spingere al rialzo l'EUR/USD entro la fine dell'anno.
- Il franco svizzero rimane una copertura interessante, poiché si prevede che la valuta continuerà ad essere sostenuta dai solidi dati macroeconomici svizzeri e dalla politica monetaria della Banca nazionale svizzera.
- Anche se il nuovo governatore della Banca del Giappone si impegna a non apportare modifiche alla propria politica nel breve termine, la crescente pressione sull'inflazione, con l'aumento dei salari, potrebbe portare ad una potenziale revisione della politica monetaria della banca centrale più avanti nel corso dell'anno, questo spiega la nostra attuale opinione positiva sullo yen, in aggiunta alla sua qualità di copertura macro.
- L'oro ha registrato un forte *rally* dall'inizio dell'anno. Tale *rally* potrebbe segnare una pausa, in linea con un rimbalzo a breve termine dei tassi reali. Rimaniamo costruttivi nel medio termine, poiché i rendimenti più bassi previsti per fine anno e la domanda sostenuta delle banche centrali dovrebbero continuare a favorire l'apprezzamento dell'oro.

CONVINZIONI CHIAVE

	GIUDIZIO TATTICO (CT)	GIUDIZIO STRATEGICO (LT)
REDDITO FISSO		
TITOLI DI STATO		
EUR 2 anni (Germania)	=/-	=/-
EUR 10 anni (Germania)	=/-	=/-
Periferici EUR	=/-	=/-
2A US	=/-	=/+
10A 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)	=/-	=/+

Fonte: Indosuez Wealth Management.



DATI AGGIORNATI AL 20 APRILE 2023

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	3,53%	10,52	-34,30
Francia 10A	3,00%	28,20	-10,60
Germania 10A	2,44%	25,10	-12,20
Spagna 10A	3,48%	24,00	-16,80
Svizzera 10A	1,10%	-6,90	-51,40
Giappone 10A	0,47%	16,60	5,20

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	35,79	0,35%	3,11%
Titoli di Stato in EUR	195,01	-1,02%	1,22%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	200,00	1,05%	3,35%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	307,76	1,65%	3,72%
Titoli di Stato USA	302,09	-0,55%	2,27%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	43,63	0,51%	2,03%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9790	-1,40%	-1,07%
GBP/USD	1,2443	1,27%	2,98%
USD/CHF	0,8923	-2,64%	-3,48%
EUR/USD	1,0970	1,28%	2,48%
USD/JPY	134,24	2,59%	2,38%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	17,17	-5,44	-4,50

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	4.129,79	4,59%	7,56%
FTSE 100 (Regno Unito)	7.902,61	5,37%	6,05%
STOXX Europe 600	467,43	4,75%	10,01%
Topix	2.039,73	4,21%	7,82%
MSCI World	2.822,54	4,66%	8,45%
Shanghai SE Composite	4.113,02	1,83%	6,23%
MSCI Emerging Markets	989,79	1,23%	3,49%
MSCI Latam (America Latina)	2.242,31	8,47%	5,36%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	194,42	4,27%	1,27%
MSCI Asia Ex Japan	639,88	0,18%	3,33%
CAC 40 (Francia)	7.538,71	5,60%	16,45%
DAX (Germania)	15.795,97	3,85%	13,45%
MIB (Italia)	27.627,12	4,32%	16,54%
IBEX (Spagna)	9.450,90	5,36%	14,85%
SMI (Svizzera)	11.390,64	6,27%	6,16%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.922,00	-4,71%	-4,22%
Oro (USD/Oncia)	2.004,80	0,57%	9,91%
Greggio WTI (USD/Barile)	77,29	10,48%	-3,70%
Argento (USD/Oncia)	25,37	9,63%	5,54%
Rame (USD/Tm)	8.881,00	-1,66%	6,08%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	2,25	4,41%	-49,74%

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

	GENNAIO 2022	FEBBRAIO 2023	MARZO 2023	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (20 APRILE 2023)
MIGLIORI (+)	9,69%	1,74%	3,51%	8,47%	10,01%
	8,18%	1,35%	3,29%	5,37%	8,45%
	7,85%	0,91%	2,83%	4,75%	7,82%
	7,37%	-2,10%	2,73%	4,66%	7,56%
	7,00%	-2,53%	0,51%	4,59%	6,23%
	6,67%	-2,61%	0,36%	4,27%	6,05%
	6,18%	-4,41%	0,04%	4,21%	5,36%
	4,42%	-6,36%	-0,46%	1,83%	3,49%
	4,29%	-6,54%	-0,71%	1,23%	3,33%
PEGGIORI (-)	2,27%	-6,86%	-3,10%	0,18%	1,27%

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 netto prima dell'applicazione delle imposte e degli oneri finanziari. Dall'utile sottrae le spese operative, pertanto corrisponde al risultato operativo.

EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation): All'utile netto aggiunge gli interessi, le imposte, la svalutazione e le quote di ammortamento. Viene utilizzato per misurare la redditività operativa di un'azienda prima delle spese non operative e degli oneri non monetari.

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.

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.

Indice delle sorprese economiche: misura il grado di variazione dei dati macroeconomici pubblicati rispetto alle aspettative dei previsori.

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/utili 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" ("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 Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF).
- **in Spagna:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe) Sursucal 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), società con sede sociale in 39 allée Scheffer L-2520 Lussemburgo, immatricolata presso il Registro delle Società del Lussemburgo con il numero B91.986 e operante come istituto di credito autorizzato con sede in Lussemburgo sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF).
- **in Italia:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe), Italy Branch con sede in Piazza Cavour 2, 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, Singapore 068912. 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 (EAU):** 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;
- **ad Abu Dhabi:** 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.

© 2023, CA Indosuez (Switzerland) SA - Tutti i diritti riservati.

Crediti fotografici: Getty Images.

Finito di redigere il 20.04.2023.

