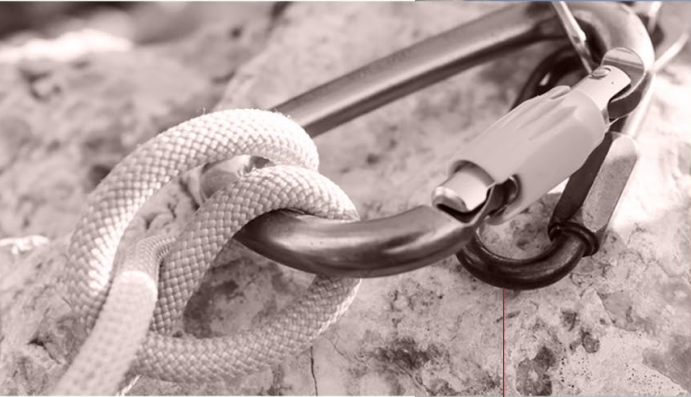


# THE ESSENCE



# OF FREEDOM



1. Macro e tassi
2. Reddito fisso
3. Azioni
4. Cambi e materie prime

## Nozioni chiave

- L'indice S&P500 ha iniziato novembre in rosso, con i partecipanti preoccupati per la riunione della Fed. Tuttavia, l'inflazione inferiore alle attese e il tono più accomodante della Fed hanno sostenuto gli attivi rischiosi, nonché il deprezzamento del dollaro USA.
- I dati sull'inflazione statunitense inferiori alle attese pubblicati il 14 novembre hanno dato una spinta a tutte le classi di attivi, dalle azioni al reddito fisso. L'inflazione core, al 6,3% su base annua, resta molto elevata in termini assoluti. A causa della natura del ciclo inflazionistico, è ancora troppo presto perché le banche centrali ammorbidiscano la politica monetaria.
- La curva statunitense, profondamente invertita con 2s10s a -80 pb, riflette una percezione maggiore del rischio di recessione. Sebbene i PMI manifatturieri indichino una contrazione, l'ISM dei servizi ha sorpreso al rialzo, il che suggerisce che l'economia statunitense non sta rallentando quanto la Fed potrebbe desiderare.
- Sul fronte dell'occupazione, il rapporto sull'occupazione statunitense ha evidenziato una crescita occupazionale superiore alle attese. Perché vi sia un'inversione di tendenza da parte della Fed, occorre che si producano sia un ammorbidimento del mercato del lavoro, sia un allentamento strutturale dell'inflazione, non ancora verificatisi.
- Le obbligazioni investment grade offrono una discreta selezione di spread nelle scadenze superiori a 1 anno. Continuiamo a raccomandare l'assunzione di nuove posizioni all'estremità breve della curva.
- Dopo un mese di novembre positivo, l'indice Dow Jones Industrial Average è entrato in territorio rialzista, chiudendo a più del 20% in più rispetto al minimo toccato a settembre 2022. Tecnicamente, il mercato azionario sembra essere ipercomprato. Riteniamo ora che il rapporto rischio /rendimento a breve termine delle azioni sia meno interessante e suggeriamo di adottare soluzioni di copertura.
- L'EUR ha registrato il maggiore apprezzamento mensile rispetto allo USD (+5,3%) da settembre 2010. Lo yuan si è apprezzato rispetto al dollaro, dopo otto mesi consecutivi di deprezzamento, sulla scia delle prospettive di allentamento delle restrizioni legate al Covid.
- Per quanto riguarda le materie prime, l'UE e il G7 hanno concordato un prezzo massimo di USD 60 al barile per gli acquisti di greggio russo, che è risultato inferiore al prezzo di \$ 65 - \$70 inizialmente suggerito.

## Rassegna: Il rimbalzo continua

L'indice S&P500 ha iniziato novembre in rosso, con i partecipanti preoccupati per la riunione della Fed, che ha aumentato ancora una volta i tassi d'interesse di 75 pb, quarto aumento consecutivo dello 0,75%, portando il tasso di riferimento al 3,75%. Due giorni dopo, i dati sulle retribuzioni non agricole hanno confermato la buona salute del mercato del lavoro statunitense, sollevando timori di una politica monetaria restrittiva più lunga del previsto. Abbiamo dovuto attendere i dati sull'inflazione del 10 novembre, che si sono rivelati migliori del previsto (headline +7,7%/core +4,3% su base annua rispetto al consensus di +7,9%/+6,5%) affinché il mercato cambiasse direzione e aumentasse nettamente.

In Europa, l'Eurostoxx50 ha iniziato il mese su livelli elevati, proseguendo la ripresa iniziata il mese precedente.

In Cina, abbiamo assistito a proteste contro la politica "zero covid", che ha indotto il governo ad allentare le restrizioni. Il governo ha inoltre messo in atto un massiccio pacchetto di salvataggio per aiutare il settore immobiliare. La notizia ha rassicurato gli investitori che hanno iniziato a riconsiderare la Cina come "investibile".

I principali indici azionari hanno messo a segno guadagni per il secondo mese consecutivo, soprattutto l'indice Hang Seng China Enterprises (HSCEI), che ha chiuso il mese a +29,11%.

Negli Stati Uniti, il Dow Jones ha registrato il rialzo maggiore, guadagnando il 6,04%, seguito dall'S&P500 al +5,59%, dal Nasdaq al +4,51% e, infine, dal Russell al +2,31%.

Ancora una volta l'Europa ha sovraperformato gli Stati Uniti, chiudendo a +9,73%.

Sul fronte del reddito fisso, l'indice BBG Global Aggregate ha chiuso il mese in rialzo del 4,71%, l'EMBI è cresciuto del 6,61% e il Global High Yield in rialzo del 5,61%.

Sul fronte del reddito fisso, l'indice BBG Global Aggregate ha chiuso il mese in rialzo del 4,71%, l'EMBI è cresciuto del 6,61% e il Global High Yield in rialzo del 5,61%.

L'indice DXY si è contratto del 5,28%, attestandosi a 105,95.

Il rendimento USA a 10 anni ha chiuso il mese in calo di 44 pb, il Bund in calo di 21 pb e anche il Gilt britannico in calo di 36 pb.

L'indice Bloomberg Commodity è cresciuto del 2,38%, chiudendo il mese a 116,1.

Il VIX continua a scendere, chiudendo appena sopra quota 20.

Equity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	4,080	3.12	1.35	5.59	8.56	-13.12	17
Nasdaq	11,468	4.42	1.63	4.51	4.38	-26.12	22
Russell 2000	1,887	2.74	1.28	2.31	11.10	-14.94	20
Euro Stoxx 50	3,965	0.77	0.48	9.73	15.36	-4.70	12
Stoxx 600 EUR	440	0.63	0.31	6.92	8.90	-6.80	12
FTSE 100	7,573	0.81	1.57	7.12	7.23	6.15	10
SMI	11,128	0.45	0.30	2.77	3.74	-11.11	16
NIKKEI 225	27,969	-0.21	-0.52	1.38	6.97	-0.86	15
CSI 300 China	3,853	0.12	2.11	9.83	-13.13	-20.34	11
MSCI EM Index	972	2.03	4.32	14.85	-1.43	-18.71	11

Equity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	4,080	3.12	1.35	5.59	8.56	-13.12	17
UTILITIES	361	2.56	1.36	7.02	2.68	2.10	19
ENERGY	694	0.55	-1.18	1.26	29.27	70.17	9
TELECOM	173	4.92	2.23	6.85	-6.60	-34.77	14
CONS STAPLES	804	1.91	1.29	6.37	8.31	2.26	21
REAL ESTATE	246	2.35	1.84	6.90	-2.94	-22.47	34
CONS DISCRET	1,134	3.58	2.56	0.99	5.63	-29.04	21
MATERIALS	520	2.44	0.47	11.76	13.14	-7.11	17
HEALTH CARE	1,619	2.45	2.08	4.82	9.04	-0.04	18
INFO TECH	2,372	5.05	1.13	6.03	7.22	-21.63	20
FINANCIALS	602	1.68	0.97	7.04	16.16	-5.59	12
INDUSTRIALS	858	1.62	0.80	7.85	17.07	-2.59	18

Currency % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
DXY	105.95	-0.82	-0.12	-5.00	1.21	10.75
EUR-USD	1.0406	0.74	0.09	5.30	-0.74	-8.48
USD-JPY	138.07	-0.40	-1.10	-7.15	1.73	19.98
USD-CHF	0.9457	-0.84	0.32	-5.55	-0.98	3.59
EUR-CHF	0.9841	-0.12	0.44	-0.58	-1.70	-5.15
GBP-USD	1.2058	0.89	0.02	5.14	-0.99	-10.89
EUR-GBP	0.8630	-0.15	0.07	0.11	0.24	2.58
JP EM FX Index	50.28	0.44	0.83	3.00	-2.64	-4.35

10 yr Yield Bps Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
US	3.61	-14	-9	-44	210	210
Germany	1.93	1	0	-21	211	211
UK	3.16	6	15	-36	219	219
SWITZERLAND	1.11	5	11	-5	125	125
Japan	0.25	0	0	1	18	18
US IG Spread	145	0	4	-26	45	45
US High Yield spread	501	-2	8	-9	231	231
EUR High Yield spread	511	-4	-11	-86	165	165

Commodity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
BBG Commo Index	116.1	0.75	-0.39	2.38	-0.85	17.02
Gold Spot \$/OZ	1768.5	1.07	1.08	8.26	-2.14	-3.32
Crude Oil WTI	80.6	3.01	3.48	-6.91	-23.84	4.62

Volatility	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
VIX	20.6	-1.31	0.23	-5.30	-28.32	3.36

Source: Bloomberg 11/30/2022

## Macro e tassi: **Le buone notizie restano buone, ma...**

*Novembre ha dimostrato che i dati macro, e quindi la politica monetaria, sono l'unico motore dei mercati finanziari, almeno per il momento.*

I dati sull'inflazione statunitense inferiori alle attese pubblicati il 14 novembre hanno dato una spinta a tutte le classi di attivi, dalle azioni al reddito fisso, assestando un altro colpo al dollaro.

Senza dubbio questa volta si è trattato di una buona notizia e, aspetto più importante, i mercati finanziari erano pronti.

E non c'è dubbio che i dati sull'inflazione siano positivi. In effetti, i prezzi dei beni core hanno registrato il calo mensile più significativo dal marzo di quest'anno e hanno pertanto confermato che gli effetti shock sull'offerta, che costituivano il punto di partenza di questo capitolo sull'inflazione, si stanno attenuando. Questo è chiaramente incoraggiante e un primo passo nella giusta direzione.

Di conseguenza, si prevede che la Federal Reserve rallenti il ritmo degli aumenti dei tassi e questo è stato accolto favorevolmente dai mercati finanziari.

Detto ciò, ci si può chiedere se i mercati non si siano fatti prendere un po' troppo la mano e abbiano inteso male il messaggio della Fed. È vero che un aumento dei tassi di 50 pb a dicembre è un miglioramento rispetto alle ultime riunioni in cui erano stati effettuati aumenti di 75 pb. Ma si tratta pur sempre di un aumento significativo di mezzo punto percentuale, il che non indica affatto la fine del ciclo.

*L'inflazione core, al 6,3% su base annua, resta molto elevata su livelli assoluti. Data la natura di questo ciclo inflazionistico, riteniamo che sia troppo presto perché le banche centrali dichiarino vittoria e "missione compiuta".*

Le banche centrali richiederanno ulteriori riscontri dell'avvenuto superamento della pressione inflazionistica. L'effetto ritardato dei rialzi aggressivi dei tassi a inizio anno sta per determinare un tasso d'inflazione più basso (disinflazione). Ma riteniamo che l'imminente disinflazione sarà probabilmente ciclica e che l'inflazione potrà solo diventare strutturalmente più solida e più forte.

Osserviamo molti fattori che vanno in questa direzione: deglobalizzazione, politiche climatiche che inducono investimenti massicci nella green economy, stimoli governativi per evitare disordini sociali a causa della crisi energetica. Si aggiunga il fatto che le catene di approvvigionamento sono state ridisegnate dai Paesi a basso costo a quelli più "amici" e l'idea che gli Stati Uniti e l'Europa manterranno le sanzioni contro la Russia anche dopo la fine della guerra e si ottiene un cocktail perfetto per avere pressioni inflazionistiche strutturali.

*Se è vero che l'inversione della curva dei rendimenti USA potrebbe indicare una recessione, i dati macroeconomici suggeriscono per il momento una visione contrastata.*

La forma della curva USA, profondamente invertita con 2s10s a -80 pb, riflette una percezione maggiore del rischio di recessione. Sebbene i PMI manifatturieri indichino già una contrazione dell'attività, con segnali di debolezza della domanda con un'inflazione che frena il potere d'acquisto, l'ISM dei servizi ha sorpreso al rialzo, raggiungendo un dato di 56,5 rispetto al 53,5 atteso, con la componente legata all'attività economica in aumento da 55,7 a 64,7, il valore più elevato dell'anno. Ciò suggerisce che l'economia statunitense non sta rallentando quanto vorrebbe la Fed.

Sul fronte dell'occupazione, il recente rapporto sui posti di lavoro negli Stati Uniti ha evidenziato una crescita occupazionale superiore alle attese (263 mila contro i 200 mila previsti) e, aspetto più importante, una crescita degli stipendi molto superiore alle attese (0,6% rispetto allo 0,3% previsto). Il tasso di partecipazione è crollato al 62,1%, sottolineando la rigidità dell'offerta di manodopera.

*Nel complesso, i dati recenti suggeriscono un rallentamento dell'attività, ma anche che vi sono alcuni fattori forti sia nell'inflazione che nel mercato del lavoro statunitense, che continuano a indicare che il lavoro della Fed non è ancora compiuto. Un'inversione della Fed richiede sia un indebolimento del mercato del lavoro sia un allentamento strutturale della pressione inflazionistica che non si è ancora verificata.*

Nel frattempo, i mercati continueranno a invocare e a scontare precocemente questa svolta, passando dall'euforia alla disillusione, fino a trovare un equilibrio. Ciò, nei mesi a venire, dovrebbe bloccare i mercati finanziari in range ben noti, con il sentiment che le azioni sono vicine alla parte alta del range e i rendimenti dei decennali USA rasentano invece i minimi.

## Reddito fisso: Tutto ruota attorno all'inflazione

La Fed ha due obiettivi chiave in merito all'inflazione: in primo luogo un'inflazione PCE (spese per consumi personali) trailing a una media del 2% nel tempo e, in secondo luogo, aspettative di inflazione a lungo termine ben ancorate attorno al 2%. Con le aspettative sull'inflazione a lungo termine ora molto vicine al 2%, si sta verificando almeno una delle precondizioni per una pausa da parte della Fed.

*L'inflazione trailing, tuttavia, pur mostrando una tendenza al ribasso, non è ancora vicina al 2%. L'ultimo dato dell'IPC è stato del 7,7% su base annua e l'indice PCE è stato del 6% su base annua. Pertanto, la seconda condizione per una pausa da parte della Fed non si è verificata, anche se ci stiamo muovendo nella giusta direzione. Data questa situazione intermedia, è probabile che la Fed adotti un ritmo più lento ed effettui aumenti più contenuti nei prossimi mesi.*

I mercati obbligazionari hanno già reagito e registrato rendimenti positivi a novembre: L'indice Bloomberg Global Aggregate Treasury TR in USD è cresciuto del 4,9%, il Bloomberg Global Aggregate Corporate TR in USD ha guadagnato il 5% e l'indice JPM EMBI Global Diversified Composite è balzato del 6,7%.

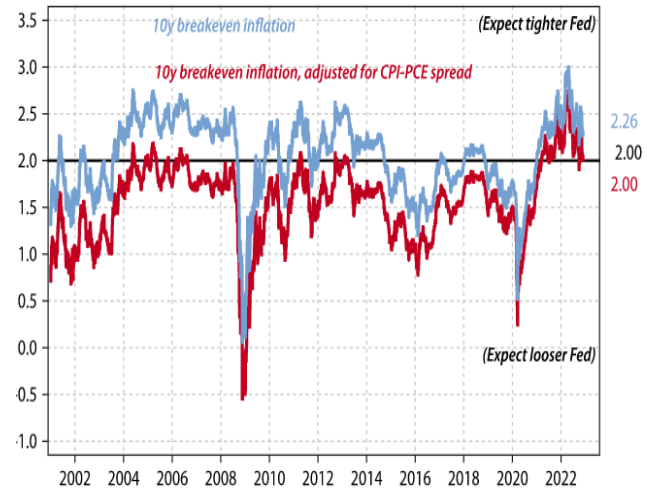
*L'inatteso calo dell'IPC su base annua dall'8,2% al 7,7% (contro il 7,9% previsto) pubblicato il 10 novembre ha portato a un netto calo dei rendimenti dei Treasury. In quel solo giorno, il rendimento dei Treasury a 10 anni ha ceduto 28 pb. Da allora è proseguita la flessione dei rendimenti core e il rendimento a 10 anni è sceso dal recente massimo del 4,33% a un minimo del 3,5% a inizio dicembre. L'inversione della curva USA è ora ancora più forte, con lo spread da 3 a 10 anni sceso a un minimo di 85 pb. I timori di recessione sono ormai molto diffusi e questo ha aiutato le obbligazioni. Il rendimento più elevato della curva dei Treasury è ora la scadenza a 1 anno, a circa il 4,75%.*

Dato il mercato del lavoro ancora solido negli Stati Uniti, anche gli attivi più rischiosi hanno avuto una performance positiva e gli spread delle obbligazioni corporate USA hanno continuato a contrarsi, ma solo per il segmento investment grade di migliore qualità. Gli spread high yield hanno avuto un andamento laterale negli Stati Uniti. In Europa si sono contratti sia gli spread investment grade che quelli high yield, ma questi ultimi in misura minore.

*Le obbligazioni investment grade offrono una discreta selezione dello spread nelle scadenze superiori a 1 anno: un'obbligazione corporate in USD a 5 anni con rating a singola A ha un rendimento di circa 70 pb in più rispetto ai Treasury con la stessa scadenza, mentre un'obbligazione corporate a 10 anni frutta circa 120 pb in più rispetto al tasso privo di rischio.*

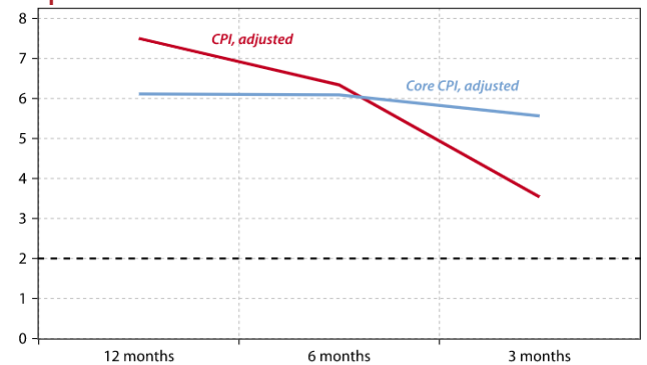
Continuiamo a raccomandare l'assunzione di nuove posizioni all'estremità breve della curva. Il mercato primario offre molte opportunità interessanti. L'assunzione di una maggiore duration dipende dalla vostra visione del ciclo economico nel 2023. Se evitiamo una recessione, i titoli investment grade più bassi e persino l'high yield potrebbero avere una buona performance. In caso di contesto più difficile, manteniamo i Treasury e i titoli corporate investment grade superiori. Anche le obbligazioni dei mercati emergenti offrono opportunità, ma tutto dipenderà dalla direzione futura dell'USD.

### Inflazione di pareggio a 10 anni rettificata dallo spread IPC-PCE mediano a 10 anni



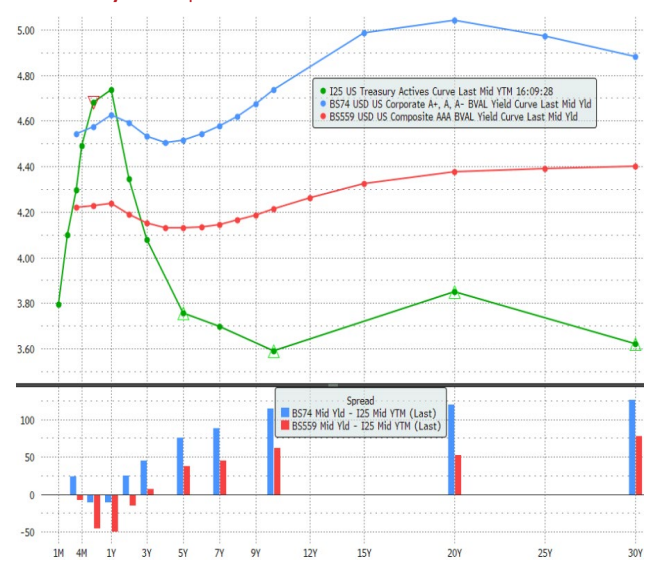
Fonte: Ricerca Gavekal/Macrobond

### Inflazione IPC trailing, rettificata per lo spread IPC-PCE



Fonte: Ricerca Gavekal/Macrobond

### Curva dei rendimenti corporate dei Treasury e AAA/A in \$



Fonte: Bloomberg

## Azioni: La ripresa del mercato iniziata a ottobre è proseguita a novembre

*Dopo il rally dello scorso mese, il Dow è salito di oltre il 20% dal minimo di ottobre e in calo solo del 6% rispetto al suo massimo storico.*

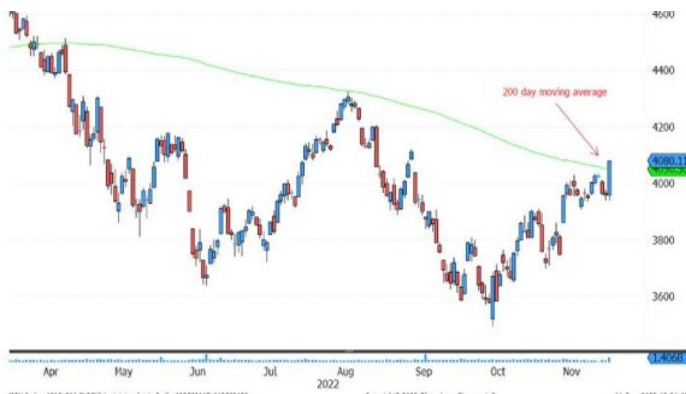
Dopo un mese di novembre positivo, l'indice Dow Jones Industrial Average è entrato in territorio rialzista, chiudendo a più del 20% in più rispetto al minimo toccato a settembre 2022. I principali benchmark azionari USA hanno chiuso in rialzo, con i titoli *growth* che hanno sovraperformato le controparti *value*. I titoli che da inizio anno erano stati i fanalini di coda, hanno trainato la ripresa di novembre.

I commenti del presidente della Fed Jerome Powell indicano aumenti più contenuti dei tassi d'interesse in futuro; i dati sull'occupazione statunitense mostrano un gran numero di assunzioni e anche l'inflazione da salari ha aiutato il mercato azionario globale.

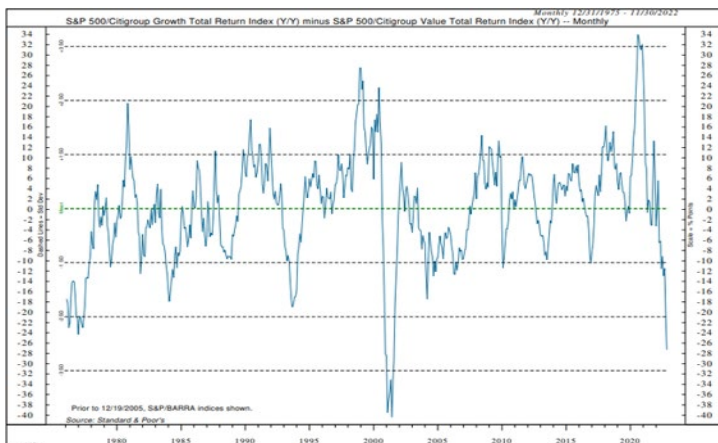
In Europa, le azioni sono cresciute per la settima settimana consecutiva. Era molto tempo che non assistevamo a dati del genere. Il calo dell'inflazione ha alimentato le speranze di un possibile rallentamento della politica monetaria da parte delle banche centrali. Anche le azioni cinesi hanno trainato i mercati globali verso l'alto, sulla scia delle speranze di riapertura e dopo i segnali di un allentamento delle restrizioni contro il coronavirus. A novembre l'indice principale di Hong Kong è cresciuto del 27%, maggior aumento dal 1998. Tutto questo non riflette ovviamente la debolezza delle azioni da inizio anno.

A livello settoriale, i ciclici (esclusi gli energetici) hanno sovraperformato i difensivi e i titoli medi dell'indice S&P 500 hanno fatto meglio dell'indice complessivo, frenato dai titoli delle mega-cap.

*Per la prima volta in sette mesi l'indice S&P ha chiuso oltre la media mobile a 200 giorni*



**The 12-month gap between Value and Growth performance is at its second-widest negative extreme going back to 1976.**



**I mercati sono tecnicamente ipercomprati.**

Ci stiamo avvicinando alla fine dell'anno. Tecnicamente, il mercato azionario sembra essere ipercomprato. La propensione al rischio degli investitori è a un livello molto basso. L'indice S&P 500 si sta battendo per accrescere la media mobile a 200 giorni e sembra esitare, con scambi all'interno di un certo range nelle ultime due settimane. Stando ai dati storici, sembra che i forti rimbalzi di ottobre/novembre si traducano in un ulteriore calo a dicembre. Il rally del mercato ribassista è stato rapido e violento, come spesso accade quando vengono raggiunti estremi in termini di sentiment e posizionamento.

**È ora di coprirsi?**

Riteniamo ora che il rapporto rischio/rendimento a breve termine delle azioni sia meno interessante e suggeriamo di adottare soluzioni di copertura per il cliente. La volatilità è crollata lo scorso mese, spingendo l'indice VIX alla sua media storica, in calo di circa 20 rispetto al picco di 37 a marzo. Dovremmo approfittare di questa bassa volatilità per acquistare opzioni protettive per i portafogli o per ridurre le posizioni rischiose. Non dobbiamo dimenticare che i rischi di recessione negli Stati Uniti restano elevati e che l'inflazione non è stata sconfitta.

## Forex e materie prime: Il dollaro USA cala con il calo dei rendimenti

L'EUR ha registrato il maggiore apprezzamento mensile rispetto allo USD (+5,3%) da settembre 2010, sostenuto da un calo dei rendimenti in USD a lungo termine, che ha ridotto il carry relativo rispetto all'EUR. Le prospettive di una ripresa convincente del cambio EUR/USD appaiono irrealistiche, poiché una pausa della Fed non è sufficiente per un rimbalzo. Al contrario, un movimento ribassista è catalizzato dalla pressante vulnerabilità energetica e da un tasso di cambio EUR/USD che induce negatività.

Per quanto riguarda il cambio GBP/USD, la sterlina britannica ha vissuto il peggior caso di stagflazione nel G10 ed è condannata ad affrontare ulteriori sfide cicliche. Partendo dagli impatti della Brexit sull'offerta di manodopera e dalle conseguenze della crisi fiscale di quest'anno, la sterlina britannica ha chiaramente sviluppato nel tempo una maggiore sensibilità ai movimenti sugli attivi ciclici, conseguenza parziale del deterioramento dei suoi saldi esterni.

In Asia, gli acquisti di obbligazioni e le prospettive di una BoJ più flessibile hanno sostenuto un deprezzamento del cambio USD/JPY di qualche punto percentuale. Tuttavia, le possibilità di un movimento significativo dello yen sono frenate dal deficit commerciale record. Lo yuan ha infine guadagnato nei confronti del dollaro, dopo otto mesi consecutivi di deprezzamento, poiché le crescenti proteste contro le restrizioni legate al Covid hanno alimentato le speranze di riapertura.

Per quanto riguarda le materie prime, l'UE e il G7 hanno concordato un prezzo massimo di USD 60 al barile per gli acquisti di greggio russo, che è risultato inferiore al prezzo di \$ 65 - \$70 inizialmente suggerito. Tuttavia, il tetto al prezzo è risultato leggermente superiore al prezzo al quale era scambiato il greggio russo di punta Urals (circa \$ 54). Questo tetto al prezzo ha un impatto limitato, poiché ora la maggior parte delle esportazioni di greggio si è spostata dall'Europa all'India e alla Cina (con un aumento significativo delle importazioni indiane). L'OPEC ha rivisto al ribasso le previsioni per la crescita della domanda globale di petrolio nel 2022 per la quinta volta, conseguenza delle sfide economiche crescenti (tra le quali la politica "zero Covid" della Cina, le incertezze geopolitiche, gli elevati livelli d'inflazione e la stretta monetaria delle principali banche centrali). I metalli di base, come i minerali ferrosi, il nickel e lo zinco, hanno registrato una buona ripresa, sostenuti dall'apparente ottimismo circa l'allentamento delle politiche cinesi contro il Covid, l'impegno a erogare almeno \$162 miliardi di credito delle più grandi banche commerciali cinesi a favore dei costruttori, ripristinando la fiducia nel settore immobiliare. La performance dell'alluminio è stata leggermente più piatta, con il LME (London Metal Exchange) che alla fine ha deciso di opporsi al divieto di nuove consegne di metallo di origine russa.

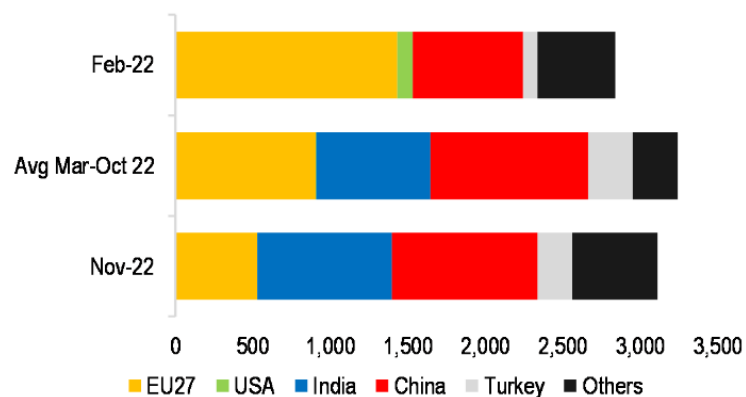
EUR/USD da inizio anno



Fonte: Bloomberg

Esportazioni di greggio dalla Russia per Paesi/regioni

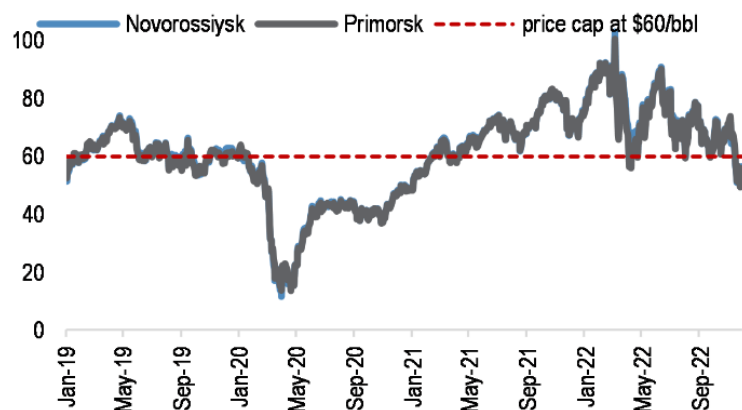
kbd



Fonte: JP Morgan Kpler

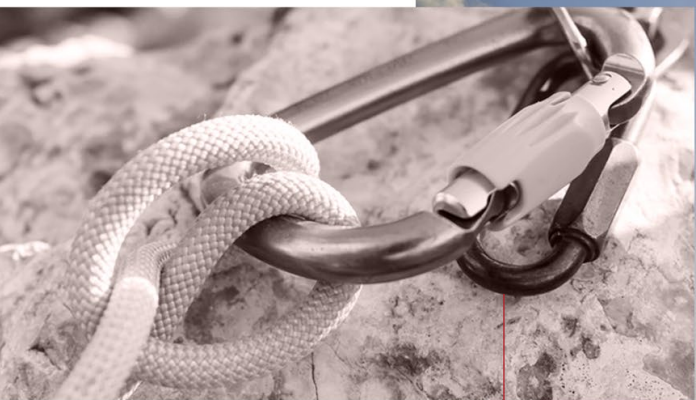
Prezzo Platts FOB del greggio Urals

\$/bbl; FOB price does not include shipping and insurance costs that are covered by the buyer.



Fonte: JP Morgan, Bloomberg

# THE ESSENCE



# OF FREEDOM



Scegliendo Cité Gestion, beneficerete del nostro modello di business unico, che ci contraddistingue dalla maggior parte dei wealth manager tradizionali. Per saperne di più sul nostro sito web: [www.cité-gestion.com](http://www.cité-gestion.com)



E seguiteci su [LinkedIn](#) per rimanere al corrente di tutte le notizie e delle prospettive del mercato.

## Liberatoria e informazioni importanti

Il presente documento è stato pubblicato in Svizzera dalla Cité Gestion SA, Ginevra, un depositario e un intermediario di valori mobiliari soggetto a regolamentazione e vigilanza dell'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA). Non è destinato alla distribuzione, alla pubblicazione o all'utilizzo in alcuna giurisdizione in cui tale distribuzione, pubblicazione o uso sarebbero vietati e non è destinato a persone o entità cui sarebbe illecito inviare tale documento. Tutte le informazioni fornite nel presente documento, in particolare le opinioni e le analisi, hanno scopo puramente informativo e non devono essere interpretate come un'offerta, una consulenza o una raccomandazione all'acquisto o alla vendita di un particolare titolo o alla conclusione di transazioni. Né questa pubblicazione costituisce un annuncio pubblicitario di un particolare strumento finanziario, né va interpretata come tale. I rischi associati ad alcuni investimenti non sono adatti a tutti gli investitori e occorre effettuare una precisa valutazione del profilo di rischio. Il presente documento non deve essere interpretato come una consulenza legale, contabile o fiscale. Anche se Cité Gestion SA si adopera in modo ragionevole per utilizzare informazioni affidabili e complete, Cité Gestion SA non fa alcuna dichiarazione o dà garanzia di alcun tipo che le informazioni contenute nel presente documento siano accurate, complete o aggiornate. Qualsiasi decisione basata su queste informazioni è presa a rischio dell'investitore; Cité Gestion SA declina ogni responsabilità per eventuali perdite o danni che potrebbero derivare, direttamente o indirettamente, dall'uso di queste informazioni. Stati Uniti: Né il presente documento né copie dello stesso possono essere inviate, prese o distribuite negli Stati Uniti o consegnate a una US Person. Il presente documento non può essere riprodotto (in tutto o in parte), trasmesso, modificato o utilizzato a fini pubblici o commerciali senza il previo consenso scritto di Cité Gestion SA.