



# MONTHLY HOUSE VIEW

Agosto 2022

Focus  
Germania: la spada di Damocle

• **Sommario**

01• Editoriale	P3
DALLA STRETTA MONETARIA ALLA STRETTA ENERGETICA?	
02• Focus	P4
GERMANIA: LA SPADA DI DAMOCLE	
03• Macroeconomia	P6
PUNTI DI SVOLTA	
04• Reddito fisso	P8
COSA CI ATTENDE DOPO L'INFLAZIONE?	
05• Azioni	P10
ORIENTARSI IN UN MERCATO RIBASSISTA	
06• Cambi	P12
INCERTEZZE E VOLATILITÀ ESTREME SUL MERCATO DEI CAMBI	
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

## DALLA STRETTA MONETARIA ALLA STRETTA ENERGETICA?



VINCENT  
MANUEL

Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth  
Management

Cari Lettori,

L'estate sarà così calda sui mercati come sulle spiagge e nelle nostre città in preda all'afa?

Anche se siamo entrati nel periodo dell'anno di basso consumo di gas, in cui le nostre scorte vengono in genere ricostituite, il timore che i russi chiudano i rubinetti ha aggiunto un'ulteriore fonte di stress per i mercati, già alle prese con la stagflazione e la stretta monetaria. Sebbene la chiusura del gasdotto Nord Stream 1 sia stata alla fine solo temporanea, questo evento dovrebbe ricordare all'Europa la sua vulnerabilità, sia dal punto di vista geopolitico che industriale. Per quanto la Russia non abbia alcun interesse ad interrompere gli afflussi di valuta estera, fa pendere una spada di Damocle sulla testa dell'Europa, un'arma di dissuasione energetica che terrà probabilmente a portata di mano e che contribuisce anche a mantenere alti i prezzi energetici.

Questa nuova saga mantiene e amplifica uno scenario di stagflazione ormai divenuto consensuale. In realtà, gli economisti e gli investitori stanno essenzialmente valutando due scenari nell'Area Euro: uno di forte calo con la possibilità di una contrazione limitata del PIL nell'arco di uno o due trimestri ed uno più grave, con l'ingresso in recessione alla fine del 2022 o all'inizio del 2023. Quale dei due scenari emergerà dipende in larga misura dal mantenimento o meno delle forniture di gas. Un simile contesto comporterà verosimilmente un'inflazione sostenuta fino alla primavera del 2023, con una sua riduzione (forse più lenta) l'anno successivo. È importante notare che le aspettative di inflazione a due anni sono ora molto più alte in Germania che negli Stati Uniti. Dopo un decennio di inflazione prossima allo zero in Europa, le sorti si sono davvero capovolte.

Questo quadro complica ulteriormente il compito della Banca Centrale Europea (BCE), chiamata a contrastare l'inflazione e contemporaneamente a gestire il rischio di frammentazione. A rigor di logica, la situazione dovrebbe indurre Francoforte ad accantonare l'approccio prevalente fino a poco tempo fa (interruzione degli acquisti di attivi seguita da un aumento moderato e molto graduale

dei tassi di interesse). In queste circostanze, sembrerebbe più appropriato innalzare rapidamente i tassi, portandoli in territorio positivo, e proseguire il programma di acquisto per frenare l'ascesa dei premi di rischio sovrano. Una strategia confermata da Christine Lagarde nella conferenza stampa del 21 luglio.

Paradossalmente, il deterioramento delle prospettive macroeconomiche non si è ancora tradotto in una riduzione delle aspettative per gli utili aziendali, che di solito tendono ad adeguarsi con un certo ritardo. È un'altra delle tante divergenze in questo regime fuori dal comune. Per ora, i messaggi dei *management* societari sulla resilienza degli utili, sia in termini di portafoglio ordini che di margini di profitto, restano sorprendentemente ottimistici, con un potenziale significativo di trasferire gli aumenti dei costi ai prezzi. Questo è allarmante per due ragioni. In primo luogo, conferma che si sta formando una spirale dei prezzi (nel 2021 il *pricing power* delle società era un segnale accurato dell'inflazione). In secondo luogo, l'indebolimento del *trend* di crescita ed il declino del potere d'acquisto avranno necessariamente un impatto sui volumi di vendita, con i beni di consumo e la distribuzione che saranno i settori più colpiti.

Dopo lo shock causato dal conflitto in Ucraina a fine febbraio, i mercati azionari sono passati da una correzione innescata dal rialzo dei tassi a lungo termine ad un aggiustamento delle valutazioni (correzione di aprile) provocato dai timori di una recessione (correzione di giugno). Quest'estate il problema è se i margini ed i bilanci passeranno in cima alla lista delle preoccupazioni. Ciò non fa altro che avvalorare la nostra convinzione, mantenuta da maggio, sulle azioni di alta qualità come pure sul ritorno ai titoli tecnologici redditizi ed alcuni settori Difensivi, dopo aver privilegiato i titoli *Value* dall'inizio del 2021. Anche i titoli a dividendo continuano a performare bene, poiché gli investitori sono alla ricerca di rendimenti superiori all'inflazione.

## GERMANIA: LA SPADA DI DAMOCLE

La Germania è al centro della crisi energetica dell'UE. Quest'anno il DAX ha sofferto molto sui mercati azionari europei ed il peggio potrebbe ancora venire se la Russia continuerà a minacciare le forniture di gas. Tuttavia, in un'ottica di più lungo termine, l'economia tedesca potrebbe presentare interessanti opportunità, ma sarà necessario essere pazienti.



PIL in calo di  
**5,6**  
PUNTI  
PERCENTUALI  
nel 2023 se la  
Russia dovesse  
tagliare il gas

## LA TEMPESTA PERFETTA NEL SECONDO SEMESTRE DEL 2022

Al momento, forti venti contrari soffiano sull'economia tedesca: una grave crisi dell'offerta legata alla sua esposizione all'energia russa ed uno shock della domanda al momento sbagliato imputabile ai suoi principali partner commerciali, a causa della Cina che entra ed esce dai lockdown e a causa di una probabile recessione negli Stati Uniti. Nonostante queste premesse, i dati sull'attività di maggio sono rimasti piuttosto resilienti (la produzione industriale è scesa solo dello 0,2% su base mensile, le vendite al dettaglio sono salite dello 0,6%). Le esportazioni sono aumentate del 19% rispetto a maggio 2021, mentre gli ordini in ambito manifatturiero rimangono consistenti poiché le difficoltà di approvvigionamento hanno frenato la produzione industriale (Grafico 1). Tuttavia, le importazioni sono cresciute del 34% su base annua in ragione dei maggiori prezzi per importare materie prime, causando il primo deficit commerciale tedesco in 20 anni.

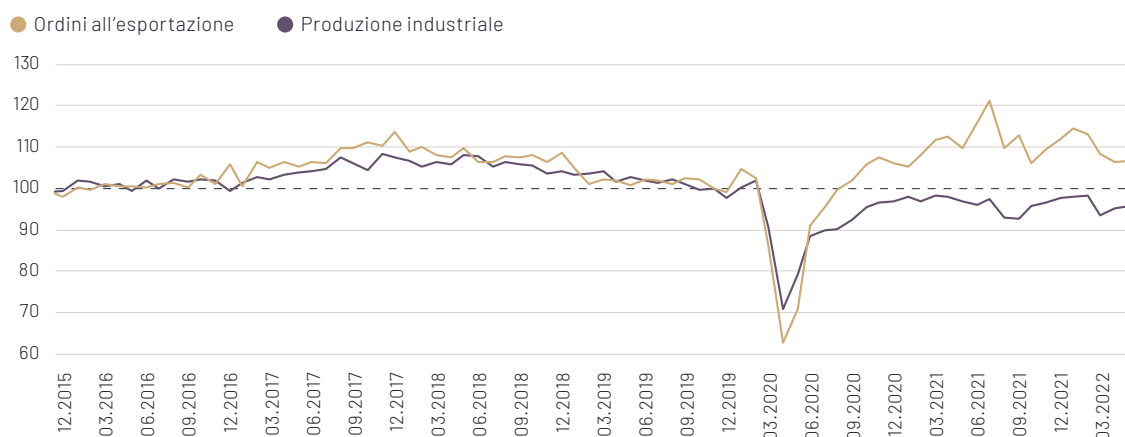
Grazie ai tetti temporanei imposti dal governo sui trasporti ed i carburanti, a giugno l'inflazione è diminuita (al 7,6% su base annua dal 7,9% di maggio). Nel primo trimestre del 2022 gli stipendi sono aumentati del 4% su base annua, mentre l'incremento del tasso di disoccupazione a giugno

(al 5,3%) è sostanzialmente legato alla registrazione di rifugiati ucraini a fini lavorativi. Ciononostante, i dati del sondaggio evidenziano l'estrema incertezza che circonda la crisi energetica. A giugno l'indice IFO Business Climate è sceso a 92,3 punti (dai 98 di febbraio), mentre l'indagine GfK sui consumi è ben al di sotto dei livelli di marzo 2020. Anche i posti di lavoro creati sono in rallentamento. La possibilità che la Russia decida di interrompere le forniture di gas mette in serio pericolo l'intera economia: potrebbe ridurre la crescita di 1,4 punti percentuali nel 2022 e di 5,6 nel 2023 (Tabella 1, pagina 7). Anche in questo caso si tratta di un momento sbagliato, poiché gli esportatori tedeschi iniziano a riprendersi con la riapertura della filiera produttiva cinese, che dovrebbe sostenere la crescita nel 2023, e la debolezza dell'euro smorza leggermente l'impatto sulla competitività della recente impennata dei prezzi alla produzione (+33% su base annua a giugno).

## AZIONI EUROPEE: PIANI DI EMERGENZA

Da inizio anno la Germania è stata duramente penalizzata sui mercati azionari europei: il DAX è sceso del 18% ed il MDAX (con un'elevata esposizione all'economia tedesca) fa segnare -27%. L'attuale contesto di grande incertezza e mag-

GRAFICO 1: LA PRODUZIONE MANIFATTURIERA PATISCE LE STROZZATURE DELLE SUPPLY CHAIN (100=31.12.2015)



Fonti: Ufficio di statistica federale tedesco, Indosuez Wealth Management.

giori rischi di recessione invita a rafforzare il sottopeso nelle azioni europee (in particolare quelle tedesche), nonostante questa correzione già netta. Tuttavia, data la sua esposizione internazionale, sul breve termine il DAX potrebbe sfruttare la debolezza dell'euro oppure eventuali buone notizie sulle importazioni di gas russo, ma la volatilità resterà elevata e legata agli eventi. Al contrario, il prossimo anno le aree d'investimento *green* dovrebbero esibire una crescita dinamica degli investimenti in conto capitale, che sosterrà la futura espansione degli utili.



OBIETTIVO PER  
IL 2030:  
**l'80%**  
dell'energia pro-  
dotta in Germania  
proveniente da  
fonti rinnovabili

### TRASFORMARE LE SFIDE IN OPPORTUNITÀ DI CRESCITA

Sullo sfondo di queste incertezze, la Germania presenta in realtà diverse fonti di crescita futura. Il basso debito pubblico<sup>1</sup>, la politica ancora accomodante della BCE, un euro fragile e la stabilità politica dovrebbero aiutare l'economia a superare le grandi transizioni che la attendono.

#### Prezzi dei combustibili fossili in ascesa: un ulteriore stimolo per un'energia più pulita

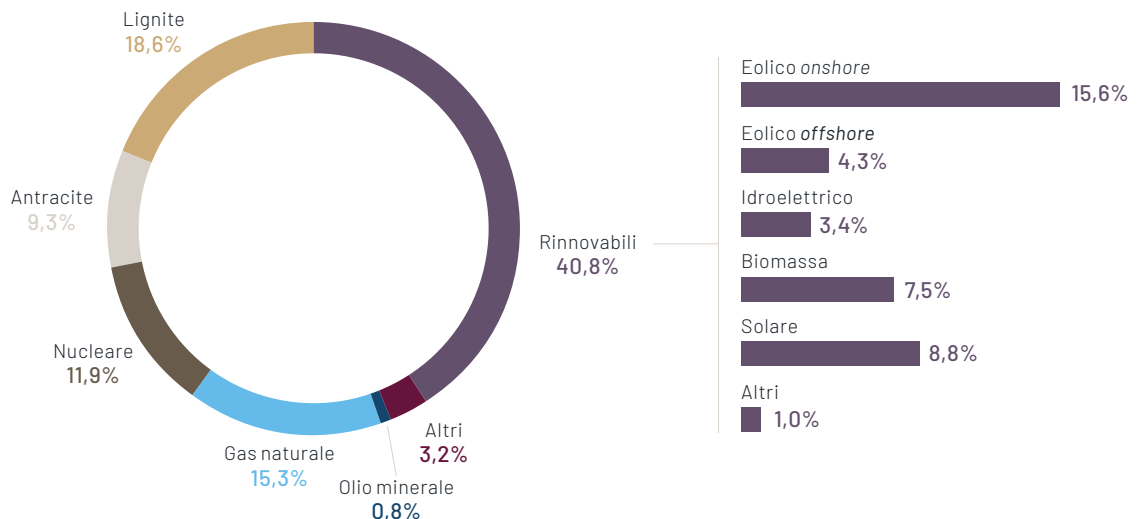
Già prima della guerra in Ucraina, le riforme energetiche erano al centro della scena in Germania. Tuttavia, l'industria tedesca resta molto dipendente dal gas, soprattutto il settore automobilistico e chimico. Per far fronte al rischio di carenze,

la Germania è stata costretta a riattivare le centrali a carbone, posticipando così a dopo il 2035 la neutralità sul fronte delle emissioni di gas serra. Il Paese intende inoltre puntare con decisione sul gas naturale liquefatto (GNL): un aumento delle importazioni di GNL, 200 miliardi di euro entro il 2026 per le infrastrutture di ricarica, la tecnologia dell'idrogeno e l'ammodernamento dell'industria, 3 miliardi di euro per l'acquisto di quattro FSRU (unità galleggianti di stoccaggio e rigassificazione) e 500 milioni di euro per la costruzione di un terminale GNL, una manna per i costruttori di questo tipo di infrastrutture.

Inoltre, l'8 luglio il Parlamento ha annunciato il più grande piano di espansione per le energie rinnovabili, che si prefigge di semplificare le leggi, raddoppiare la capacità eolica *onshore* tedesca (a 115 GW), triplicare l'energia solare (a 215 GW) e potenziare l'energia eolica *offshore* (a 30 GW) entro il 2030.

Il nuovo obiettivo è produrre l'80% dell'energia da fonti rinnovabili entro il 2030 (rispetto all'attuale 41%, Grafico 2). Dovrebbero essere annunciati i relativi investimenti infrastrutturali, ma permangono dubbi sulla natura intermittente delle energie rinnovabili e sulle tecnologie di stoccaggio, che oggi accentua la dipendenza dal gas nella stagione invernale.

GRAFICO 2: QUOTA DELLE FONTI ENERGETICHE  
NELLA PRODUZIONE LORDA DI ENERGIA TEDESCA (2021), %



Fonti: BDEW - Associazione tedesca per l'energia e l'acqua, Indosuez Wealth Management.

<sup>1</sup>-Nonostante le misure di sostegno in ambito energetico per 30 miliardi di euro, il rapporto debito/PIL scenderà dal 69% nel 2021 al 63% nel 2022, grazie alla revoca delle restrizioni contro il COVID-19 ed all'impatto positivo dell'inflazione sul denominatore del PIL nominale.





Gli Stati Uniti e l'Europa affrontano avversità di diversa natura, ma entrambi dovrebbero sfuggire solo per poco ad una recessione nel secondo semestre del 2022, con i rischi in Europa orientati al ribasso. I mercati emergenti sono più o meno preparati per una stretta monetaria globale, con alcuni Paesi pronti a sfruttare la ripresa in atto della Cina, che dovrebbe attutire l'impatto risultante dal calo dei prezzi delle materie prime.

#### STATI UNITI: SCEGLIERE IL MALE MINORE

Inflazione o recessione, è questo il dilemma della Fed. I solidi dati sull'occupazione uniti ad un'inflazione più alta del previsto a giugno (9,1% su base annua) preannunciano un nuovo rialzo di 75 punti base (pb) a fine luglio. Il mercato immobiliare è il primo a risentirne, con i tassi ipotecari fissi a 30 anni saliti al 5,5% nel mese di luglio e le vendite di abitazioni esistenti già in flessione a maggio del 9% su base annua. Nel complesso, la spesa al consumo corretta per l'inflazione è scesa dello 0,4% a maggio. Tuttavia, la dura retorica della Fed sembra aver fatto breccia tra i consumatori scoraggiati e, secondo le indagini, le aspettative di inflazione a 12 mesi si sono stabilizzate al tasso, pur sempre elevato, del 5,3%. Inoltre, i PMI (indici dei direttori agli acquisti) di luglio mostrano che la forte ascesa dei prezzi dei fattori produttivi rallenta, ma segnalano anche un calo generalizzato della domanda sia nei servizi che nel settore manifatturiero. Le future aspettative di produzione ed i nuovi ordini indicano un declino dell'attività nei mesi estivi. I sondaggi, come i mercati, possono rivelarsi ecces-

sivamente pessimisti ma, con l'avvicinarsi delle elezioni di metà mandato a novembre, la posta in gioco è alta. Il FMI ha recentemente tagliato le previsioni di crescita degli Stati Uniti per il 2022 dal 2,9% di fine giugno al 2,3% e per il 2023 dall'1,7% all'1,0%, con l'economia che eviterà per poco una recessione in quanto la Fed rivaluterà le ricadute delle sue azioni nel corso dell'anno. Si prevede che l'impatto della sua politica volta a limitare l'inflazione deprimerà la domanda interna fino al 2023.

#### CINA: È IN CORSO LA RIAPERTURA

La Cina rimane in un mondo a parte, con un'inflazione invidiabilmente bassa, un mercato immobiliare da sistemare (si veda la sezione Reddito fisso a pagina 8) e la necessità di rilanciare l'economia con un piano infrastrutturale molto atteso, dato che i *lockdown* contro il COVID-19 continuano a pesare sull'attività. A giugno le vendite al dettaglio hanno sorpreso al rialzo (+3,1%), mentre la produzione industriale è aumentata del 3,9% su base annua. A differenza dell'Occidente, la politica fiscale e quella monetaria dovrebbero entrambe restare accomodanti e ci aspettiamo un'accelera-



Aspettative di  
**INFLAZIONE**  
A 12 MESI  
dei consumatori  
statunitensi  
stabili al  
**5.3%**



Tassi brasiliani in  
AUMENTO DI  
OLTRE  
**10** PUNTI  
PERCENTUALI  
dal terzo trimestre  
del 2021

zione dell'economia a partire dal terzo trimestre, con una crescita attesa del 5,3% nel 2023 (dopo il 3,5% del 2022). La ripresa del commercio cinese dovrebbe sostenere quella dei suoi principali partner commerciali, in particolare Corea del Sud (9% delle importazioni cinesi nel 2021), Giappone (8,4%), Australia (6,7%), Germania (4,9%) e Brasile (4,5%).

### MERCATI EMERGENTI: IN ANTICIPO SUI TEMPI

Quest'autunno i Paesi dell'America Latina dovranno affrontare diverse insidie politiche, ma vantano un'esperienza sufficiente in materia di iperinflazione per anticipare le manovre di stretta monetaria, anche se di recente il peso cileno è stato sanzionato in seguito ad una stretta inferiore alle attese. Inoltre, le oscillazioni delle *commodity* influiscono in maniera diversa su queste economie con, da un lato, un'inflazione più contenuta dei prezzi di alimenti ed energia e, dall'altro, minori entrate governative e dalle esportazioni di materie prime, in particolare per gli esportatori di metalli, in attesa che la piena ripresa della domanda cinese produca i suoi effetti. I Paesi del Golfo continuano a beneficiare di una domanda e di prezzi dell'energia elevati (sia per il petrolio che per il gas) ed inaspriscono al contempo la politica monetaria per salvaguardare il loro ancoraggio al dollaro USA, che si apprezza. L'ascesa del dollaro è il principale rischio per i mercati emergenti, poiché aumenta il prezzo delle importazioni e rende difficile rimborsare le obbligazioni estere. Dopo il *default* dello Sri Lanka, i *credit default swap* di El Salvador, Ghana, Egitto, Tunisia e Pakistan sono saliti a livelli estremi. Anche la Turchia resta sotto i riflettori,

data la sua iperinflazione (79% su base annua). Tuttavia, con l'inflazione che si stabilizza ed il dollaro che perde vigore, i Paesi in anticipo rispetto al ciclo dei tassi potrebbero tornare a ricevere afflussi, a scapito delle economie avanzate dove persisterà l'incertezza. Questo è particolarmente vero per il Brasile, che da marzo 2021 ha innalzato il tasso di interesse di oltre 10 punti percentuali. Il Paese dovrebbe anche riuscire a ridurre almeno temporaneamente il rapporto debito pubblico/PIL dall'89% del 2020 al 78%, grazie all'aumento *una tantum* degli afflussi di materie prime.

### EUROPA: LA REGIONE PIÙ A RISCHIO SECONDO IL NOSTRO SCENARIO

A maggio le vendite al dettaglio dell'Area Euro sono cresciute dello 0,2% su base annua (rispetto al calo dello 0,4% previsto dal consenso) e sembrano essere tornate ai livelli pre-COVID-19 grazie alle importanti riserve di bilancio e ad un mercato del lavoro tuttora solido (a maggio il tasso di disoccupazione era ancora su minimi storici al 6,6%). Si tratta di una buona notizia per il secondo trimestre, ma non è certo una garanzia per il terzo, poiché gli indicatori di fiducia sono diminuiti sia nel settore manifatturiero che nei servizi. La crisi energetica europea (si veda la sezione Focus a pagina 4) rappresenterà il punto di rottura per l'attività economica nel secondo semestre. A giugno la BCE e le altre banche centrali europee hanno pubblicato uno scenario negativo, che anticipava una contrazione del PIL dell'1,7% nel 2023 qualora le esportazioni energetiche russe fossero interrotte del tutto nel terzo trimestre del 2022 (Tabella 1).

TABELLA 1: BANCHE CENTRALI NAZIONALI DELL'AREA EURO: CONFRONTO  
TRA SCENARIO DI BASE ED AVVERSO (TAGLIO ENERGETICO RUSSO), %

	CRESCITA DEL PIL, %			INFLAZIONE, %		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Scenario di base Germania	1,9%	2,4%	1,8%	7,1%	4,5%	2,6%
Scenario avverso Germania	0,5%	-3,2%	4,3%	7,6%	6,1%	2,8%
Scenario di base Francia	2,3%	1,2%	1,7%	5,6%	3,4%	1,9%
Scenario avverso Francia	1,5%	-1,3%	1,3%	6,1%	7,0%	0,7%
Scenario di base Area Euro	2,8%	2,1%	2,1%	6,8%	3,5%	2,1%
Scenario avverso Area Euro	1,3%	-1,7%	3,0%	8,0%	6,4%	1,9%

Fonti: Amundi Institute, BCE, Bundesbank, Banque de France, Banco de España (giugno 2022), Indosuez Wealth Management.

Se il presidente dello Sri Lanka è la prima figura politica a pagare il prezzo dell'inflazione, le tensioni aumentano in Europa a causa di prezzi energetici alle stelle, in Asia per il deterioramento del settore immobiliare e nel Regno Unito sulla scia di un'inflazione generalizzata. Dopo le storiche performance negative nei primi tre mesi dell'anno, il reddito fisso è davvero un investimento irrinunciabile nel secondo trimestre di quest'anno?



Dopo anni di  
**LIEVISSIME  
VARIAZIONI  
DEI TASSI,**  
le banche centrali  
ricorrono ora a  
significativi rialzi

### BANCHE CENTRALI

Le banche centrali faticano a contrastare l'inflazione e continuano ad innalzare i tassi. La liquidità si sta velocemente esaurendo nelle economie e l'ultima indagine bancaria pubblicata dalla BCE mostra un rapido inasprimento delle condizioni del credito nel settore privato, sia per i consumatori che per le imprese.

Le curve dei rendimenti si appiattiscono (Grafico 3) date le incerte prospettive di crescita nei prossimi trimestri: i tassi a lungo termine scontano banche centrali accomodanti nel 2023, mentre le scadenze a breve termine suggeriscono aumenti effettivi dei tassi.

I titoli legati all'inflazione hanno perso notevole terreno da metà giugno, penalizzati dai minori prezzi delle materie prime energetiche e metalliche.

Alla riunione di luglio, la BCE ha aumentato i tassi di 50 pb, un livello che non si registrava dalla fine degli anni '90. La presidente Lagarde ha inoltre svelato i dettagli dello strumento anti-frammentazione (Transmission Protection Instrument), volto a garantire finanziamenti regolari per i titoli di Stato. Ci soffermeremo su questo argomento nella prossima pubblicazione.

### CREDITO

Riguardo al credito europeo, manteniamo una posizione cauta sul credito *investment grade* (IG) in euro, anche se in questo momento gli *spread* ed i rendimenti appaiono interessanti.

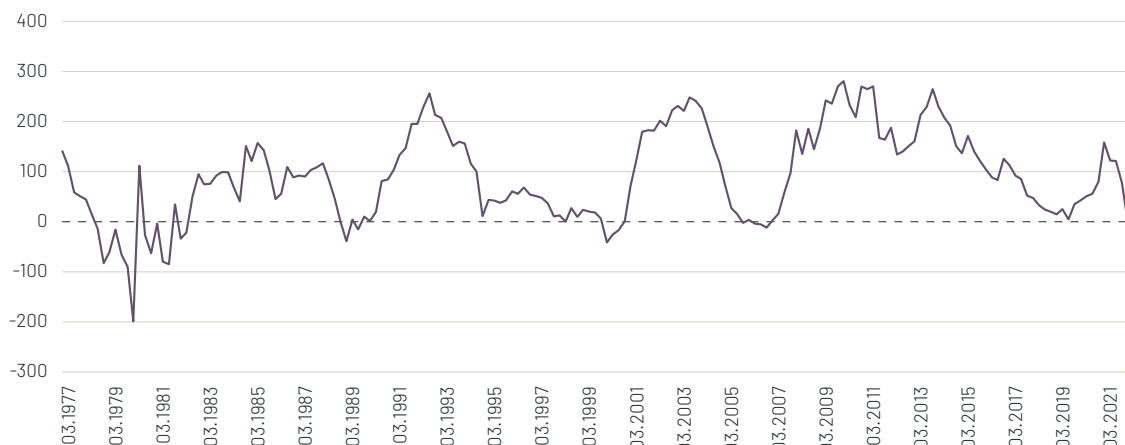
Alcuni operatori di mercato prevedono che, in caso di interruzione totale delle forniture di gas, gli *spread* creditizi si amplieranno di circa 100 pb per l'IG e 325 pb per l'*high yield* (HY).

Tuttavia, in questo contesto intravediamo degli aspetti di rilievo. Agli attuali livelli, il tasso di *default* implicito è prossimo al 10% (livelli cumulativi su 5 anni), più di 10 volte il tasso storico nell'universo IG. L'offerta dovrebbe rivelarsi contenuta nei prossimi mesi, al punto che alcuni analisti anticipano, nella seconda metà dell'anno, un'offerta netta nel segmento IG in euro vicino allo zero.

In merito al segmento HY europeo, i valori odierni dell'indice Xover (circa 600 pb) implicano un tasso di *default* cumulativo di quasi il 40% entro 5 anni, di gran lunga superiore ai livelli storici dei tassi realizzati.

Sul fronte degli ibridi *corporate*, abbiamo osservato una parabola ascendente degli *spread* ed un calo delle quotazioni obbligazionarie, causati principalmente dai mercati immobiliari.

GRAFICO 3: INCLINAZIONE NEL SEGMENTO A 2-10 ANNI E RECESSIONI NEGLI STATI UNITI



Fonti: Bloomberg LP, Indosuez Wealth Management.



Guardando alle buone notizie, alcuni emittenti si sono impegnati nella gestione delle passività e hanno acquistato debito sul mercato con forti sconti, inviando un segnale positivo al mercato.

## FONDAMENTALI

La società S&P ha condotto uno *stress test* di recessione sui titoli *corporate high yield* europei in quattro diversi scenari, anche se quello di base resta l'assenza di una recessione in Europa. Dopo la pandemia, i titoli con *rating* B- ed inferiore, ossia quelli teoricamente più vulnerabili ad una contrazione, sono diventati in proporzione più numerosi. Da una prospettiva settoriale, in uno scenario di grave recessione le *utilities*, i chimici, l'alberghiero, il *gaming* ed il tempo libero potrebbero registrare una leva molto più elevata. Il vigore della ripresa post-pandemia ha sostenuto gli utili ed i bilanci delle società. Nello scenario di massimo *stress* con una piena recessione ed un calo dell'EBITDA pari al 20%, circa il 50% dei titoli *high yield* europei potrebbe esibire flussi di cassa operativi disponibili in territorio negativo. Tuttavia, l'entità ed il ritmo dei declassamenti dipenderanno da quanto saranno persistenti i deficit dei flussi di cassa secondo le agenzie di *rating*, poiché la maggior parte degli emittenti è esposta a limitati rischi sul breve termine legati ad eventi di liquidità, grazie a scadenze del debito adeguatamente estese.

## CREDITO ASIATICO

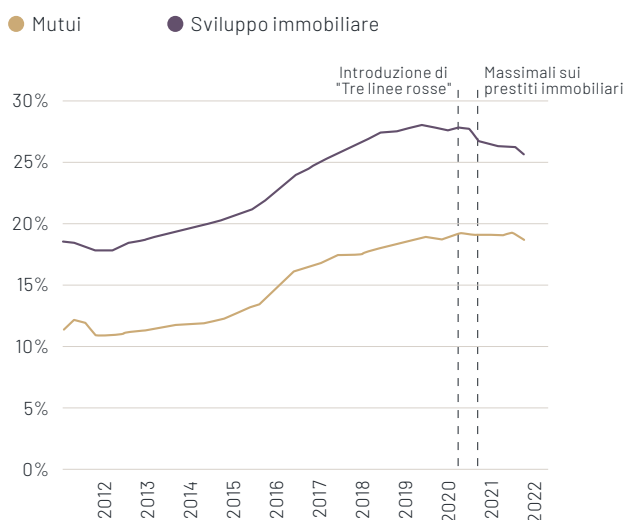
Gli ostacoli per il credito asiatico permangono, poiché in tale regione sia il segmento *investment grade* che quello degli *high yield* hanno continuato a subire pressioni su più fronti. I costanti deflussi di fondi dai mercati emergenti, e quindi dal credito asiatico, hanno ulteriormente aggravato il quadro. Inoltre, il credito asiatico è alle prese con sfide spe-

cifiche, con i *lockdown* imposti nelle grandi città in linea con la politica zero-COVID cinese. Nonostante le misure volte ad attenuarne l'impatto e stimolare l'economia, ad aprile e maggio i confinamenti hanno causato un sostanziale rallentamento dell'attività economica in molti settori, comprese le vendite immobiliari. Le politiche rimangono favorevoli e si intravedono i primi segni di una ripresa, anche se gli investitori restano cauti e si tengono ai margini.

Date le tensioni nell'*high yield* asiatico, abbiamo assistito ad un cambiamento strutturale nell'universo creditizio della regione. Il segmento HY costituiva il 18% del credito asiatico, con l'immobiliare cinese che rappresentava il 45% dell'HY asiatico, quasi la metà. Oggi l'immobiliare cinese è sceso ad appena il 15% dell'HY asiatico e, di conseguenza, quest'ultimo è diminuito in un anno ad appena l'11% del credito asiatico.

Nell'universo del credito asiatico persiste una situazione senza precedenti, con almeno 21 sviluppatori con obbligazioni totali per 80 miliardi di dollari che sono falliti dal luglio dello scorso anno, mentre altri 16 sviluppatori hanno esteso nel corso dell'anno le rispettive obbligazioni pari a 6 miliardi di dollari. A luglio, tuttavia, il settore immobiliare cinese ha subito un altro colpo: gli acquirenti di almeno 230 progetti in 80 città hanno infatti boicottato il pagamento dei mutui. Le stime indicano che il totale dei mutui non rimborsati ammonta a circa 2.000 miliardi di yuan cinesi (300 miliardi di dollari). Nell'ultimo annuncio di politica economica è stata evocata una possibile dilazione di pagamento per i progetti in stallo senza incorrere in sanzioni, poiché le autorità cercano di scongiurare una crisi di fiducia nel mercato immobiliare. Pur restando positivi sulle azioni cinesi e sulla riapertura nel secondo semestre, il mercato dei prestiti immobiliari cinesi (Grafico 4) è un fattore di rischio da monitorare.

GRAFICO 4: PRESTITI IMMOBILIARI CINESI (% DEI PRESTITI TOTALI)



Fonti: Refinitiv Datastream/Fathom Consulting, Indosuez Wealth Management.



Privilegiamo i titoli  
**QUALITY AT  
REASONABLE  
PRICE**  
(qualità ad un  
prezzo ragionevole,  
QARP)

Nelle scorse settimane la percezione del rischio da parte del mercato è notevolmente cambiata, con la minaccia di una recessione che ora prevale sui timori inflazionistici. Il recente calo dei rendimenti a lungo termine conferma questa tendenza. Le aspettative di crescita degli utili reggono, ma la nuova stagione degli utili sarà un banco di prova. In questo contesto, le azioni cinesi ed i titoli tematici *Quality* ed Environmental offrono opportunità di tenuta e diversificazione.

## UTILI E VALUTAZIONE

La stagione degli utili per il secondo trimestre del 2022 è già entrata nel vivo negli Stati Uniti ed è agli inizi in Europa. Le revisioni degli utili continuano ad essere stabili (Grafico 5), ma sono ampiamente trainate dalle materie prime. Negli Stati Uniti il trend degli utili per azione (EPS) comincia a diminuire, ma ad un ritmo moderato. Nell'attuale contesto di maggiore volatilità, gli investitori saranno molto attenti e cauti nei confronti delle previsioni aziendali.

Sul fronte delle valutazioni, i rendimenti reali si sono stabilizzati nelle ultime settimane. A livello globale, i valori assoluti restano inferiori alle medie di lungo periodo, ad eccezione dell'indice S&P 500 che, nonostante il forte calo, è semplicemente tornato alla sua media storica.

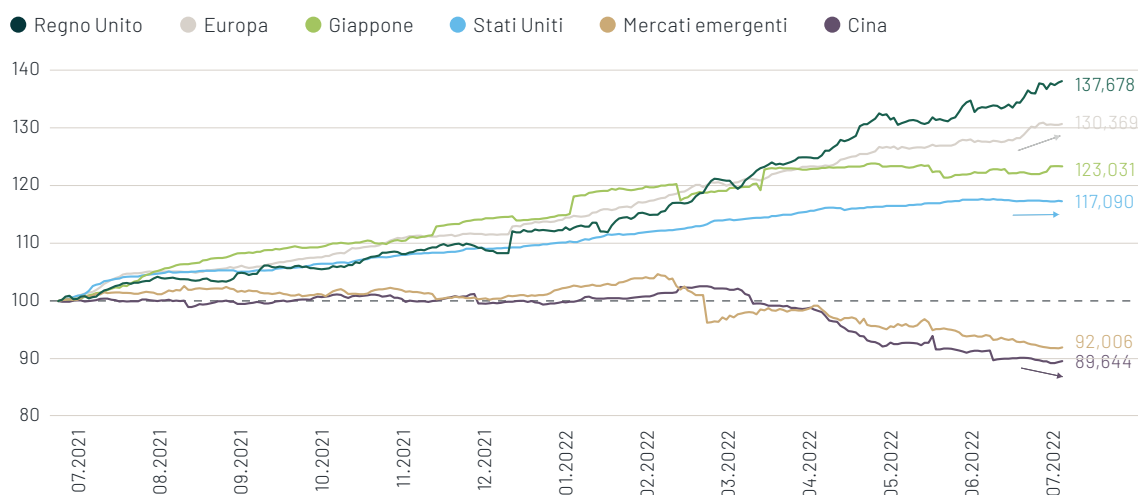
## STATI UNITI

La prudenza è d'obbligo, poiché gli ultimi dati macroeconomici mostrano che l'inflazione non ha raggiunto il picco ed inizia a pesare sulla spesa al consumo (il principale motore della crescita statu-

nitense, in calo dello 0,4% a giugno in condizioni di inflazione controllata). Gli investitori si aspettano ora un rialzo dei tassi tra 75 e 100 pb a luglio. Tuttavia, gli indici azionari si stanno stabilizzando da diverse settimane. Il rendimento dei Treasury USA a 10 anni si è consolidato intorno al 3%, concedendo una breve tregua al mercato, in particolare ai titoli *Growth*.

Per alcuni investitori i mercati statunitensi rimangono un porto sicuro nei periodi di incertezza geopolitica, come dimostra il recente apprezzamento del dollaro USA. In tale contesto, privilegiamo i titoli QARP e siamo ancora cauti su quelli Ciclici. Le recenti revisioni negative e le delusioni sugli utili del secondo trimestre negli Stati Uniti riguardano prevalentemente i titoli Ciclici (industriali, bancari e beni di consumo discrezionali), mentre per ora la tecnologia (inattesa crescita degli EPS del +6%) e la sanità (+7%) reggono bene, avvalorando la nostra preferenza per i titoli *Quality*.

GRAFICO 5: REVISIONI DEGLI UTILI PER REGIONE, 100 = LUGLIO 2021



Nota: gli EPS forward a 12 mesi sono ancora in aumento nei principali mercati sviluppati. L'Europa ed il Regno Unito accelerano al rialzo, mentre gli Stati Uniti si stabilizzano. Al contrario, la tendenza è ancora al ribasso nei mercati emergenti come pure in Cina.

Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

## EUROPA

Il contesto macro permane difficile nell'Area Euro, con il conflitto russo-ucraino che ha un impatto sproporzionato in termini di inflazione e costi energetici. L'attenzione degli investitori si è ora spostata dalla stretta monetaria alla recessione. Nonostante le favorevoli previsioni dei *management* ed una stagione degli utili iniziata con revisioni al rialzo delle aspettative, gli investitori ritengono che la mancanza di visibilità per i prossimi trimestri si tradurrà ad un certo punto in brusche revisioni negative. Di conseguenza, le valutazioni storicamente basse dei mercati europei non sono più un catalizzatore e, in attesa di un chiaro segnale/una distensione sul fronte inflazionistico, dei tassi o della guerra tra Russia ed Ucraina, rimaniamo cauti. Nel frattempo, privilegiamo una strategia difensiva attraverso il mercato britannico e svizzero, ma ancora una volta su base relativa.

zione dovrebbe sostenere le società tecnologiche *Growth* e le *blue chip* dei consumi.

## STILE: ENFASI SUI TITOLI *QUALITY*, COMPLETATI DAI *VALUE*

Il recente calo dei rendimenti a lungo termine è stato un catalizzatore importante per la nuova sovraperformance dei temi *Quality* (Grafico 6). L'imminente stagione degli utili dovrebbe fornire ulteriore sostegno a questi titoli, poiché gli investitori dovrebbero premiare le imprese che hanno una maggiore visibilità sulle loro *guidance* e che dimostrano una buona tenuta degli utili. In un contesto di stagflazione, ci orientiamo verso i titoli con dividendi solidi che mettono efficacemente al riparo dall'inflazione.

Con i rendimenti in flessione, il segmento dei titoli *Value* ha perso uno dei suoi principali *driver*. Anche la recente correzione dei prezzi del petrolio e delle materie prime ha influito sulla strategia. Per quanto riguarda il vigore di tale correzione, preferiamo attendere un rimbalzo tecnico dello stile prima di ridurre la nostra esposizione.

L'attuale rotazione ha favorito i titoli *Growth*, grazie al calo dei rendimenti obbligazionari che ha favorito un *rerating* a breve termine dei titoli a lunga *duration*. Riteniamo che sia ancora troppo presto per riposizionarci con decisione sulle società *Growth*, ma privilegiamo in una certa misura il tema *Environmental Focus* (poiché la carenza di gas rafforzerà gli investimenti nelle energie alternative, si veda la sezione Focus a pagina 4) ed il tema *Silver Age*, date le sue caratteristiche difensive.

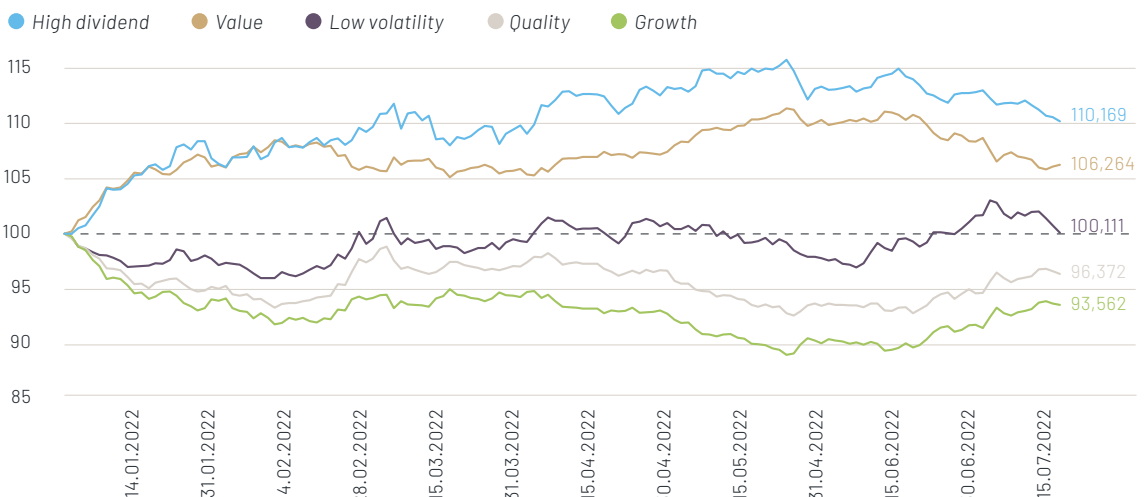


Visione  
positiva sulle  
**AZIONI  
CINESI**  
nel secondo  
semestre del 2022

## MERCATI EMERGENTI

Continuiamo a essere positivi sulle azioni cinesi a partire dalla seconda metà del 2022. L'economia cinese ha continuato a migliorare. Le esportazioni hanno di nuovo brillato a giugno, con i dati pubblicati che hanno ampiamente superato le attese. Nelle ultime settimane il governo cinese ha comunicato costantemente sulla propria politica di incentivi. Ci aspettiamo una forte accelerazione della spesa per le infrastrutture nel corso dell'anno. Oltre a monitorare eventuali restrizioni mirate contro il COVID-19, riteniamo che nella seconda parte dell'anno il cambio della narrativa ufficiale in materia di economia e regolamenta-

GRAFICO 6: MSCI EUROPE FACTORS, PERFORMANCE RELATIVA DA INIZIO ANNO



Nota: *Value* e *High dividend* rientrano nel novero dei migliori da inizio anno ma, dato che l'ascesa dei rendimenti a lungo termine si è arrestata, stanno perdendo vigore. *Low Volatility* (difensivo) e *Quality* stanno invece guadagnando slancio, al pari di *Growth*.

Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

## INCERTEZZE E VOLATILITÀ ESTREME SUL MERCATO DEI CAMBI



Nell'estate del 2022 sono stati oltrepassati molti importanti livelli di lungo termine nel Forex; in un contesto di forte avversione al rischio, il dollaro USA ha infatti toccato nuove vette, mentre le banche centrali hanno rivisto la politica monetaria rapidamente e con risolutezza. Il futuro di alcune valute, soprattutto in Europa, non è mai stato tanto incerto.



Il franco svizzero è probabilmente il  
**MIGLIOR RIFUGIO**  
di lungo termine

### FRANCO SVIZZERO

Nella tempesta inflazionistica che incombe sui mercati, il franco svizzero rappresenta un *safe haven* affidabile. Siamo infatti convinti che la divisa elvetica, insieme al dollaro USA, sia l'unico altro porto sicuro fra le divise del G10. Da dicembre, la Banca nazionale svizzera (BNS) ha introdotto alcune novità molto significative nella sua politica monetaria, rendendo forse il franco svizzero la valuta più resistente all'inflazione:

- nel quarto trimestre del 2021 ha permesso al relativo tasso di cambio di apprezzarsi nuovamente per mitigare le pressioni inflazionistiche globali;
- a metà giugno 2022 ha aumentato i tassi dello 0,5% e dichiarato che sarebbe intervenuta per acquistare franchi sui mercati Forex in caso di eccessivo indebolimento della valuta.

Date le enormi riserve di valuta estera della BNS (oltre 900 miliardi di franchi, pari a circa il 125% del PIL annuo) e la determinazione dell'istituto a combattere l'inflazione, ci sono poche ragioni per credere che il franco svizzero si deprezzerà in misura importante. Inoltre, la ridotta dipendenza svizzera dai combustibili fossili implica che il suo avanzo delle partite correnti derivante dalle esportazioni ad alto valore aggiunto rimarrà verosimilmente invariato.

Mentre il dollaro USA sarà forse la prima valuta a beneficiare di un contesto di significativa avversione al rischio, il franco svizzero, grazie alla sua inflazione contenuta ed ai suoi fondamentali molto solidi, è probabilmente il miglior rifugio a lungo termine per gli investitori.



## EURO

Sebbene la BCE abbia innalzato i tassi di interesse di ben 50 pb, l'euro non ha messo a segno un deciso rimbalzo, poiché la portata del nuovo strumento anti-frammentazione (o piuttosto le sue condizioni eccessive) non sembra convincere i mercati. Occorre notare che, pur con i rialzi dei tassi ed il suddetto strumento, il conflitto ed i timori di recessione continuano a pesare sulle prospettive dell'euro. Pertanto, anche se lo strumento si fosse rivelato più potente, sarebbe stato difficile per l'euro tornare sopra 1,04. Per il momento, la valuta unica resterà nel limbo e, nel corso dell'estate, dovremo monitorare molto attentamente i dati dell'Area Euro.

## STERLINA INGLESE

Il cambio GBP/USD è stato ultimamente sotto pressione dopo la pubblicazione della più recente serie di dati macroeconomici positivi negli Stati Uniti, che hanno spianato la strada ad un approccio più aggressivo della Fed durante la riunione del FOMC di luglio.

Anche se le dimissioni di Boris Johnson non hanno avuto effetti significativi sulla sterlina, l'economia britannica deve sempre far fronte a forti venti contrari, a partire dall'impennata dell'inflazione (al 9,4% su base annua) che ha costretto la Banca d'Inghilterra ad aumentare i tassi, in un momento in cui l'economia nazionale potrebbe subire una flessione a giugno, sotto il peso della contrazione dei redditi reali.

Inoltre, la prospettiva di un nuovo scontro con l'Unione europea in caso di sospensione unilaterale del protocollo sull'Irlanda del Nord da parte del governo britannico contribuisce ad alimentare il *sentiment* ribassista sulla sterlina.

## DOLLARO USA

Il dollaro ha raggiunto nuovi massimi (Grafico 7) poiché la volatilità dei mercati resta elevata e gli investitori sono alle prese con una miriade di incertezze macroeconomiche. L'opportunità di ottenere rendimenti sui depositi a breve termine superiori al 3% nella principale valuta di riserva al mondo è troppo allettante per gli investitori la cui fiducia è stata minata da mercati ribassisti e da rischi di recessione. Nel lungo periodo, tuttavia, tali livelli di forza sono estremi e, per quanto il dollaro sia un porto sicuro durante le tempeste sui mercati, acquistarlo a questo prezzo non è una decisione facile.

## ORO

L'oro ha infine ceduto alle pressioni provenienti da più parti nel mese di luglio, scendendo sotto il livello di supporto di 1.800 dollari Usa, sotto la pressione di significativi flussi di vendita negli ETF sull'oro ed alle posizioni *short* aperte tramite *future*. Da un punto di vista macro questo calo è imputabile al vigore dei tassi di interesse americani e del dollaro stesso. Dopo aver toccato 1.680 dollari Usa, è chiaro che a tale livello il supporto è solido, ma per una sua ripresa è necessario un nuovo catalizzatore piuttosto che un cambio di narrativa (oppure un ribasso dei tassi di interesse statunitensi).

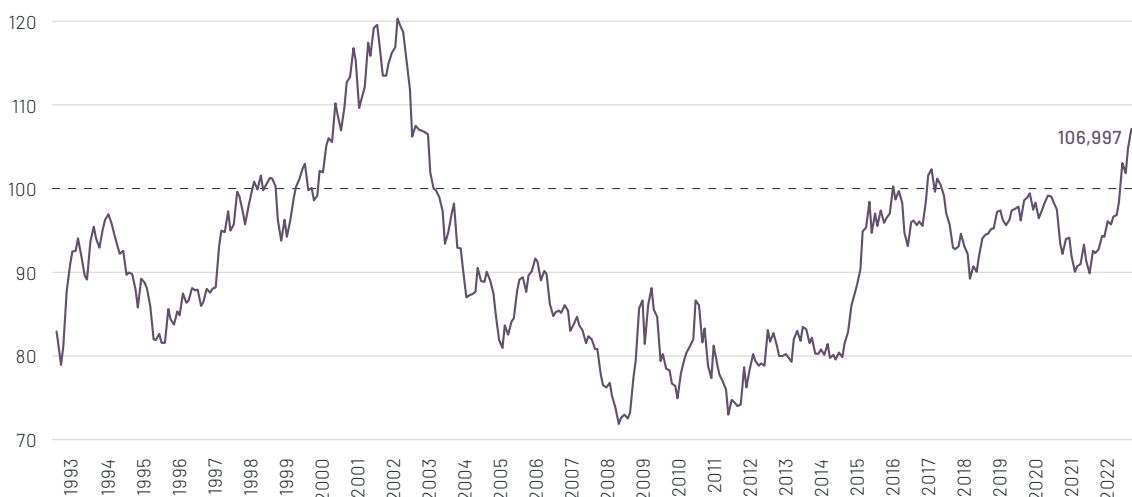


L'oro è sceso sotto il livello di supporto di

**1'800**

**DOLLARI**

GRAFICO 7: INDICE USD: ANDAMENTO PLURIDECENNALE



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



## SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE



**MAGGIORE  
PROBABILITÀ**  
di entrare in  
recessione

### STRATEGIA D'INVESTIMENTO

- **Geopolitica ed energia:** nel corso dell'estate il livello di incertezza rimarrà probabilmente molto elevato, con il rischio che la politica italiana, il conflitto in Ucraina e le tensioni energetiche continuino a guidare l'avversione al rischio.
- **Crescita:** una maggiore probabilità di entrare in recessione, con diversi scenari che spaziano da una contrazione temporanea del PIL per uno o due trimestri ad una recessione più grave. Le forniture russe di gas restano il fattore scatenante, in quanto un'interruzione totale dei gasdotti potrebbe comportare una riduzione del PIL nell'Area Euro di diversi punti. I consumatori sono i più penalizzati da questo contesto di stagflazione, la loro fiducia è infatti su livelli recessivi. I consumatori statunitensi iniziano a ridurre le aspettative di inflazione, ma pagano il prezzo più alto della politica aggressiva attuata dalla Fed. Le prospettive migliorano in Cina, anche se gradualmente, con il rischio che incombe sul mercato immobiliare da monitorare.
- **Inflazione:** l'inflazione rimarrà sostenuta (circa l'8% nel 2022) sulla scia di prezzi energetici ed alimentari elevati, mentre le conseguenti tensioni sociali favoriranno un aumento degli stipendi, intensificando le pressioni inflazionistiche. Nel 2023 si potrebbe assistere ad un *mix* di contributi inferiori (o negativi) dell'energia ascrivibili agli effetti base, mentre l'inflazione core dovrebbe mantenersi sopra il 3%, a meno che una recessione non indebolisca in misura significativa l'occupazione.
- **Banche centrali:** confermata la normalizzazione più rapida, con la BCE che riporta i tassi in territorio positivo ed adatta la sua posizione al nuovo contesto che impone tassi più alti ed azioni di bilancio più decise per tenere sotto controllo gli *spread* periferici. La Fed continuerà a combattere l'inflazione, ma vi sono dubbi sul mantenimento di questo approccio in caso di recessione. La Fed concluderà probabilmente il ciclo rialzista nel primo trimestre del 2023 ed i timori di recessione alimentano le attese di tagli dei tassi nel secondo semestre del 2023. Diverse banche centrali dei mercati emergenti sono già a buon punto in questo processo di normalizzazione, mentre quella cinese resterà accomodante.
- **Rendimenti obbligazionari a lungo termine:** di conseguenza, l'appiattimento delle curve dei rendimenti dovrebbe proseguire, soprattutto nell'Area Euro, rispecchiando sia la più celere normalizzazione dei tassi a breve termine sia

l'impatto sui rendimenti obbligazionari a lungo termine dei timori di recessione e del nuovo strumento anti-frammentazione (TPI) introdotto dalla BCE.

- **Utili aziendali:** continuiamo ad osservare una forte divergenza tra i dati macroeconomici depressi e le previsioni ottimistiche degli analisti, basate sulle fiduciose stime dei *management*, soprattutto riguardo al loro *pricing power*. Tuttavia, riteniamo che gli utili cominceranno presto a riflettere un deterioramento del contesto, sotto forma di una crescita dei ricavi più contenuta o di maggiori accantonamenti/minori margini, in particolare rispetto all'eccezionale livello di utili generato nel 2021. Una dinamica anticipata dai mercati azionari dove, a partire da giugno, la correzione è sempre più trainata dalla paura di una recessione.
- **Tassi di default e condizioni di liquidità:** senza dubbio i tassi di *default* aumenteranno in un contesto di stagflazione, al di là di quanto previsto dalle agenzie di *rating*, ma non al livello implicito suggerito dal significativo ampliamento degli *spread* creditizi. Il mercato del credito offre quindi generosi premi di rischio agli investitori, compensando non solo la probabilità di *default*, ma anche il rischio di liquidità e la volatilità. Sul breve termine, la ridotta liquidità estiva ed i rischi di recessione dovrebbero continuare a pesare sui prezzi di mercato.
- **Regime di mercato:** dato il passaggio dai timori di normalizzazione ad una maggiore probabilità di recessione, stiamo tornando (forse temporaneamente) ad un regime di correlazione inversa tra obbligazioni ed azioni. Tuttavia, se il rischio di recessione dovesse affondare le proprie radici nella crisi energetica, sarebbe probabilmente fuorviante operare confronti con i regimi di mercato delle recessioni passate. Pertanto, gli investitori dovrebbero restare flessibili di fronte a queste correlazioni instabili, mentre l'assenza di un'opzione *put* da parte delle banche centrali sta riportando la volatilità azionaria e del credito su livelli più elevati.

### STRATEGIA DI ALLOCAZIONE

- **Azioni:** manteniamo un moderato sottopeso alla luce delle revisioni attese degli EPS e dei crescenti rischi di recessione, anche se le valutazioni appaiono ora più interessanti. Dato il quadro complesso, aumentiamo la nostra preferenza per gli attivi *Quality* e le società *Value* che beneficiano di questo contesto di stagflazione,

con un orientamento più marcato verso i titoli a dividendo solidi che proteggono efficacemente dall'inflazione. L'inversione della traiettoria dei rendimenti obbligazionari potrebbe sostenere i titoli *Growth*, ma gli investitori dovrebbero concentrarsi sulle azioni tecnologiche redditizie. Manteniamo un sottopeso su Ciclici, industriali e beni di consumo discrezionali. A livello geografico, manteniamo un'esposizione moderata alle azioni dell'Area Euro, con una preferenza in questo contesto per Regno Unito e Svizzera, e restiamo al contempo neutrali sugli Stati Uniti e sovrappesati sulla Cina.

- **Carry sulle obbligazioni corporate:** manteniamo una visione costruttiva sulle obbligazioni corporate di qualità, che dall'apice della pandemia offrono gli *spread* più interessanti; maggiore cautela sull'*high yield* nel breve periodo, poiché gli *spread* creditizi possono continuare ad ampliarsi, soprattutto in caso di carenze energetiche e maggiori rischi di recessione. La pazienza degli investitori a lungo termine con un approccio *buy and hold* ed una filosofia selettiva sarà tuttavia premiata.
- **Valute:** nella presente pubblicazione abbiamo affermato a più riprese che era prematuro posizionarsi *short* sul dollaro rispetto all'euro, poiché significa opporsi alla normalizzazione della Fed od ignorare le sfide nell'Area Euro, di gran lunga superiori agli squilibri dell'economia statunitense. Riteniamo che il biglietto verde si stia probabilmente avvicinando al suo picco, ma prima di acquistare euro gli investitori potrebbero voler attendere una posizione più accomodante da parte della Fed. Manteniamo una visione costruttiva a lungo termine sullo yuan cinese, ma troviamo la valuta di scarso interesse nel breve periodo poiché la Cina va in controtendenza ed opta per un allentamento monetario. Gli investitori potrebbero voler attendere ancora per riposizionarsi sulle altre valute dei mercati emergenti.
- **Coperture macro:** da metà giugno i titoli di Stato hanno infine finalmente iniziato a sostenere i portafogli. Questo è in linea con le nostre aspettative; il fatto che sia ora la recessione anziché la normalizzazione monetaria a turbare gli investitori ha infatti cominciato a favorire i titoli di Stato. Siamo ora neutrali sulla *duration* dopo diversi anni di posizionamento *short*. Dopo la recente correzione dell'oro ed alla luce della crescente probabilità di recessione, reputiamo gli attuali livelli più interessanti, senza una chiara convinzione sulla direzione del mercato nel breve periodo, ma piuttosto come copertura dai rischi macro.

- **Posizionamento di rischio:** nel complesso, preferiamo mantenere un approccio al rischio moderato, con riserve di liquidità nei profili di investimento più rischiosi e maggiori coperture macro, in modo da ridurre la volatilità e avere la capacità di cogliere le opportunità offerte dal mercato.

## CONVINZIONI CHIAVE

	GIUDIZIO TATTICO (CT)	GIUDIZIO STRATEGICO (LT)
<b>REDDITO FISSO</b>		
<b>TITOLI DI STATO</b>		
Decennale Core EUR(Bund)	=/-	=
Periferici EUR	=	=/-
2A US	=/+	=/+
10A US	=	=
EUR breakeven inflazione	=	=
US breakeven inflazione	=/-	=
<b>CREDITO</b>		
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 <	=/-	=/-
<b>DEBITO EMERGENTE</b>		
Debito sovrano in valuta forte	=	=
Debito sovrano in valuta locale	=	=
Credito Am. Latina USD	=	=
Credito Asia USD	=/-	=
Obbl. cinesi CNY	=/-	=
<b>AZIONI</b>		
<b>REGIONI GEOGRAFICHE</b>		
Europa	-/=	=
Stati Uniti	=	=/+
Giappone	-	-/=
America Latina	-/=	=
Asia escluso Giappone	=	=
Cina	=/+	+
<b>STILI</b>		
Growth	-/=	+
Value	-/=	=
Quality	+	=/+
Ciclici	-	=
Difensivi	=/+	-/=
<b>CAMBI</b>		
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 22 LUGLIO 2022

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	2,75%	-37,97	124,03
Francia 10A	1,62%	-35,10	142,20
Germania 10A	1,03%	-41,00	120,90
Spagna 10A	2,25%	-29,70	168,40
Svizzera 10A	0,72%	-56,20	85,20
Giappone 10A	0,21%	-1,60	14,40

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	33,45	-2,38%	-14,72%
Titoli di Stato in EUR	205,45	1,62%	-6,00%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	190,86	1,65%	-10,66%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	301,27	2,97%	-9,37%
Titoli di Stato USA	304,11	1,31%	-5,05%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	42,66	-1,43%	-16,35%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9832	-2,76%	-5,23%
GBP/USD	1,1999	-2,19%	-11,33%
USD/CHF	0,9629	0,48%	5,48%
EUR/USD	1,0213	-3,22%	-10,18%
USD/JPY	136,12	0,66%	18,28%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	23,03	-4,20	5,81

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	3.961,63	1,28%	-16,88%
FTSE 100 (Regno Unito)	7.276,37	0,94%	-1,46%
STOXX Europe 600	425,71	3,09%	-12,73%
Topix	1.955,97	4,78%	-1,82%
MSCI World	2.650,82	1,20%	-17,98%
Shanghai SE Composite	4.238,23	-3,56%	-14,21%
MSCI Emerging Markets	990,37	-2,06%	-19,61%
MSCI Latam (America Latina)	1.987,81	-3,07%	-6,67%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	198,87	1,91%	-27,87%
MSCI Asia Ex Japan	643,94	-2,32%	-18,41%
CAC 40 (Francia)	6.216,82	2,36%	-13,09%
DAX (Germania)	13.253,68	1,03%	-16,56%
MIB (Italia)	21.211,98	-4,10%	-22,43%
IBEX (Spagna)	8.051,60	-2,34%	-7,60%
SMI (Svizzera)	11.096,12	2,52%	-13,82%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.829,00	-10,97%	-15,81%
Oro (USD/Oncia)	1.727,64	-5,43%	-5,55%
Greggio WTI (USD/Barile)	94,70	-12,01%	25,91%
Argento (USD/Oncia)	18,59	-12,02%	-20,41%
Rame (USD/Tm)	7.452,50	-11,08%	-23,33%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	8,30	33,42%	122,49%

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

	APRILE 2022	MAGGIO 2022	GIUGNO 2022	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (22 LUGLIO 2022)
MIGLIORI	0,38%	6,46%	8,79%	4,78%	-1,46%
+	-1,20%	1,87%	-0,42%	3,09%	-1,82%
	-2,40%	0,84%	-1,38%	1,91%	-6,67%
	-3,79%	0,69%	-2,70%	1,28%	-12,73%
	-4,89%	0,20%	-6,46%	1,20%	-14,21%
	-5,23%	0,14%	-7,10%	0,94%	-16,88%
	-5,75%	0,01%	-7,20%	-2,06%	-17,98%
	-8,43%	-0,16%	-7,43%	-2,32%	-18,41%
	-8,80%	-1,56%	-8,07%	-3,07%	-19,61%
PEGGIORI	-13,86%	-4,29%	-16,81%	-3,56%	-27,87%

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.

**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» («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 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) Sucursal en Espana, operante sotto la supervisione del Banco de Espana (www.bde.es) e della Commissione Nazionale del Mercato Azionario (Comision Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), come filiale di CA Indosuez Wealth (Europe), istituto di credito debitamente registrato in Lussemburgo e operante sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF). Indirizzo: Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Spagna), registrata presso il Banco de Espana con il numero 1545. Immatricolata presso il Registro del 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<sup>er</sup> - 98000 Monaco, iscritta nel Registro di commercio e dell'industria del Principato di Monaco con il numero 56S00341, certificazione : CE/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, 29<sup>th</sup> floor Pacific Place, 88 Queensway. Nessuna delle informazioni contenute nell'Opuscolo costituisce una raccomandazione d'investimento. L'Opuscolo non è stato sottoposto alla Securities and Futures Commission (SFC) né a qualsivoglia altra autorità di regolamentazione di Hong Kong. L'Opuscolo 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). L'Opuscolo può essere distribuito unicamente a investitori professionali (come definito dalla SFO e dalle Securities and Futures (Professional Investor) Rules (Cap. 571D));

- **a Singapore:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapore 068912. A Singapore, l'Opuscolo è destinato unicamente a soggetti considerati «High Net Worth Individual» ai sensi della Linea guida n. FAA-007 della Monetary Authority of Singapore, ovvero a investitori accreditati, investitori istituzionali o investitori esperti, secondo la definizione del Securities and Futures Act, Sezione 289 di Singapore. Per qualsiasi domanda relativa all'Opuscolo, i destinatari a Singapore possono contattare CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch;

- **a Dubai:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower - Level 13 Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423, Emirati Arabi Uniti. CA Indosuez (Switzerland) SA opera negli Emirati Arabi Uniti (EAU) tramite il suo ufficio di rappresentanza, sottoposto all'autorità di vigilanza della banca centrale degli EAU. Ai sensi delle norme e dei regolamenti applicabili negli EAU, l'ufficio di rappresentanza di CA Indosuez (Switzerland) SA non può espletare alcuna attività bancaria. 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;

- **ad Abu Dhabi:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Ufficio di rappresentanza, Zayed - The 1<sup>st</sup> Street - Al Muhairy Center, Office Tower, 4<sup>th</sup> Floor, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Emirati Arabi Uniti. CA Indosuez (Switzerland) SA opera negli Emirati Arabi Uniti (EAU) tramite il suo ufficio di rappresentanza, sottoposto all'autorità di vigilanza della banca centrale degli EAU. Ai sensi delle norme e dei regolamenti applicabili negli EAU, l'ufficio di rappresentanza di CA Indosuez (Switzerland) SA non può espletare alcuna attività bancaria. L'ufficio di rappresentanza può unicamente commercializzare e promuovere le attività ed i prodotti di CA Indosuez (Switzerland) SA. L'Opuscolo non costituisce un'offerta rivolta a un particolare soggetto o al pubblico generale, né un invito a presentare un'offerta. Esso è distribuito su base privata e non è stato rivisto o approvato dalla banca centrale degli EAU né da altre autorità di regolamentazione degli Emirati Arabi Uniti;

- **altri paesi:** la distribuzione della presente pubblicazione potrebbe inoltre essere limitata da leggi e regolamenti in vigore in altri paesi. I soggetti in possesso della presente pubblicazione devono informarsi sulle eventuali restrizioni legali e rispettarle.

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

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

Crediti fotografici: Getty Images.

Finito di redigere il 22.07.2022.





