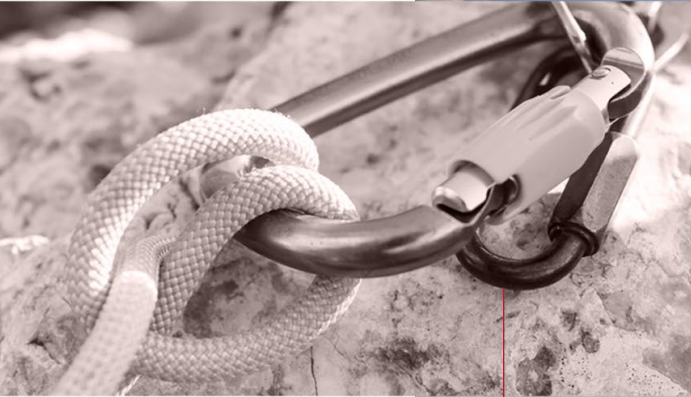


# THE ESSENCE

# OF FREEDOM



1. Macro e tassi
2. Reddito fisso
3. Azionario
4. FX e materie prime

## Principali risultati

- Nonostante un inizio del mese fortemente positivo, i mercati sono stati penalizzati dalle banche centrali falcidiate e hanno chiuso il mese in territorio profondamente negativo. I difensivi si sono dimostrati resistenti questo mese, con il settore delle utility che è salito dello 0,5%.
- Il momento clou del mese è stato il simposio economico di Jackson Hole e il discorso di Jerome Powell. Il Presidente della Fed ha dichiarato che il percorso di inasprimento delle condizioni monetarie continuerà più a lungo del previsto, fino a quando l'inflazione non si ridurrà. Gli investitori hanno accolto questa affermazione in modo piuttosto negativo e subito dopo il suo discorso i principali indici azionari statunitensi sono scesi del 4%.
- In termini di dati macroeconomici, l'ultimo dato sull'inflazione negli Stati Uniti è finalmente sceso, più del previsto, dal 9,1% di giugno all'8,5% di luglio. Tuttavia, questo è solo un dato e rimane a livelli estremamente elevati che non dissuaderanno la Federal Reserve dal continuare il suo percorso di inasprimento monetario.
- I mercati del reddito fisso sono tornati in modalità "paura dell'inflazione", con l'intera curva dei rendimenti dei Treasury che si è spostata verso l'alto, in particolare nella parte breve, con il 2 anni che ha quasi raggiunto il 3,5%. Una notizia positiva per gli investitori del reddito fisso è che è nuovamente possibile acquistare emissioni a breve scadenza e di alta qualità in EUR e persino in CHF con rendimenti positivi.
- L'S&P 500 è sceso del 18% su base annua e sembra avviarsi verso il peggior anno dal 2008. Gli investitori dovrebbero essere preparati alla volatilità del mercato nelle prossime settimane. Tuttavia, dovrebbero presentarsi nuovi punti di ingresso per giocare sui rimbalzi a breve termine. I livelli tra 3750 e 3650 o un indice VIX a 35 dovrebbero essere considerati con interesse.
- L'indice del dollaro USA continua a beneficiare di una Fed falco, toccando un nuovo massimo di 20 anni. Tuttavia, la valuta europea è scesa al di sotto di 0,99 contro il dollaro, sotto la pressione di una combinazione di Fed falco.

## Rassegna di agosto: Jackson Hole, tutto in inflazione

Il mese di agosto è iniziato con una nota positiva, favorita dai forti utili societari e dai solidi dati sull'occupazione. Ciò ha spinto l'S&P500 a +4,5% e l'EuroStoxx50 a +2,6% a metà mese. Ma l'entusiasmo è stato smorzato dai verbali e dai commenti della Fed dopo il simposio di Jackson Hole, in cui Jerome Powell ha ribadito la sua intenzione di ridurre l'inflazione, a prescindere da tutto, anche a costo di far soffrire l'economia. Questo ha fatto crollare gli indici globali, facendo scendere l'S&P500 e l'EuroStoxx50 rispettivamente dell'8% e del 7,5% rispetto ai massimi del mese. Per il mese di settembre, il mercato si aspetta un rialzo di 75 pb da parte della Banca Centrale Europea e rimane l'incertezza su un possibile rialzo da parte della Banca Nazionale Svizzera.

Gli indici statunitensi hanno chiuso il mese in negativo, con l'S&P500 a -4,08%, il Nasdaq a -4,93% e il Dow Jones a -3,72%. Vale la pena notare che la maggior parte di questo calo si è verificato nell'arco di 5 giorni. In Europa lo scenario è stato identico, con indici che hanno perso tra il -1,06% (FTSE 100) e il -6,17% (indice AEX). Mentre l'Eurostoxx50 ha chiuso a -5,09%. Nei mercati emergenti, l'IBOVESPA ha chiuso il mese in rialzo del 6,16%, portando la sua performance annuale al 4,48%. In Cina, il CSI 300 è sceso dell'1,96%, portando la sua performance annuale a -15,46%. I settori dell'energia e delle utilities hanno continuato a registrare buone performance, salendo rispettivamente del 2,83% e dello 0,51%, continuando ad essere gli unici settori positivi di quest'anno.

L'indice del dollaro è salito di un ulteriore 2,64% a 108,7, con un incremento annuo del 13,62%. Lo yen e la sterlina hanno continuato a scivolare, scendendo rispetto al dollaro del 4,27% e del -4,51%.

Il rendimento dei 10 anni è salito di 54 pb al 3,19%. Il rendimento del bund è salito di 17 pb all'1,54%. Dopo una pausa a luglio, gli indici obbligazionari hanno ripreso a scendere, con il Bloomberg Global High Yield Index e il JPMorgan EMBI in calo rispettivamente dell'1,51% e dell'1,17%, mentre gli indici Bloomberg Global Aggregate e Core Developed Govt hanno perso il 3,95% e il 3,42%.

Il Bloomberg Commodity Index è rimasto stabile a 121,6 (-0,15%). Nonostante la stabilità dell'indice, il gas naturale ha continuato a salire, con un +14,77% nel mese e un 194% nell'anno.

Equity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	3,955	-0.76	-4.45	-4.08	4.77	-16.15	16
Nasdaq	11,816	-0.56	-4.93	-4.53	7.30	-24.06	22
Russell 2000	1,844	-0.60	-4.68	-2.05	8.18	-17.18	18
Euro Stoxx 50	3,517	-1.25	-4.10	-5.09	2.00	-15.73	10
Stoxx 600 EUR	415	-1.12	-3.88	-5.03	2.34	-12.42	11
FTSE 100	7,284	-1.05	-2.42	-1.06	2.57	1.53	9
SMI	10,855	-0.27	-1.43	-2.61	1.06	-13.40	14
NIKKEI 225	28,092	-0.37	-0.73	1.10	6.50	-1.29	15
CSI 300 China	4,079	0.07	-0.01	-1.96	-8.17	-15.79	11
MSCI EM Index	994	0.14	0.94	0.45	0.27	-17.31	11

Equity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD	EST P/E
S&P 500	3,955	-0.76	-4.45	-4.08	4.77	-16.15	16
UTILITIES	376	-0.68	-2.76	0.51	6.04	5.45	20
ENERGY	612	-0.94	-3.10	2.83	12.82	48.52	9
TELECOM	184	0.01	-3.40	-4.19	-0.64	-30.61	14
CONS STAPLES	759	-0.57	-3.68	-1.75	1.48	-4.18	19
REAL ESTATE	262	-0.33	-3.63	-5.61	2.44	-18.16	33
CONS DISCRET	1,221	-0.97	-5.16	-4.57	13.51	-23.75	21
MATERIALS	473	-1.19	-4.37	-3.47	2.45	-15.89	14
HEALTH CARE	1,451	-0.63	-3.67	-5.78	-2.65	-10.77	15
INFO TECH	2,365	-0.95	-5.85	-6.12	6.59	-22.09	19
FINANCIALS	548	-0.85	-3.53	-2.01	5.05	-14.62	11
INDUSTRIALS	783	-0.84	-4.65	-2.81	6.43	-11.44	16

Currency % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
DXY	108.7	-0.07	0.02	2.64	3.84	13.62
EUR-USD	1.0054	0.39	0.87	-1.62	-4.10	-11.57
USD-JPY	138.96	0.12	1.34	4.27	2.39	20.75
USD-CHF	0.9775	0.33	1.13	2.64	2.35	7.08
EUR-CHF	0.9829	0.73	2.01	1.00	-1.82	-5.26
GBP-USD	1.1622	-0.29	-1.50	-4.51	-4.57	-14.11
EUR-GBP	0.8651	0.68	2.39	3.06	0.48	2.82
JP EM FX Index	50.06	-0.61	-0.28	-0.72	-3.07	-4.77

10 yr Yield Bps Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
US	3.19	9	9	54	168	168
Germany	1.54	3	17	72	172	172
UK	2.80	10	10	94	183	183
SWITZERLAND	0.84	2	0	40	97	97
Japan	0.23	-0	-0	4	16	16
US IG Spread	154	1	5	-1	54	54
US High Yield spread	522	1	32	14	252	252
EUR High Yield spread	575	13	8	-27	229	229

Commodity % Change	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
BBG Commo Index	121.6	-0.75	-2.49	-0.15	3.92	22.66
Gold Spot \$/OZ	1711.0	-0.75	-2.29	-3.11	-5.32	-6.46
Crude Oil WTI	89.6	-2.28	-6.37	-9.20	-15.33	16.31

Volatility	Price	1 day	5 days	MTD	QTD	YTD
VIX	25.9	-0.34	3.05	4.54	-9.89	8.65

## Macro e tassi: Tassi di interesse più alti e più lunghi

Nel corso di un discorso di otto minuti al simposio economico di Jackson Hole, il presidente della Fed Powell ha stroncato le speranze di un imminente cambio di rotta e ha innescato, subito dopo il suo intervento, una correzione del 4% sui principali indici azionari statunitensi, pari a oltre 1.000 miliardi di dollari.

In sostanza, Powell ha dichiarato che la stretta monetaria continuerà più a lungo del previsto, fino a quando l'inflazione non sarà diminuita. Con diversi riferimenti al passato, in particolare all'inflazione degli anni '70, J. Powell ha affermato che "i dati storici mettono in guardia da un allentamento prematuro della politica". Ha inoltre sottolineato due punti chiave: In primo luogo, l'inflazione è la missione principale delle banche centrali e devono combatterla, indipendentemente dal fatto che una parte di essa sia dovuta all'offerta e dall'impatto sull'attività economica. In secondo luogo, la lotta continuerà fino a quando i dati non confermeranno senza ombra di dubbio che il lavoro è stato fatto, ovvero che l'inflazione è più bassa e le aspettative di inflazione più basse. In altre parole, Powell abbandona il "soft landing" e vuole una crescita debole e un mercato del lavoro più morbido per ridurre l'inflazione. Il discorso di Powell ha chiarito che la debolezza economica è un prezzo che il FOMC è disposto a pagare per garantire il ritorno dell'inflazione all'obiettivo.

Per quanto riguarda l'Europa, la BCE potrebbe essere costretta a seguire il rialzo dei tassi della Fed. Tuttavia, sarà più impegnativo per l'Eurozona se la BCE accelererà la sua campagna di tassi.

Infatti, dal punto di vista della crescita economica, l'Europa si trova in una situazione molto difficile con la sua crisi energetica e sembra estremamente difficile evitare una recessione. Con i prezzi europei del gas naturale e dell'elettricità ai massimi storici, la bolletta energetica sarà chiaramente visibile nei prossimi mesi, sia dal punto di vista economico che sociale. Inoltre, la BCE si trova ad affrontare pressioni dovute al fatto che gli spread dei Paesi periferici, tra cui l'Italia, si stanno nuovamente allargando, sfiorando i massimi recenti. A sei settimane dall'annuncio dello Strumento di Protezione della Trasmissione (TPI), la BCE non è riuscita a dissuadere gli investitori speculativi a scommettere su un ulteriore allargamento degli spread e la banca centrale potrebbe essere costretta ad attivare al più presto il TPI.

Nel frattempo, la Cina si trova in una situazione pericolosa. Tuttavia, con stimoli vigorosi (è stato lanciato di recente un primo pacchetto di stimoli che flirta con l'1% del PIL) e un'azione radicale sul settore immobiliare (la People's Bank of China ha tagliato entrambi i tassi di riferimento sui prestiti dopo una riduzione di 10 pb dei tassi di interesse di riferimento), l'economia cinese potrebbe registrare una crescita del PIL del 3% e oltre.

Con l'eccezione della Cina, le principali banche centrali continueranno a stringere con un obiettivo comune: rallentare l'inflazione e allentare le pressioni inflazionistiche. Dopo Jackson Hole, il messaggio è chiarissimo: la lotta all'inflazione richiederà "il mantenimento di un orientamento restrittivo per qualche tempo".

Il rally dei mercati finanziari osservato a luglio e all'inizio di agosto ha riportato le condizioni finanziarie vicino ai livelli neutrali, costringendo i banchieri centrali a rendere più incisivo il messaggio nel contesto dei mercati obbligazionari, creditizi e azionari che in precedenza avevano ignorato gli stessi segnali. La comunicazione di tipo "hawkish" fa parte della cassetta degli attrezzi dell'inasprimento e può essere utilizzata dai banchieri centrali per muovere le condizioni finanziarie nella direzione da loro desiderata.

Piuttosto che 50 o 75 punti percentuali alla prossima riunione, la domanda principale da porsi è quanto a lungo la Fed manterrà i tassi al loro eventuale picco. La risposta arriverà ovviamente dai dati macroeconomici. L'inflazione statunitense sembra aver raggiunto il picco, il che è una buona notizia, ma i rapporti sull'IPC dei prossimi mesi dovranno confermare il ritmo di decelerazione dell'inflazione. Anche il recente rapporto sull'occupazione negli Stati Uniti è stato incoraggiante, con l'aumento del tasso di partecipazione alla forza lavoro, che ha raggiunto un massimo post-Covida del 62,4%, suggerendo un significativo allentamento della carenza di manodopera e spiegando in gran parte l'aumento del tasso di disoccupazione al 3,7% dal 3,5%.

## Reddito fisso: Dai timori di recessione a quelli di inflazione

Ad agosto, dopo un periodo caratterizzato dalla "paura della recessione", i mercati del reddito fisso sono tornati a una modalità di "paura dell'inflazione" in cui l'intera curva dei Treasury si è spostata verso l'alto. La parte a breve è ora significativamente più alta rispetto a giugno e il rendimento del Tesoro USA a 2 anni ha quasi toccato il 3,5%. Gli spread sono rimasti piuttosto stabili ad agosto, aumentando solo moderatamente. L'USD IG è scambiato con uno spread di 150 pb e l'HY di 520 pb. Entrambi sono al di sotto dei massimi di giugno, rispettivamente di 175 e 600 pb. Gli spread societari riflettono la continua forza dell'economia statunitense, come testimoniano i dati recenti, e in particolare la solidità del mercato del lavoro, con bassi tassi di disoccupazione e un tasso di disoccupazione al 3,5%.

In effetti, le condizioni finanziarie, misurate dall'indice Goldman Sachs Financial Conditions, si sono inasprite dal dicembre dello scorso anno e hanno raggiunto un picco in giugno. Il persistere di un'inflazione elevata ha scatenato una risposta da falco da parte della Fed, che ora dovrebbe aumentare i tassi di altri 75 pb a settembre. Il tasso dei Fed funds dovrebbe raggiungere quasi il 4% entro sei mesi. La Fed di Cleveland prevede che l'IPC di fine anno sia compreso tra il 3,3% e il 6,7%, a seconda dello scenario. Gli economisti vedono ancora un ritorno del CPI statunitense al 2%-2,5% entro marzo 2024.

Il rischio di queste previsioni è l'ipotesi che l'inflazione sia transitoria e che l'economia mondiale torni allo stato pre-Covida. Questo punto di vista ignora diversi importanti cambiamenti strutturali avvenuti da allora, come ad esempio: in primo luogo, la globalizzazione ha probabilmente raggiunto il suo picco, poiché il re-shoring sta guadagnando slancio. In secondo luogo, l'era dell'energia a basso costo (russa) sembra essere finita. Si tratta di scenari inflazionistici e l'economia mondiale avrà bisogno di tempo per adattarsi.

La performance dei profili "conservativi" non è molto migliore, a fine anno, di quella di un'asset allocation più "aggressiva". Ciò è dovuto al fatto che dall'inizio dell'anno le obbligazioni hanno subito un calo generalizzato e non hanno rappresentato un investimento "difensivo". Non è raro vedere un profilo conservativo in USD, con il 55% di obbligazioni, in calo del 10% o più nell'ultimo anno.

### Rendimenti totali del mercato del reddito fisso in USD al 30.8.2022



Source: Arbor Research & Trading LLC



## Azioni: Nonostante l'incertezza dei mercati, la volatilità futura potrebbe creare opportunità di acquisto

L'incertezza sull'inflazione, unita all'aumento dei tassi d'interesse, rappresenta una vera sfida per le azioni per il resto dell'anno.

Il mercato azionario ha iniziato agosto continuando a rimbalzare dopo il forte rally estivo. Dalla metà del mese, il mercato ha perso un po' della sua gloria ed è tornato in territorio negativo a seguito di una FED biancastra e dei timori di recessione. Il movimento al ribasso è stato rapido quanto il rally al rialzo, perdendo quasi il 10% dai recenti massimi di agosto. Nel complesso, è stato il peggior agosto dal 2015 ed è stato il quinto di otto cali mensili per i titoli di Wall Street nel 2022.

L'S&P 500 è sceso del 18% su base annua e sembra essere diretto verso il suo peggior anno dal 2008 e il terzo peggior anno dal 2000. Sebbene l'indice di volatilità VIX rimanga stabile sulla media di quest'anno, pari a 25, in un range compreso tra 20 e 35, i commenti di Powell e la reazione degli investitori al suo discorso rendono l'inizio di settembre un mese molto volatile, che potrebbe facilmente riversarsi su ottobre.

Infatti, dall'inizio del secolo, il Dow Jones e l'S&P 500 hanno registrato in media perdite superiori all'1% a settembre. Quando l'S&P scende all'inizio di settembre, come è successo quest'anno, l'indice perde in media il 3,4% nel corso del mese. Non è una buona notizia. Settembre è anche il mese peggiore per il Nasdaq 100, essendo l'unico mese dell'anno con un rendimento medio negativo per l'indice. Anche i movimenti nel mercato delle opzioni sembrano indicare che la situazione potrebbe peggiorare. Il numero di contratti di opzioni ribassiste in essere sull'ETF QQQ (tracker del Nasdaq 100) è attualmente vicino al livello più alto dal crollo di Internet del 2000.

In Europa la situazione rimane complicata. I problemi geopolitici e la crisi energetica non incoraggiano l'ottimismo. L'Euro Stoxx50 è vicino al livello più basso dell'anno. Ma poiché i mercati tendono a integrare in anticipo tutte le cattive notizie, non si può escludere uno short squeeze alla minima notizia positiva.

Tra i settori, l'energia è stata ancora una volta la migliore performance.

Nelle attuali condizioni di mercato, preferiamo il settore dei beni di consumo, che tradizionalmente è ben posizionato per resistere a una flessione economica e tende a sovraperformare in tempi di crisi. Eviteremmo il settore dei beni di consumo discrezionali, che a nostro avviso appare costoso. Tuttavia, se osserviamo i margini di profitto delle società statunitensi, notiamo che non segnalano ancora una recessione. Nel secondo trimestre del 2022 gli utili aggregati delle società statunitensi sono aumentati del 7,30%,

Finché non ci sarà maggiore chiarezza sulle mosse della FED in materia di tassi e sui suoi piani di riduzione dell'enorme bilancio da 9.000 miliardi di dollari, gli asset rischiosi faranno fatica a recuperare in modo sostenuto.

Tuttavia, dovrebbero presentarsi nuovi punti di ingresso per giocare sui rimbalzi a breve termine. I livelli tra 3750 e 3650 o un indice VIX a 35 dovrebbero essere considerati con interesse.

**Il livello di 35 sull'indice VIX dovrebbe essere un buon punto di ingresso.**



## Forex e materie prime:

# Segnale hawkish per l'USD, EUR e GBP fuori controllo

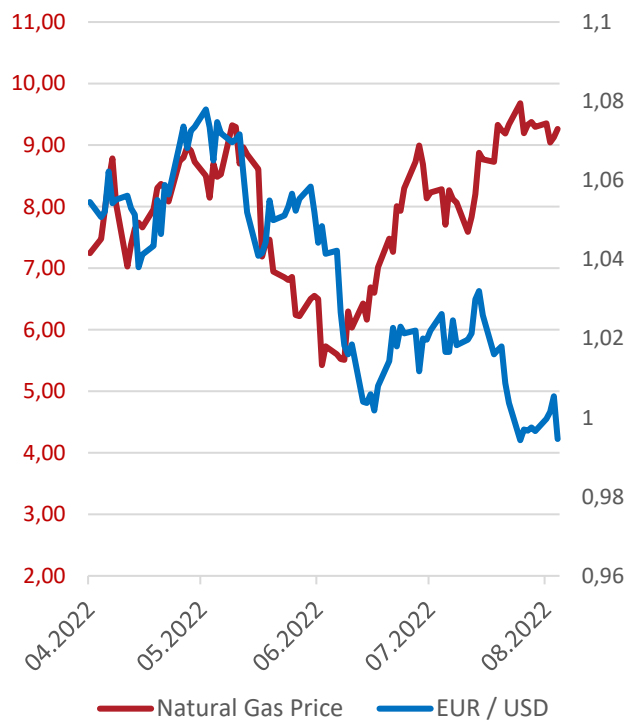
Ancora avvantaggiato dall'aggressività dei rialzi dei tassi d'interesse, l'indice del dollaro USA ha proseguito il suo slancio toccando un nuovo massimo ventennale al di sopra del livello 110. Con la riduzione del divario tra i rendimenti statunitensi e quelli delle altre valute, il dollaro ha costantemente esercitato pressioni sulla maggior parte delle altre valute dall'inizio dell'anno e probabilmente continuerà a farlo. Sulla base degli ultimi dati macro, in particolare per quanto riguarda la rigidità del mercato del lavoro, gli investitori potrebbero rimanere fiduciosi che ciò darà alla banca centrale una spinta sufficiente per un forte aumento dei tassi a settembre e spingerà nuovamente il dollaro USA verso nuovi massimi. La prossima resistenza si trova a 112, mentre il supporto più vicino è rappresentato dalla SMA a 50 giorni intorno a 107,5.

Guardando al vecchio continente, la valuta EUR è sprofondata al di sotto di 0,99 contro il dollaro. Colpita dalla combinazione di una Fed hawkish, una forte probabilità di recessione nell'area dell'euro e, non ultimo, il rischio di un taglio dell'energia da parte della Russia. Quest'ultima crisi pesa sempre di più sul sentiment degli investitori, rendendo la direzione dell'euro sempre più negativamente correlata al prezzo del gas naturale. Con l'arrivo dell'inverno, un aumento del prezzo del gas potrebbe portare l'euro a scendere ulteriormente sotto la parità con il dollaro USA. Pertanto, tutti gli occhi sono ora puntati sulla decisione della BCE dell'8 settembre e sulla questione se essa fornirà o meno un rialzo dei tassi "Jumbo" (0,75 pb) al fine di "stabilizzare" l'euro. Se la posizione da falco della BCE dovesse deludere, gli investitori potrebbero vedere la possibilità di una correzione ancora maggiore della moneta unica, la coppia EUR/USD dovrebbe continuare a testare il supporto della SMA a 50 giorni e persistere nella sua debolezza.

Anche la sterlina britannica, che ha risentito della crisi energetica e dell'inarrestabile rally del dollaro, è scesa al livello più basso dal 1985 rispetto all'USD, raggiungendo un livello inferiore al supporto di 1,15. Tuttavia, la persistente debolezza della sterlina ha tratto origine soprattutto dal crescente deficit delle partite correnti del Regno Unito. Di conseguenza, la relazione tra tassi d'interesse e sterlina si è invertita (fenomeno che si verifica soprattutto nelle valute EM). Da qui in poi, si riflettono i dubbi sulla capacità della BOE di controllare l'inflazione. Questo deficit sarà probabilmente completato dal nuovo Primo Ministro Truss, appena eletto, che ha promesso una politica fiscale più facile (tagli alle tasse). La sterlina potrebbe quindi essere sulla strada di un'ulteriore svalutazione con un supporto immediato a 1,144.

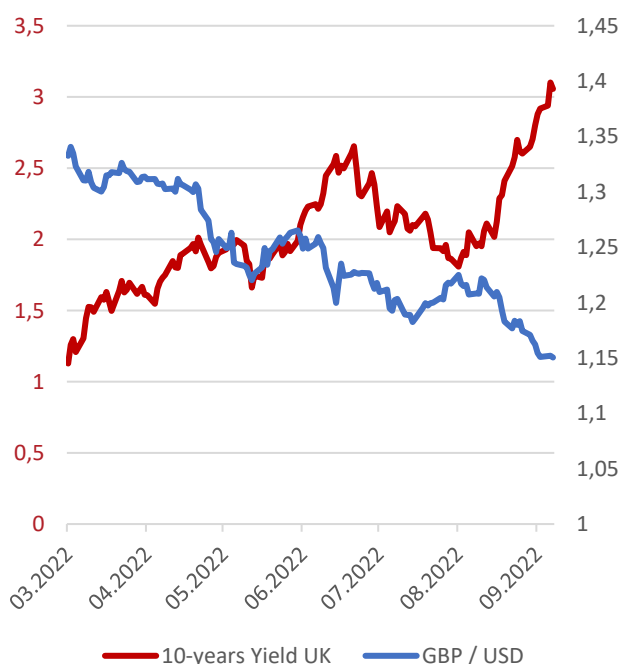
Per quanto riguarda lo JPY/USD, la rottura del massimo precedente a 139,4 potrebbe aprire la strada a un rialzo verso la prossima resistenza intorno a 145 (livello psicologico).

L'aumento del prezzo del gas porta l'euro al ribasso?



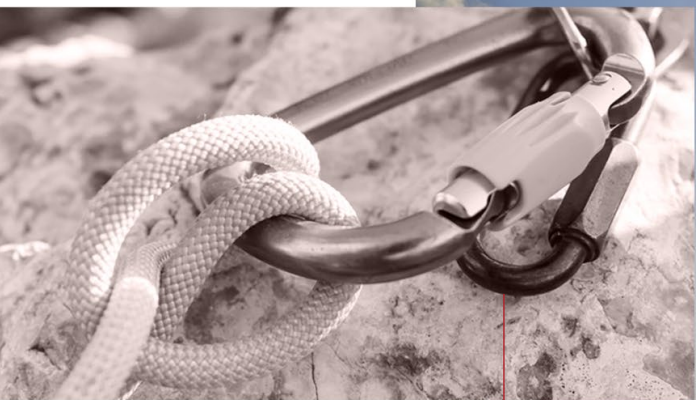
Source: Bloomberg

Relazione inversa tra il rendimento del Regno Unito e la sterlina



Source: Bloomberg

# THE ESSENCE



# OF FREEDOM



Scegliendo Cité Gestion, potrete beneficiare del nostro modello di business unico che ci distingue dalla maggior parte dei gestori patrimoniali tradizionali. Per saperne di più, visitate il nostro sito web: [www.cité-gestion.com](http://www.cité-gestion.com)



E seguiteci su LinkedIn per rimanere in contatto con tutte le notizie e le prospettive del mercato.

## Disclaimer e informazioni importanti

Il presente documento è stato pubblicato in Svizzera da Cité Gestion SA, Ginevra, depositaria e commerciante di valori mobiliari soggetta alla regolamentazione e alla 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 utilizzo sarebbero vietati, e non è diretto a persone o entità a cui sarebbe illegale inviare tale documento. Tutte le informazioni fornite nel presente documento, in particolare le opinioni e le analisi, hanno uno scopo puramente informativo e non devono essere interpretate come un'offerta, un consiglio o una raccomandazione ad acquistare o vendere un particolare titolo o a effettuare una transazione. Inoltre, la presente pubblicazione non costituisce - e non deve essere interpretata come - una pubblicità per un particolare strumento finanziario. I rischi associati ad alcuni investimenti non sono adatti a tutti gli investitori e occorre effettuare una valutazione precisa del profilo di rischio. Il presente documento non deve essere interpretato come consulenza legale, contabile o fiscale. Sebbene Cité Gestion SA compia ogni ragionevole sforzo per utilizzare informazioni affidabili e complete, Cité Gestion SA non dichiara né garantisce in alcun modo che le informazioni contenute nel presente documento siano accurate, complete o aggiornate. Qualsiasi decisione basata su queste informazioni deve essere presa a rischio dell'investitore e Cité Gestion SA declina ogni responsabilità per qualsiasi perdita o danno che possa derivare direttamente o indirettamente dall'uso di queste informazioni. Stati Uniti: Il presente documento e le relative copie non possono essere inviati, prelevati o distribuiti negli Stati Uniti o consegnati a persone statunitensi. Il presente documento non può essere riprodotto (in tutto o in parte), trasmesso, modificato o utilizzato per scopi pubblici o commerciali senza il previo consenso scritto di Cité Gestion SA.