

A conceptual image featuring a glass hourglass with golden sand falling into a pile of coins. A small globe is positioned in the center, surrounded by more coins. The background is a soft, out-of-focus light grey.

# MONTHLY HOUSE VIEW

Dicembre 2022

Il ritorno del valore del tempo

• **Sommario**

01• Editoriale	P3
IL RITORNO DEL VALORE DEL TEMPO	
02• Focus	P4
L'INFLAZIONE NON È ANCORA FINITA	
03• Macroeconomia	P6
UN MOMENTUM MACROECONOMICO PIÙ FRAGILE	
04• Reddito fisso	P8
CURVE INVERTITE PER IL RITORNO DEL CARRY: DOVE INVESTIRE?	
05• Azioni	P10
UN SENTIMENT DI NUOVO COMPIACENTE?	
06• Cambi	P12
IL DOLLARO POTREBBE AVER RAGGIUNTO IL PICCO	
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



Vincent MANUEL  
Chief Investment Officer

Cari Lettori,

Durante la tempesta che si è abbattuta sull'universo degli investimenti dopo l'introduzione di tassi negativi, gli investitori si sono ritrovati in mare aperto, senza una stella polare che li guidasse. Non poteva essere diversamente: come è possibile determinare il valore ed il rendimento degli attivi finanziari quando devono essere confrontati con strumenti privi di rischio a tasso zero o negativo? Altrettanto fuorviante era la presenza di tassi negativi sui decennali rispetto allo zero per cento dei depositi.

L'abbandono improvviso di questo quadro apre le porte ad un contesto finanziario più normale. Una ritrovata normalità che si manifesta anche con la ricomparsa del valore temporale del denaro, sempre alla base di qualsiasi investimento obbligazionario o di prestito. Nella teoria macroeconomica, quale logica giustifica l'esistenza di un rendimento per un prestito od un investimento? La preferenza per il presente, ossia la capacità di consumare ora e non dopo (il risparmio è un consumo differito ed il tasso di interesse è in qualche modo il costo per sacrificare un godimento immediato).

È quindi un'ottima notizia che i depositi e gli investimenti obbligazionari siano di nuovo fruttiferi. In primo luogo, perché questo potrebbe contribuire a ridurre i consumi e gli investimenti come pure ad attenuare le pressioni inflazionistiche. In secondo, perché reintroduce un compromesso più accettabile tra consumi e risparmi, ma anche tra le classi di attivi finanziari.

Per quanto il ritorno del valore temporale sia ancora incompiuto (come dimostrano le curve dei rendimenti invertite in questa fase di aggiustamento monetario e di rallentamento), segnala un rapporto più equilibrato tra risparmiatori e mutuatari e conferisce nuova valenza al risparmio, a patto che si riesca a frenare un'inflazione più persistente del previsto. Quest'ultima sembra iniziare a stabilizzarsi in Europa e diminuire lentamente negli Stati Uniti. Ciò spiega la maggiore attenzione al rendimento in tutte le classi di attivi finanziari, accantonando le speranze di un rialzo degli indici.

Se il tempo riacquista valore, gli investitori hanno meno bisogno di sacrificare la liquidità o la qualità del portafoglio per conseguire rendimenti. L'altra conseguenza è la fine del celebre adagio TINA "there is no alternative" (non ci sono alternative) alle azioni, ancora in voga solo un paio di mesi fa. Innanzitutto, perché da un anno l'aumento dei tassi pesa sul valore attuale dei flussi di cassa futuri (un altro indizio che il valore temporale è di nuovo in auge). Inoltre, perché il ritorno dei rendimenti obbligazionari può portare il peso delle azioni in portafoglio al suo livello corretto. Per le azioni statunitensi, infatti, il rendimento è molto vicino al rapporto tra reddito netto e quotazione azionaria. Occorre quindi attendere ulteriori conferme di interessanti prospettive di crescita e/o dividendi elevati ed in ascesa (od una maggiore correzione delle valutazioni) prima di poter giustificare un'elevata esposizione azionaria accanto ad obbligazioni *corporate* di alta qualità che già offrono rendimenti.

Nel 2023 è verosimile che torneranno i portafogli "60/40", di cui avevamo annunciato un po' troppo frettolosamente la scomparsa definitiva ed a lungo termine. Pertanto, le obbligazioni dovrebbero rientrare nei portafogli all'inizio del 2023 prima che, nel secondo semestre dell'anno, il miglioramento degli utili ed il probabile allentamento delle politiche monetarie sostengano nel lungo periodo le azioni. Inoltre, poiché i mercati non aspetteranno la conferma della Federal Reserve (Fed) statunitense per fare le proprie valutazioni, qualsiasi segnale di un'inflazione in calo dovrebbe innescare un rimbalzo dei listini. Solo il tempo ci dirà se il rialzo dei mercati successivo dell'inflazione di ottobre forse motivato ma, a nostro parere, è ancora prematuro puntare su un cambio di rotta della Fed a fine anno.

Buona lettura.

Bénédicte KUKLA  
Senior Investment  
Officer

Si moltiplicano i segnali di un'inflazione statunitense che ha raggiunto il picco e diminuisce, mentre i prezzi dell'Area Euro proseguono la loro inarrestabile corsa, sospinti da una persistente crisi energetica. Ciononostante, negli Stati Uniti i prezzi si sono dimostrati più tenaci del previsto e rischiano di far deragliare le aspettative inflazionistiche. Frenare l'inflazione sarà un compito più arduo di quanto atteso dai mercati.

A ottobre l'inflazione dei prezzi al consumo statunitense si è rivelata inferiore alle aspettative: 7,7% su base annua (a/a) rispetto all'8,2% di settembre ed all'8% anticipato dai mercati. Nello specifico, l'inflazione è cresciuta dello 0,4% su base mensile (m/m) rispetto a settembre 2022, con il dato *core* che è salito ancora più lentamente allo 0,3% m/m, grazie al continuo calo dei prezzi delle auto usate (-2,4% m/m).

Nell'Area Euro l'inflazione di ottobre si è confermata in rialzo, toccando un massimo storico al 10,7% a/a (superiore al 10,2% stimato dal mercato). Rispetto al mese precedente, nell'area monetaria i prezzi sono cresciuti dell'1,5%. Tutte le componenti dell'inflazione risultano in aumento, con l'energia che continua ad avere l'impatto più significativo seguita dai generi alimentari (Grafico 1). I prezzi *core* (prezzi di beni e servizi esclusi generi alimentari ed energia) rappresentano solo il 30% dell'inflazione nell'Area Euro, mentre negli Stati Uniti la loro incidenza sale ad oltre il 60%.

#### L'ENERGIA È ANCORA IL MOTORE DELL'INFLAZIONE NELL'AREA EURO

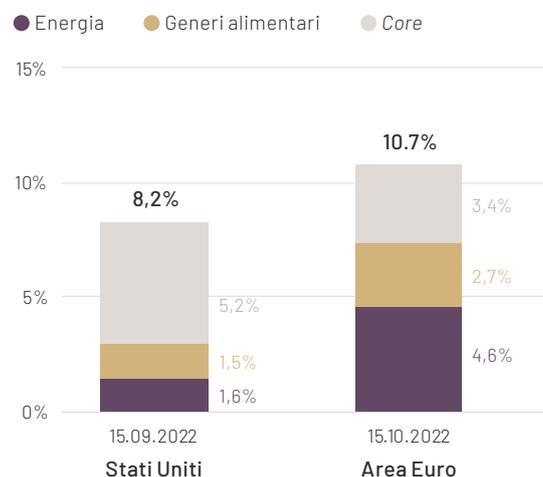
In Europa i prezzi del gas resteranno volatili e condizionati dagli eventi. Il Title Transfer Facility (TTF) olandese, il principale mercato del gas europeo, ha chiuso ottobre su livelli inferiori a quelli precedenti la guerra in Ucraina ma, con il riemergere delle tensioni nella parte centrale di novembre, è tornato ai massimi di metà anno. Tali prezzi sono la principale fonte di divergenza tra i *driver* dell'inflazione americana e dell'Area Euro, per quanto anche il divario della crescita del PIL sia un fattore importante, con gli Stati Uniti che nel 2023 dovrebbero evitare la recessione (Tabella 1, pagina 6).

Anche i prezzi del petrolio si sono dimostrati persistenti, in quanto l'OPEC continua a tagliare l'offerta. Si prevede che, nonostante la contrazione della domanda globale, resteranno sopra i 90 dollari al barile. In questa ipotesi, nel secondo e terzo trimestre del 2023 i forti effetti di base annuali associati al corso del petrolio peseranno sui prezzi sia in Europa che negli Stati Uniti.

#### IN EUROPA I PREZZI SUL LATO DELL'OFFERTA RESTERANNO SOTTO PRESSIONE

L'indice dei prezzi alla produzione (IPP) può fungere da indicatore prospettico per la componente dei beni nell'IPC. Negli Stati Uniti il divario tra l'IPP e tale componente è rapidamente diminuito. I prezzi alla produzione dell'Area Euro sono calati per la prima volta a settembre, al 42% a/a, ma la differenza con la componente dei beni permane eccessivamente ampia ed aumenta (dal 32% di giugno al 36% di settembre). Nel 2023 i fattori sul lato dell'offerta continueranno ad esercitare pressioni sui prezzi energetici dell'Area Euro, anche nel caso di una tregua in Ucraina.

GRAFICO 1: QUALI COMPONENTI HANNO CONTRIBUITO MAGGIORMENTE ALL'INFLAZIONE<sup>1</sup>, %



Fonti: BEA, Eurostat, Indosuez Wealth Management.

1 - Inflazione totale a/a, contributo percentuale all'inflazione dei singoli componenti.

Un impatto ritardato dei PREZZI ENERGETICI SULL'INFLAZIONE DELL'AREA EURO



I prezzi dei beni rifugio in USA  
ALIMENTERANNO  
L'INFLAZIONE  
fino al  
SECONDO  
TRIMESTRE  
DEL 2023

## I PREZZI ALIMENTARI DOVREBBERO MIGLIORARE DOPO LA FINE DELL'ANNO

I prezzi al consumo dei generi alimentari hanno superato il 10% a/a sia negli Stati Uniti che in Europa. Alcune pressioni globali sugli stessi si attenueranno nel 2023, come i costi energetici, destinati a diminuire, l'impatto della guerra in Ucraina sulle forniture di fertilizzanti, grano ed altre colture ed i forti rincari in seguito alle interruzioni delle *supply chain* causate dalla pandemia. Tuttavia, è meno probabile che i costi "franco azienda" diminuiscano, come confermano Coca-Cola e General Mills; entrambe prevedono infatti un costante aumento dei prezzi fino al termine dell'anno. Inoltre, nell'ambito del cambiamento climatico, il maltempo ha causato scarsi raccolti, un fattore che continuerà ad alimentare la volatilità di questa componente.

## PREZZI CORE: IL FATTORE DI SVOLTA NEL 2023

Nel 2023 l'inflazione core statunitense potrebbe superare quella dei prezzi al dettaglio. A nostro parere, i prezzi dei beni particolarmente richiesti durante la pandemia caleranno. La normalizzazione dei prezzi delle auto usate negli Stati Uniti è appena iniziata a materializzarsi (sono ancora del 42% più alti rispetto al periodo pre-pandemia). Gli alloggi restano la principale voce dell'inflazione americana (33% nel paniere fisso di beni e servizi di consumo su cui è basata) e sono influenzati dagli affitti in aumento e dall'impatto posticipato

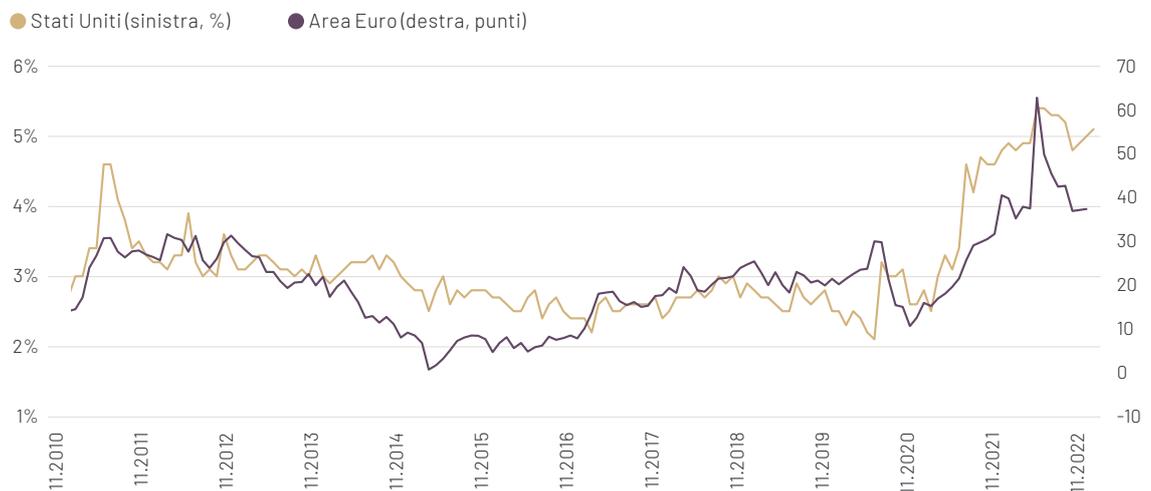
dei prezzi residenziali sulla relativa componente dei prezzi al consumo. Nel complesso, l'inflazione core proseguirà la sua ascesa su base annua negli Stati Uniti, fino a quando gli alloggi non inizieranno a rallentare nel secondo trimestre del 2023. Riguardo all'Area Euro, nel 2023 la crisi energetica continuerà a ripercuotersi sui prezzi core.

## ASPETTARSI UN'INFLAZIONE PIÙ ELEVATA PUÒ TRASFORMARSI IN REALTÀ

La tenuta della domanda nell'Area Euro nel terzo trimestre non ha contribuito a contenere la trasmissione dell'inflazione, ma dovrebbe indebolirsi in futuro. A tale proposito, la divergenza a livello di sostegno fiscale sarà un fattore decisivo nel 2023 ed amplierà il differenziale dell'inflazione tra gli Stati membri dell'Area Euro.

Infine, il rischio di incrementi salariali e di effetti secondari potrebbe tradursi in un regime inflazionistico più persistente. Il mercato del lavoro statunitense inizia a perdere vigore, ma gli aumenti salariali si confermano generalizzati. Inoltre, le aspettative inflazionistiche a 12 mesi dei consumatori continuano a salire negli Stati Uniti, diversamente dall'Area Euro, e sono un elemento chiave da monitorare, soprattutto per capire se proseguirà la spirale salari/prezzi (Grafico 2). Nel complesso, l'inflazione dovrebbe arretrare nel 2023, rimanendo però di molto superiore agli obiettivi delle banche centrali negli Stati Uniti (4,1%) ed ancor più nell'Area Euro (7,5%).

GRAFICO 2: ASPETTATIVE INFLAZIONISTICHE DEI CONSUMATORI NEI PROSSIMI 12 MESI



Fonti: FRED, Bloomberg, S&P, Indosuez Wealth Management.

Bénédicte KUKLA  
Senior Investment  
Officer

La crescita economica globale dovrebbe rallentare nel 2023, a causa di una deludente ripresa cinese incapace di compensare i venti contrari negli Stati Uniti e la recessione nell'Area Euro. La nostra principale preoccupazione per il 2023 è se la solidità della spesa per i consumi continuerà a resistere in un contesto di inflazione elevata e di inasprimento delle condizioni di finanziamento.

#### STATI UNITI: I FATTORI DI SOSTEGNO SVANIRANNO

Dopo due trimestri di contrazione, nel terzo trimestre l'economia statunitense si è allontanata dalla recessione tra luglio e settembre, con un tasso di crescita trimestrale annualizzato del 2,6%. L'espansione è stata trainata dall'eccezionale andamento del commercio estero, consumi resilienti e da un inatteso aumento della spesa pubblica. Il crollo degli investimenti residenziali (-26,4% nel terzo trimestre) e le scorte hanno invece pesato sul PIL. In prospettiva, guardando al 2023, siamo particolarmente preoccupati per la solidità dei consumi in un contesto di inflazione elevata e di un potenziale crollo nel mercato immobiliare. Sul fronte manifatturiero, ad ottobre l'attività si è rivelata in stallo, ma rappresenta solo una piccola parte dell'economia (11% del PIL) rispetto ai consumi (circa l'80%).

A ottobre l'indicatore della fiducia dei consumatori del Conference Board è sceso a 102,5 (consenso del mercato: 106,5), in linea con il recente peggioramento dei dati sull'occupazione (le richieste iniziali di sussidi di disoccupazione sono passate da 218 mila a 226 mila, sopra le stime consensuali). Sebbene stiano iniziando a diminuire, le pressioni inflazionistiche (si veda la sezione Focus a pagina 4) continueranno a frenare notevolmente la spesa al consumo e potrebbero comportare una difficile stagione natalizia per le vendite al dettaglio. Il tasso dei risparmi personali negli Stati Uniti è sceso dall'8,7% di dicembre 2021 al 3,1% di settembre.

Nel terzo trimestre il credito al consumo è aumentato ad un tasso annuale destagionalizzato del 6,8%, in flessione dall'8,7% del secondo trimestre. L'attuale crescita del debito al consumo dimostra che il ciclo rialzista della Fed non ha ancora inciso in misura significativa sui prestiti ai consumatori. Nel 2023 l'economia statunitense dovrebbe crescere dello 0,8% dopo il dato rivisto al rialzo dell'1,9% nel 2022, poiché questi fattori di sostegno verranno progressivamente meno ed il mercato residenziale come pure l'attività manifatturiera si contrarranno.

#### AREA EURO: RECESSIONE IN VISTA

Come negli Stati Uniti, il PIL dell'Area Euro per il terzo trimestre ha sorpreso al rialzo, soprattutto in Italia, dove le recenti elezioni hanno avuto solo un impatto limitato sui consumi. Nelle proprie previsioni autunnali, la Commissione europea prevede che la maggior parte degli Stati membri scivolerà in recessione nell'ultimo trimestre, sotto il peso di crescenti bollette energetiche, di un contesto esterno più debole e di condizioni di finanziamento più rigide (Tabella 1). A settembre il tasso di disoccupazione è rimasto ad un minimo storico del 6,6% (in flessione dal 7,3% di un anno fa). La forte crescita del PIL nominale (trainata dall'inflazione) e la graduale revoca degli stimoli associati alla pandemia comporteranno una riduzione dei disavanzi pubblici dell'Area Euro nel 2022, nonostante le nuove misure per mitigare le ricadute della crisi energetica sui consumatori.



Si prospetta una  
**DIFFICILE  
STAGIONE  
NATALIZIA**  
per i dettaglianti  
statunitensi

TABELLA 1: PREVISIONI ECONOMICHE AGGIORNATE PER IL 2022 ED IL 2023, %

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

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



---

PRIMO  
CALO DELLE  
ESPORTAZIONI  
CINESI  
da maggio 2020

---

Nel 2023 si prevede un nuovo incremento del deficit sulla scia di un PIL più debole, una maggiore spesa per interessi ed una proroga delle misure governative per attenuare l'impatto degli alti prezzi energetici. Al momento, le misure fiscali tese a proteggere i consumatori dall'emergenza energetica spaziano dal 7,4% del PIL in Germania allo 0,5% in Irlanda.

**CINA: L'ELEVATA INCERTEZZA OSCURA  
IL MIGLIORAMENTO DEL SENTIMENT**

I dati di ottobre sull'attività hanno evidenziato la debolezza della crescita in Cina. Le vendite al dettaglio sono inaspettatamente diminuite dello 0,7% m/m, a causa di una domanda interna ancora molto contenuta, e la produzione industriale ha rallentato allo 0,3% m/m rispetto allo 0,8% di settembre. Sebbene il recente allentamento della strategia contro la COVID-19 faccia presagire un'ulteriore distensione in futuro, è probabile che un cambio di rotta significativo su tale fronte avverrà solo dopo il primo trimestre del 2023. Anche l'immobiliare continuerà a pesare sulla crescita, con l'indice dei prezzi degli immobili residenziali che ad ottobre ha ceduto l'1,6% a/a (il ribasso più significativo da agosto 2015).

Pertanto, l'economia interna cinese resterà sotto pressione verso la fine dell'anno. A ottobre anche le esportazioni sono inaspettatamente scese dello 0,3% a/a, il primo calo da maggio 2020, con una contrazione di quelle verso gli Stati Uniti (-13%) e l'Europa (-9%). Permangono i rischi legati alla ripresa della Cina in un contesto di deleveraging e di trappola della liquidità. Nel 2023 la crescita del PIL cinese potrebbe quindi deludere rispetto alle attuali aspettative del 4,5%, ma occorre tenere presente l'alta sensibilità ad ogni potenziale allentamento della politica zero-COVID. Considerate come valide alternative, le economie dell'ASEAN<sup>2</sup> hanno beneficiato dei flussi degli investitori in uscita dalla Cina, che non dovrebbero invertirsi completamente. Infatti, quando l'economia cinese tornerà a pieno regime, l'inversione dei flussi potrebbe non essere automatica, date le esigenze di diversificazione degli investitori alla luce dei maggiori rischi geopolitici in Cina e poiché i paesi dell'ASEAN sono ben posizionati per sfruttare la riapertura, attraverso il turismo (Thailandia, Vietnam e Malesia) e/o la domanda di materie prime (Malesia, Indonesia). Anche il Giappone dovrebbe beneficiare della riapertura cinese, ma l'inflazione importata connessa al crollo della valuta deprime la ripresa economica (il PIL si è contratto dello 0,3% nel terzo trimestre).

<sup>2</sup> - Associazione delle nazioni del Sud-est asiatico.

## CURVE INVERTITE PER IL RITORNO DEL CARRY: DOVE INVESTIRE?



Thomas GIQUEL  
Head of Fixed Income

With the contribution  
of the Fixed Income Team

Mentre entriamo nelle ultime settimane dell'anno, gli investitori nel reddito fisso ricorderanno il 2022 come il peggior anno della loro vita nella maggior parte dei segmenti di mercato. Le prospettive per le performance del 2023 appaiono interessanti, ma la volatilità è destinata a rimanere elevata.



Spread:  
**LA CREDIBILITÀ  
DELLA BCE**  
rimane intatta

I banchieri centrali sono ancora decisi ad imporre una stretta significativa. Per i nostri lettori appassionati di storia moderna, il regime inflazionistico degli anni Settanta non si sta ripetendo del tutto. Nel 1971 il presidente Nixon aveva inizialmente promesso di controllare gli stipendi ed i prezzi; alla sua rielezione, è stato però travolto dagli eventi. All'inizio degli anni Ottanta, l'ex presidente della Fed Paul Volcker portò i tassi reali in territorio fortemente positivo, l'economia in recessione e l'inflazione in calo. La storia può ripetersi? Rispetto ad allora vi è un'enorme differenza: il rapporto debito/PIL degli Stati Uniti si attesta oggi sopra il 100% (si veda il [Monthly House View di novembre](#)).

I mercati, in particolare i *future* sui *Fed fund*, hanno finora accolto con favore i dati preliminari sull'inflazione inferiori alle attese giunti ad inizio novembre. Al momento della redazione, il mercato monetario americano anticipa tagli dei tassi già nel prossimo autunno. Questa visione ci sembra ottimistica o il segnale di una recessione non prezzata altrove, se non fosse per la forma della curva statunitense: nel segmento a 2-10 anni si è infatti invertita in una misura mai vista negli ultimi 40 anni.

In Europa i falchi sono in vantaggio ed insistono per un inasprimento quantitativo ed un aumento dei tassi in territorio restrittivo. Dal 23 novembre le TLTRO<sup>3</sup> (denaro a basso costo fornito al sistema

bancario dalla Banca Centrale Europea (BCE)) perderanno la loro attrattività. È molto probabile che le banche ritirino parte dei 2,2 miliardi di euro investiti presso la BCE, con un conseguente calo della liquidità in circolazione nell'Area Euro. A giudicare dagli *spread* tra i paesi membri, finora gli investitori non hanno messo in dubbio la credibilità della BCE: la differenza tra i costi di finanziamento italiani e tedeschi è rimasta stabile, superando indenne le turbolenze politiche, le presentazioni dei bilanci per il 2023 e le vicissitudini economiche del 2022.

### QUAL È LA SITUAZIONE DI RENDIMENTI E CURVE?

Le curve dei rendimenti sono molto piatte, poiché gli investitori contrappongono alla forte inflazione sul breve termine una crescita ridotta od una recessione dietro l'angolo. Di conseguenza, per gli investitori incentrati sul "carry" è presente valore nelle parti brevi della curva, mentre nell'Area Euro è possibile perseguire strategie di appiattimento attraverso i derivati.

Mentre le banche centrali prosciugano rapidamente l'eccesso di liquidità fornita ai mercati ed alle economie nel 2020, alcune bolle hanno già iniziato a sgonfiarsi. Nell'universo del reddito fisso è tornato il *carry*, con i rendimenti che risalgono a livelli che non si vedevano da oltre 10 anni.

3 - Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine..



Il rendimento dell'*investment grade* STATUNITENSE SUPERA per breve tempo il 6%

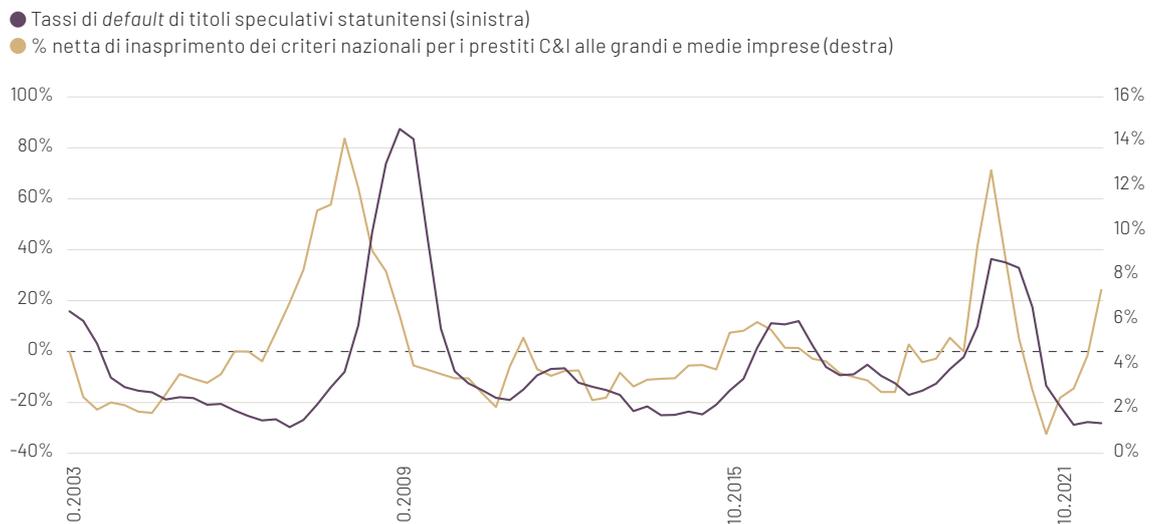
Nel segmento *investment grade*, il rendimento statunitense si è attestato per breve tempo sopra il 6%, mentre l'omologo europeo ha di recente sfiorato il 4,5%. Per gli investitori già sul mercato il *repricing* si è rivelato doloroso, ma molte cattive notizie sono state scontate. I declassamenti sono probabili, anche se le imprese detengono riserve di liquidità e l'EBITDA resta per ora solido. Anche gli investitori hanno fatto il loro dovere. Quando i rendimenti erano contenuti, si sono dovuti spostare verso il basso lungo la curva del rischio, accettando un maggiore rischio di *duration* e/o di credito per mantenere un livello di rendimento in linea con le loro attese. Quest'anno, i mercati *high yield* ed *investment grade* hanno subito enormi deflussi, il che denota investitori (soprattutto istituzionali) tornati nel loro principale universo di rischio. Potremmo chiamare questa fase "la fine dell'era del turista": ogni investitore resta nel proprio spazio, senza inseguire altrove il rendimento. Per estensione, ciò significa che i mercati scontano correttamente il rischio, sia di credito che di *duration*.

## IL GRANDE DILEMMA: DOVE INVESTIRE?

Riteniamo che, in termini relativi, sia presente maggiore valore sul mercato *investment grade* che su quello *high yield*. In merito al debito subordinato, emesso da società o da banche, il mercato si è mostrato estremamente nervoso per i mancati richiami alla prima data di richiamo. Tuttavia, ciò ha permesso agli emittenti di gestire attivamente il bilancio, emettendo obbligazioni a più lunga scadenza in cambio del riacquisto sotto la pari di strumenti a breve termine. Sebbene le nuove obbligazioni presentino cedole più alte, il prezzo di offerta inferiore alla pari è un profitto immediato per le società da iscrivere nel conto economico. È una situazione di vantaggio sia per gli investitori che per gli emittenti.

Tuttavia, questo vale per i mercati più liquidi. Per i panieri illiquidi come i CLO vi sono problemi specifici. È difficile trovare investitori disposti a sostenere operazioni di LBO (come il finanziamento da 13 miliardi di dollari per l'acquisizione di Twitter), il che costringe le banche a mantenere i prestiti in bilancio. Gli sviluppi in questo segmento del settore finanziario saranno fondamentali per sfuggire ai rischi nel 2023 (Grafico 3).

GRAFICO 3: SONDAGGIO DI OPINIONE TRA I RESPONSABILI DEL CREDITO SULLE PRASSI BANCARIE IN MATERIA DI PRESTITI E TASSI STORICI DI DEFAULT NELL'HIGH YIELD, %



Fonti: FRED, Bloomberg, S&P, Indosuez Wealth Management.

Laura CORRIERAS  
Equity Portfolio  
Manager

Mélanie GONTIER  
Equity Portfolio  
Manager

Gautier VENERATI  
CFA Senior Equity  
Portfolio Manager,  
Head of Asia Equity  
Portfolio Management



UN TEMA  
D'INVESTIMENTO  
incentrato sulle  
azioni domestiche

Da metà ottobre tutti i mercati hanno messo a segno un deciso rimbalzo, con il listino europeo (MSCI Europe) salito del 10,7% nel periodo. Questa dinamica è spiegata da una stagione degli utili migliore del previsto in Europa dal *sentiment* degli investitori, passato da ribassista a compiacente in seguito al crollo del VIX. Anche se alcuni timori sembrano attenuarsi (elezioni di metà mandato negli Stati Uniti e picco dell'inflazione), determinati indici azionari sono ora in zona di ipercomprato e potrebbero prendersi una pausa.

### STATI UNITI

Mentre le precedenti stagioni degli utili ruotavano per lo più attorno all'inflazione ed alle turbolenze legate alle *supply chain*, l'ultima è stata maggiormente influenzata dagli effetti negativi di un dollaro più forte per molte società statunitensi. In questo contesto, le *mega cap*, più esposte al mercato internazionale (43% in media), hanno subito il contraccolpo peggiore, mentre le società a piccola e media capitalizzazione generano solo il 20% dei loro ricavi fuori dagli Stati Uniti. Pertanto, in questa fase è ovviamente privilegiato il tema del mercato domestico, sia per gli effetti del Forex sia perché beneficia, tra i vari, dei piani di stimolo fiscale, in particolare nell'ambito della transizione energetica.

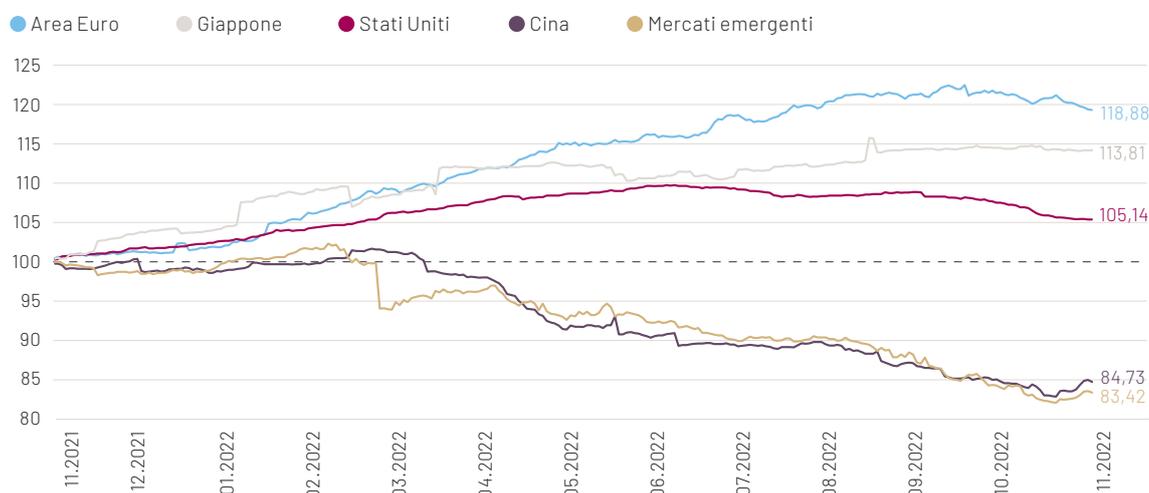
Al di là della stagione degli utili, gli investitori sono stati rassicurati dai dati sull'inflazione statunitense, che confermano un suo rallentamento e lasciano intravedere una politica monetaria meno restrittiva. Alle elezioni di metà mandato non c'è stata alcuna "onda rossa": i democratici hanno mantenuto il controllo del Senato ed i risultati della Camera devono ancora giungere.

Tuttavia, dopo le elezioni di metà mandato, la stagionalità del mercato è spesso positiva fino al termine dell'anno. Ciononostante, il brusco rimbalzo del mercato sembra quasi esagerato, con l'euforia tornata prepotentemente e forse troppo velocemente, e questo ci induce ad essere cauti nei prossimi mesi.

### EUROPA

Le prospettive restano difficili nel vecchio continente, nonostante il forte *rally* dei mercati azionari europei da metà ottobre. Il contesto macroeconomico rimane complesso; non si intravede alcuna tregua tra Russia ed Ucraina e la BCE cerca di contrastare l'inflazione mentre l'economia rallenta. Tuttavia, la stagione degli utili per il terzo trimestre si è finora rivelata positiva per le società europee, con una crescita degli EPS del 25% a/a. Le revisioni al ribasso per il 2023 sono appena agli inizi (Grafico 4) e sebbene le valutazioni delle società europee sembrano piuttosto interessanti rispetto alla media storica, la probabilità di *future* revisioni negative potrebbe pesare sul *sentiment* dopo la forte ripresa di metà ottobre.

GRAFICO 4: DINAMICA DEGLI EPS: L'INIZIO DEL DECLINO, 100=NOVEMBRE 2021



Nota: gli utili per azione forward a 12 mesi cominciano a perdere terreno nei principali mercati sviluppati.  
Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management



Confermiamo quindi un approccio prudente sulle azioni europee e privilegiamo i titoli *Quality*/difensivi ed il tema del rendimento per gli azionisti rispetto alle azioni *Value*/cicliche, in attesa di segnali tangibili di una svolta della politica monetaria della Federal Reserve prima di aumentare l'esposizione ai titoli *Growth*.

#### MERCATI EMERGENTI

I mercati sono ancora preoccupati per le vicissitudini politiche cinesi, come dimostra la reazione negativa degli investitori globali al termine del recente Congresso del Partito comunista. Nonostante un parziale allentamento delle restrizioni contro il COVID-19 nell'ambito della strategia Dynamic Zero-Covid (DZC), la strada verso la piena riapertura sarà lunga e graduale. Di conseguenza, sino alla fine dell'anno è verosimile che la volatilità resti elevata. Inoltre, le revisioni degli utili sono ancora deboli e, dati i potenziali rischi geopolitici come Taiwan, restiamo cauti. Abbiamo quindi adottato un approccio tattico prudente sul breve termine, che non altera però la nostra visione positiva nel medio periodo per le azioni cinesi, alla luce delle attuali basse valutazioni e degli evidenti segnali di capitolazione che si sono manifestati a fine ottobre 2022.

#### STILE D'INVESTIMENTO

I dati sull'inflazione statunitense inferiori alle attese e l'allentamento delle restrizioni contro il COVID-19 in Cina hanno innescato una rotazione del mercato verso i titoli Ciclici e *Growth* a scapito degli omologhi *Quality* e Difensivi. Questa rotazione non è stata confermata dalle revisioni degli utili, poichè le migliori performance sono in genere giunte dai titoli più impattati sul fronte degli utili. I segnali più tangibili di un rallentamento economico nei prossimi mesi dovrebbero ancora una volta sostenere i titoli più difensivi. Tuttavia, se la Fed decidesse di cambiare prima del previsto, potremmo assistere a un *rally* dei titoli *Growth*, le cui valutazioni sono state corrette, e anche le società tecnologiche non redditizie potrebbero rimbalzare in uno scenario del genere. Tuttavia, in questa fase, sembra troppo presto e troppo rischioso favorire questo scenario.



---

Preferenza per i  
**TITOLI  
DIFENSIVI**  
dati i segni  
tangibili di un  
**RALLENTAMENTO  
ECONOMICO**

---

Davis HALL  
Head of Capital Markets,  
Asia

Hugo  
DE VASCONCELOS  
Active Advisor

Il dollaro potrebbe aver finalmente raggiunto il proprio picco, ma non è detto che si svaluti, poiché la Fed resterà aggressiva ancora per qualche tempo. Sono presenti numerose opportunità sul Forex, in quanto il mondo si adegua al mutevole contesto geopolitico e monetario che per ora favorisce i beni rifugio e le valute dei paesi autosufficienti da un punto di vista energetico (ma non solo).

## USD

### Il biglietto verde al picco perde prontamente slancio

Alla fine, dopo la pubblicazione di un IPC per il mese di ottobre inferiore alle stime di consenso (Grafico 5), il biglietto verde ha dovuto soccombere alla realtà. Sebbene sia chiaramente troppo presto per affermare che il FOMC abbia sconfitto il flagello dell'inflazione, si prospetta forse un percorso di rialzo dei tassi USA più moderato. Questi dati più deboli combinati con un Congresso americano verosimilmente paralizzato, sono sinonimo di minori stimoli proprio mentre l'economia statunitense rallenta ulteriormente. È bastata questa combinazione per innescare un crollo del 6% in sole 48 ore, con il dollaro tornato ai livelli di inizio luglio. La correlazione del biglietto verde con il calo dei rendimenti dei Treasury USA è ora più stretta che mai. Pertanto, alla luce di un posizionamento *long* tuttora numeroso, ulteriori prese di profitto in caso di ripresa del dollaro dovrebbero portare ad un nuovo *range* di trattazione inferiore alla fine dell'anno, mentre la Fed valuta il crescente rischio di una stretta eccessiva.



In appena  
**48 ORE**  
il dollaro  
ha ceduto  
addirittura il  
**6%**

## YUAN

### Speranze riposte nel pragmatismo

È proprio vero che tutto può cambiare da una settimana all'altra. Non solo incombe l'*overshooting* per i rialzi dei tassi in dollari, ma le autorità cinesi hanno ulteriormente sostenuto il *sentiment* di rischio annunciando il tanto vociferato piano in 20 punti per la graduale revoca delle restrizioni contro il COVID-19 nella Cina continentale e pubblicando nuove politiche di salvataggio per il settore immobiliare. Di conseguenza, lo yuan si è immediatamente rafforzato ed i listini azionari hanno effettuato impressionanti rimbalzi, in particolare l'indice Hang-Seng (+23% rispetto al minimo di fine ottobre).

GRAFICO 5: INDICE DEL DOLLARO: IL BIGLIETTO VERDE HA RAGGIUNTO IL PICCO?



Fonti: Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

## YEN

**Tempo di correzione da livelli estremi**

Con i suoi interventi unilaterali sul mercato dei cambi, il ministero delle finanze è per ora riuscito ad attenuare l'intensa volatilità infragiornaliera e la persistente debolezza dello yen. I dati sull'inflazione statunitense, inferiori alle attese, hanno di certo aiutato, facendo temporaneamente scendere di poco gli strettamente correlati differenziali di rendimento statunitensi. Tuttavia, un solo IPC non è sufficiente per confermare una tendenza ribassista. Pertanto, è prematuro concludere che i rialzi dei tassi statunitensi raggiungeranno presto il picco, mentre il Giappone si ostina a mantenere fino ad aprile 2023 il controllo su una curva dei rendimenti ai minimi termini. Le forti e continue oscillazioni giornaliere della coppia USD/JPY sono quindi destinate a perdurare fino ad una svolta della Fed, evento che non ci convince del tutto.

**AAA AUD**

che stabilisce  
una solida base per  
un'ulteriore ripresa

## AUD

**In ripresa nonostante la delusione per l'aumento dei tassi**

Il dollaro australiano (AUD), forte del rating AAA, sta lentamente, ma inesorabilmente, creando una solida base per un'ulteriore ripresa grazie al suo status di attivo liquido e a più alto rendimento esposto all'auspicata riapertura cinese. Tuttavia, la Royal Bank of Australia ha adottato un approccio più cauto al ciclo rialzista, sebbene sia chiamata a frenare la crescente inflazione interna a fronte del rischio di un settore immobiliare molto indebitato e vulnerabile. Alla luce dei recenti sviluppi in Cina ed a Washington, il dollaro australiano, tra le nostre valute preferite, è idealmente posizionato per sfruttare eventuali episodi di debolezza risultanti dai rinnovati afflussi di diversificazione valutaria nel 2023.

## SGD

**Si conferma la valuta asiatica più resiliente**

Le autorità monetarie di Singapore (MAS) continuano a contrastare l'inflazione importata lasciando il paniere in dollari di Singapore libero di apprezzarsi.

Nello specifico, la valuta con rating AAA è utilizzata come strumento per limitare le pressioni sui prezzi e, pertanto, sovraperforma da inizio anno tutte le altre controparti asiatiche.

Questo consente di stabilizzare l'economia e di attrarre investimenti diretti esteri ancora più consistenti, rafforzando ulteriormente la moneta ed il PIL nazionale. Manteniamo la nostra visione molto

costruttiva su questa allocazione valutaria, ora a più alto rendimento, poiché le politiche di sostegno delle autorità sono destinate a rimanere anche nel 2023.

## BRL

**Si guarda avanti con un nuovo presidente**

Lula è tornato alla guida del paese ed i mercati finanziari brasiliani hanno reagito in modo moderatamente positivo, con il real in ascesa quasi fino alla soglia di 5,00 dollari. Un congresso ed un senato di centro contribuiranno verosimilmente a contenere la spesa. Grazie all'elevato *carry* e ad un'economia relativamente isolata (rispetto alle molteplici crisi nel resto del mondo), il real è quindi un'alternativa interessante. Sul breve termine, il presidente Lula potrebbe annunciare misure suscettibili di provocare volatilità, offrendo opportunità d'ingresso agli investitori interessati.

## ORO

**Ritorno ai fasti di un tempo**

Il metallo giallo (XAU) ha inaspettatamente tratto grandi benefici dal triplo minimo di 1.615 dollari l'oncia, sospinto dalla combinazione di eventi e dal calo dei rendimenti reali statunitensi. Se a questo si aggiungono gli acquisti di lingotti da parte delle banche centrali ad un massimo dal 1967 per diversificare le riserve, in appena sette sedute di negoziazione l'oro ha recuperato il 10%. Da una prospettiva tecnica, se l'oro riuscirà a mantenersi sopra il supporto di 1.700 dollari, potrebbero essere possibili ulteriori tentativi di rialzo in prossimità della resistenza chiave di agosto a 1.808 dollari l'oncia.

Le turbolenze e le tensioni geopolitiche abbondano e non accennano a placarsi, nonostante il vertice del G20 a Bali, e forniscono un ulteriore sostegno al bene rifugio per eccellenza in caso di eventuali ribassi. Inoltre, non va dimenticato che stanno per iniziare i tre mesi più favorevoli al consumo di oro (soprattutto in India), mentre gli speculatori presentano posizioni nette *short* o sottopesi.

Tuttavia, al di là dei problemi di stagionalità e dei fattori tecnici, l'oro potrebbe rimanere vulnerabile a breve termine senza la fissazione di un livello pivot da parte della FED prima della fine del 2022 e in un contesto caratterizzato dal ritorno dei rendimenti su alcune asset class, in particolare le obbligazioni societarie *investment grade*.

## 07 • Asset Allocation

# SCENARIO D'INVESTIMENTO ED ALLOCAZIONE

Vincent MANUEL  
Chief Investment Officer

### SCENARIO D'INVESTIMENTO

- **Crescita:** in Europa il rischio principale nel 2023 resta la recessione (molto probabile nel primo semestre); quasi stagnazione negli Stati Uniti (crescita del PIL inferiore all'1%). Nel 2023 la crescita del PIL cinese potrebbe deludere rispetto alle attuali aspettative del 4%, ma occorre tenere presente l'elevata sensibilità ad ogni potenziale allentamento della politica zero-COVID.
- **Inflazione:** nel 2023 l'inflazione mondiale dovrebbe confermarsi intorno al 5% (4% negli Stati Uniti e 6% nell'Area Euro). Negli Stati Uniti l'inflazione *core* dovrebbe rimanere elevata fino a quando la componente dei beni rifugio non inizierà a recedere, scenario che verosimilmente si materializzerà entro la fine del primo trimestre/inizio del secondo trimestre del 2023. L'inflazione dei servizi continua a crescere nell'Area Euro mentre, data la crisi energetica in atto, l'inflazione complessiva è sempre trainata dall'offerta.
- **Politica fiscale:** favorevole in Europa, più neutrale negli Stati Uniti con un governo diviso (presidente e Senato democratici e Camera repubblicana), ma crescente attenzione alla sostenibilità del debito se i tassi di interesse si mantengono elevati e la crescita del PIL nominale si affievolisce.
- **Banche centrali:** concentrati sull'inflazione e poco sensibili a parole al rischio di recessione, soprattutto negli Stati Uniti. I mercati scontano una svolta anticipata della Fed, che riteniamo ancora improbabile (prevediamo rialzi dei tassi più lenti e contenuti e nessuna svolta prima del secondo semestre, anche se la Fed è più vicina al tasso d'equilibrio).
- **Utili:** come previsto, la stagione degli utili per il terzo trimestre del 2022 ha comportato revisioni negative degli utili per azione (EPS) per il quarto trimestre e manteniamo una visione cauta sugli utili per il 2023. Potremmo infatti assistere ad una contrazione della redditività, soprattutto in Europa.
- **Volatilità:** il regime di volatilità si è stabilito su un *range* più alto nel 2022, e recentemente è diminuito verso i 20 punti dopo aver superato i 30 ad ottobre, suggerendo un mercato più compiacente, vulnerabile alle correzioni tecniche.

### CONVINZIONI DI ALLOCAZIONE

#### AZIONI

- In uno scenario di stagnazione, con le banche centrali che innalzano i tassi ed un rischio elevato di revisioni negative degli utili per il 2023, i fondamentali non inducono a sovrappesare le azioni, ma le valutazioni hanno iniziato a diventare più interessanti, soprattutto in Europa e Cina.
- A nostro parere, il 2023 sarà un anno diviso in due parti. Nei primi mesi il focus sarà sulla qualità e sul supporto dato dai dividendi, con una ripresa della volatilità. Nel secondo semestre, un segnale di svolta della Fed potrebbe innescare un nuovo trend rialzista.
- Manteniamo una preferenza per le azioni statunitensi e quelle legate alle tematiche globali, poiché continuiamo ad intravedere una maggiore tenuta dell'economia e delle società americane.
- Negli ultimi mesi abbiamo costantemente rafforzato l'esposizione alle strategie incentrate sui dividendi e privilegiamo ancora la qualità a scapito dei settori più ciclici, in particolare gli industriali. Investiamo nella transizione energetica e nelle soluzioni climatiche con un'ottica sempre di lungo termine.
- Pur mantenendo un approccio piuttosto cauto all'Europa, abbiamo recentemente evidenziato lo sconto record delle azioni europee rispetto a quelle statunitensi, e che gli esportatori europei dovrebbero beneficiare di un dollaro forte. Nell'ultimo mese queste società si sono comportate bene, sospinte da un *mix* di utili positivi, un dollaro forte ed un contesto politico e geopolitico più incoraggiante. Dal punto di vista tattico, questo rimbalzo è vulnerabile, ma sottolineiamo gli interessanti premi per il rischio azionario in Europa.
- Lo scorso mese avevamo posto l'accento sulle metriche di valutazione scontate delle azioni cinesi, sintomo di una visibilità limitata; dopo la reazione molto negativa del mercato all'Assemblea nazionale del popolo, iniziamo a vedere segnali di distensione della politica zero-COVID e misure più favorevoli per il settore immobiliare. Riteniamo pertanto che, nel breve termine, gli investitori debbano conservare le esposizioni esistenti.



GLI  
ESPORTATORI  
EUROPEI  
beneficiano  
di un dollaro forte

## REDDITO FISSO

- Il 2023 dovrebbe essere segnato da forti performance obbligazionarie e questa tendenza è già emersa ad ottobre, con flussi in aumento, un appiattimento delle curve ed una compressione degli *spread*.
- Manteniamo la visione adottata negli ultimi due mesi sui titoli di Stato, con un bilanciamento tra le scadenze molto brevi (che integrano bene i prossimi rialzi dei tassi) e la parte ultra-lunga della curva (che potrebbe fungere da copertura macro in caso di recessione). Lo scorso mese l'esposizione alla *duration* ha premiato oltre le aspettative, poiché i mercati hanno reagito con vigore ai dati sull'inflazione statunitense più deboli del previsto e si aspettano (probabilmente troppo) una svolta della Fed a breve termine.
- Continuiamo a preferire le obbligazioni *investment grade* rispetto a quelle *high yield*, che presentano *spread* relativamente poco attraenti rispetto alle prime. Manteniamo tuttavia una visione piuttosto costruttiva sul debito finanziario, in quanto reputiamo abbastanza solidi i bilanci delle società in questo comparto.
- Rimaniamo relativamente cauti sul debito dei mercati emergenti in valuta forte e siamo consapevoli che le obbligazioni in valuta locale rappresentano un interessante fattore di diversificazione nel 2023 per gli investitori in euro.

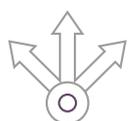
## MERCATI DEI CAMBI

- Consideriamo il 2023 come un anno di diversificazione sul Forex, poiché la forza del dollaro dovrebbe attenuarsi.
- Abbiamo scritto recentemente che la valutazione del dollaro è elevata, ma che i fondamentali sono limitati dal potenziale di rimbalzo dell'euro e di altre valute. Un'inflazione statunitense inferiore alle attese (ma comunque sostenuta) ha generato prese di profitto sulla valuta americana. A nostro parere, il dollaro si svaluterà sul medio termine, ma l'attuale tendenza ribassista non si protrarrà nel breve periodo, a meno che: i.) la Fed confermi un cambio di rotta ii.) il quadro geopolitico inizi a schiarirsi e/o iii.) Washington adotti una politica tesa ad indebolire il dollaro.
- Anche l'oro ha ampiamente beneficiato del calo del dollaro ma potrebbe essere vulnerabile sul breve termine, con gli investitori sempre concentrati sugli attivi che generano rendimenti.
- Nel frattempo, continuiamo a considerare le valute legate alle materie prime come buone fonti di diversificazione per chi investe in dollari ed il franco svizzero come la migliore copertura al di fuori del dollaro, in particolare per gli investitori in euro.

## 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	=/-	=
30A 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	+	=/+
Yield	+	=/+
Ciclici	-	=
Difensivi	+	=/-
<b>CAMBI</b>		
Stati Uniti (USD)	=	=/-
Area Euro (EUR)	=/-	=
Regno Unito (GBP)	=/-	=
Svizzera (CHF)	=/+	=
Giappone (JPY)	=	=/-
Brasile (BRL)	=	=
Cina (CNY)	=	=
Oro (XAU)	=/-	=
Commodity currencies (NOK, NZD, CAD)	=/+	=/+

Fonte: Indosuez Wealth Management.



2023:  
DIVERSIFICAZIONE  
SUL FOREX

# 08 • Monitor dei mercati (valuta locale)

## PANORAMICA DEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI



DATI AGGIORNATI AL 17 NOVEMBRE 2022

TITOLI DI STATO	RENDIMENTO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PB)	VARIAZIONE YTD (PB)
US Treasury 10A	3,77%	-46,26	225,56
Francia 10A	2,49%	-46,50	229,60
Germania 10A	2,02%	-38,40	219,70
Spagna 10A	3,03%	-49,50	246,80
Svizzera 10A	1,06%	-28,20	119,40
Giappone 10A	0,24%	-0,90	17,60

OBBLIGAZIONI	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Titoli di Stato dei Mercati Emergenti	33,62	4,93%	-14,28%
Titoli di Stato in EUR	197,15	1,82%	-9,79%
Obbligazioni Corporate High yield in EUR	192,10	4,02%	-10,08%
Obbligazioni Corporate High yield in USD	295,62	3,03%	-11,07%
Titoli di Stato USA	294,36	1,97%	-8,09%
Obbligazioni Corporate dei Mercati Emergenti	41,79	4,08%	-18,06%

VALUTA	ULTIMO SPOT	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
EUR/CHF	0,9868	0,50%	-4,89%
GBP/USD	1,1864	5,60%	-12,33%
USD/CHF	0,9517	-5,18%	4,25%
EUR/USD	1,0362	5,89%	-8,87%
USD/JPY	140,20	-6,63%	21,83%

INDICE DI VOLATILITÀ	ULTIMO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE (PUNTI)	VARIAZIONE (PUNTI)
VIX	23,93	-6,05	6,71

INDICI AZIONARI	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
S&P 500 (Stati Uniti)	3.946,56	7,66%	-17,20%
FTSE 100 (Regno Unito)	7.346,54	5,80%	-0,51%
STOXX Europe 600	428,38	7,43%	-12,18%
Topix	1.966,28	3,74%	-1,31%
MSCI World	2.642,34	8,77%	-18,24%
Shanghai SE Composite	3.818,66	1,70%	-22,70%
MSCI Emerging Markets	942,36	8,97%	-23,51%
MSCI Latam (America Latina)	2.154,41	-3,36%	1,15%
MSCI EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa)	194,81	2,74%	-29,34%
MSCI Asia Ex Japan	603,04	11,77%	-23,60%
CAC 40 (Francia)	6.576,12	8,04%	-8,07%
DAX (Germania)	14.266,38	11,74%	-10,19%
MIB (Italia)	24.339,67	12,16%	-11,00%
IBEX (Spagna)	8.040,70	5,18%	-7,72%
SMI (Svizzera)	10.917,88	4,24%	-15,21%

MATERIE PRIME	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	VARIAZIONE YTD
Barre di Acciaio (CNY/Tm)	3.734,00	1,03%	-17,90%
Oro (USD/Oncia)	1.760,44	8,13%	-3,76%
Greggio WTI (USD/Barile)	81,64	-5,05%	8,55%
Argento (USD/Oncia)	20,98	12,23%	-10,18%
Rame (USD/Tm)	8.110,00	7,27%	-16,57%
Gas Naturale (USD/MMBtu)	6,37	18,87%	70,75%

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

	AGOSTO 2022	SETTEMBRE 2022	OTTOBRE 2022	VARIAZIONE 4 SETTIMANE	DA INIZIO ANNO (YTD) (17 NOVEMBRE 2022)
MIGLIORI	1,18%	-3,37%	9,59%	11,77%	1,15%
	0,03%	-5,36%	7,99%	8,97%	-0,51%
	-0,04%	-6,48%	7,11%	8,77%	-1,31%
	-0,22%	-6,57%	6,28%	7,66%	-12,18%
	-1,04%	-6,72%	5,09%	7,43%	-17,20%
	-1,88%	-8,19%	4,17%	5,80%	-18,24%
	-2,19%	-9,34%	2,91%	3,74%	-22,70%
	-4,24%	-9,46%	-3,15%	2,74%	-23,51%
	-4,33%	-11,90%	-6,13%	1,70%	-23,60%
PEGGIORI	-5,29%	-12,94%	-7,78%	-3,36%	-29,34%

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



**AIE:** Agenzia internazionale dell'energia.

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

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

**BLS:** Bureau of Labor Statistics.

**BNEF:** Bloomberg New Energy Finance.

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

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

**CPI (indice dei prezzi al consumo):** Il CPI stima il livello generale medio dei prezzi sostenuto da una famiglia tipo per l'acquisto di un paniere di beni e servizi. Il CPI è lo strumento più comunemente utilizzato per misurare il livello dell'inflazione.

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

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

**Duration:** Misura la sensibilità di un'obbligazione o di un fondo obbligazionario alle variazioni dei tassi di interesse. Più la *duration* di un'obbligazione è lunga, più il prezzo di tale obbligazione è sensibile alle variazioni dei tassi di interesse.

**EBIT (Earnings Before Interests and Taxes):** Sigla anglosassone che indica l'utile risultato prima dell'applicazione delle imposte e degli oneri finanziari. Dall'utile sottrae le spese operative, pertanto corrisponde al risultato operativo.

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

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

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

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

**Fed:** Riserva federale americana, vale a dire la banca centrale degli Stati Uniti.

**FMI:** Fondo monetario internazionale.

**FOMC (Federal Open Market Committee):** È il comitato di politica monetaria della Riserva federale americana.

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

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

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

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

**IPCC:** Gruppo intergovernativo sul cambiamento climatico.

**IRENA:** Agenzia internazionale per le energie rinnovabili.

**ISM:** Institute for Supply Management.

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

**Mix di politica:** Strategia economica che uno Stato adotta a seconda del contesto e dei propri obiettivi, e che consiste essenzialmente nel combinare politica monetaria e politica fiscale.

**OCSE:** Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico.

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

**OMC:** Organizzazione Mondiale del Commercio.

**OPEC:** Organizzazione dei paesi produttori di petrolio.

**OPEC+:** È costituito da paesi dell'OPEC e da 10 altri paesi tra cui Russia, Messico e Kazakistan.

**PIL (prodotto interno lordo):** Il PIL misura la produzione annua di beni e servizi di un paese da parte degli operatori residenti nel territorio nazionale.

**PMI:** Indice dei direttori agli acquisti (Purchasing Manager Index in inglese).

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

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

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

**Quantitative easing (QE):** Termine inglese che indica lo strumento di politica monetaria che consiste nell'acquisto di titoli da parte della Banca centrale europea allo scopo di iniettare liquidità nell'economia.

**SEC (Securities and Exchange Commission):** Il SEC è un organismo federale statunitense responsabile del corretto funzionamento dei mercati mobiliari statunitensi.

**Spread (per Spread di credito):** È la differenza tra due attivi, generalmente i tassi di interesse, ad esempio quelli delle obbligazioni corporate e del titolo di Stato.

**SRI:** Investimenti sostenibili e responsabili.

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

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

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

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

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

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

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

**WTI (West Texas Intermediate):** Insieme al Brent, il WTI è un parametro di riferimento per i prezzi del greggio. Il petrolio è prodotto in America ed è una miscela di diversi greggi dolci.

## DICHIARAZIONE DI ESCLUSIONE DI RESPONSABILITÀ

Il documento dal titolo «Monthly House View» («l'Opuscolo») è rilasciato unicamente a fini di comunicazione commerciale.

Le lingue in cui è redatto rientrano tra le lingue di lavoro di Indosuez Wealth Management.

Le informazioni contenute nell'Opuscolo non sono state riviste, né sono soggette all'approvazione o all'autorizzazione di alcuna autorità di regolamentazione o di sorveglianza del mercato in qualsiasi giurisdizione.

L'Opuscolo non è destinato o rivolto a persone di un paese specifico.

L'Opuscolo non è destinato a cittadini, persone domiciliate o residenti in un paese o in una giurisdizione in cui la distribuzione, la pubblicazione, la messa a disposizione o l'utilizzo dello stesso sono contrari alle leggi o ai regolamenti applicabili.

Il presente documento non costituisce o contiene un'offerta o un invito ad acquistare o vendere qualsivoglia strumento e/o servizio finanziario. Analogamente, esso non costituisce in alcun modo una strategia, una raccomandazione o un consiglio di investimento o disinvestimento di carattere personalizzato o generale, una consulenza legale, fiscale o di audit oppure qualsiasi altro tipo di consulenza di natura professionale. Non viene fornita alcuna garanzia che un qualsivoglia investimento o strategia sia idoneo e appropriato alle circostanze personali o che un qualsivoglia investimento o strategia costituisca una consulenza di investimento personalizzata per qualsiasi investitore.

La data rilevante del presente documento è, salvo diversa indicazione, la data di redazione indicata nell'ultima pagina della presente dichiarazione. Le informazioni contenute nel presente documento sono basate su fonti ritenute affidabili. Facciamo del nostro meglio per garantire l'attendibilità, l'accuratezza e la completezza delle informazioni contenute nel presente documento. Tutte le informazioni, così come il prezzo, le valutazioni di mercato e i calcoli indicati nel presente documento sono soggetti a modifiche senza preavviso. Le performance e i prezzi passati non sono un'indicazione di performance e prezzi futuri.

I rischi includono, tra gli altri, rischi politici, di credito, di cambio, economici e di mercato. Prima di concludere qualsiasi transazione, è necessario consultare il proprio consulente in materia di investimenti e, se necessario, ottenere una consulenza professionale indipendente in merito ai rischi, nonché a qualsiasi conseguenza legale, regolamentare, creditizia, fiscale e contabile. Si consiglia di rivolgersi ai propri consulenti di fiducia per prendere decisioni in modo autonomo e tenendo conto della propria situazione, conoscenza ed esperienza in ambito finanziario.

I tassi di cambio delle valute estere possono influire negativamente sul valore, sul prezzo o sul reddito dell'investimento quando questo viene realizzato e riconvertito nella valuta di base dell'investitore.

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

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

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

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

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

- **in Francia:** la presente pubblicazione è distribuita da CA Indosuez, società anonima con capitale di 584.325.015 euro, istituto di credito e broker assicurativo, iscritta nel Registro degli intermediari assicurativi con il numero 07 004 759 e nel Registro di commercio e delle società di Parigi con il numero 572 171 635, con sede legale in 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 Parigi e supervisionata dall'Autorità francese di controllo prudenziale e di risoluzione e dall'Autorità francese dei mercati finanziari;
- **in Lussemburgo:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe), società per azioni (société anonyme) di diritto lussemburghese con capitale di 415.000.000 euro e sede sociale in 39 allée Scheffer L-2520 Lussemburgo, immatricolata presso il Registro delle Società del Lussemburgo con il numero B91.986, operante come istituto di credito con sede in Lussemburgo sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF).
- **in Spagna:** l'Opuscolo è distribuito da CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, operante sotto la supervisione del Banco de Espana (www.bde.es) e della Commissione Nazionale del Mercato Azionario (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), come filiale di CA Indosuez Wealth (Europe), istituto di credito debitamente registrato in Lussemburgo e operante sotto la supervisione dell'autorità di regolazione finanziaria lussemburghese, la Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario (CSSF). Indirizzo: Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Spagna), registrata presso il Banco de Espana con il numero 1545. Immatricolata presso il Registro del Commercio e delle Società di Madrid con il numero T.30.176.F.1.S.8. H.M-543170, CIF (Codice di identificazione fiscale): W-0182904-C.

- **in Belgio:** l'Opuscolo è distribuito dalla filiale per il Belgio di CA Indosuez Wealth (Europe), con sede al 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgio, immatricolata presso il Registro delle Società di Bruxelles con il numero 0534 752 288, registrata nel Banque-Carrefour des Entreprises (database delle aziende belghe) con partita IVA n. 0534.752.288 (RPM Brussels), filiale di CA Indosuez Wealth (Europe), 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 : 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 1<sup>st</sup> Street - Al Muhairy Center, Office Tower, 5<sup>th</sup> Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Emirati Arabi Uniti. CA Indosuez (Switzerland) SA opera negli Emirati Arabi Uniti (EAU) tramite il suo ufficio di rappresentanza, sottoposto all'autorità di vigilanza della banca centrale degli EAU. Ai sensi delle norme e dei regolamenti applicabili negli EAU, l'ufficio di rappresentanza di CA Indosuez (Switzerland) SA non può espletare alcuna attività bancaria. L'ufficio di rappresentanza può unicamente commercializzare e promuovere le attività ed i prodotti di CA Indosuez (Switzerland) SA. L'Opuscolo non costituisce un'offerta rivolta a un particolare soggetto o al pubblico generale, né un invito a presentare un'offerta. Esso è distribuito su base privata e non è stato rivisto o approvato dalla banca centrale degli EAU né da altre autorità di regolamentazione degli Emirati Arabi Uniti;
- **altri paesi:** la distribuzione della presente pubblicazione potrebbe inoltre essere limitata da leggi e regolamenti in vigore in altri paesi. I soggetti in possesso della presente pubblicazione devono informarsi sulle eventuali restrizioni legali e rispettarle.

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

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

Crediti fotografici: Getty Images.

Finito di redigere il 18.11.2022.



