

Vontobel

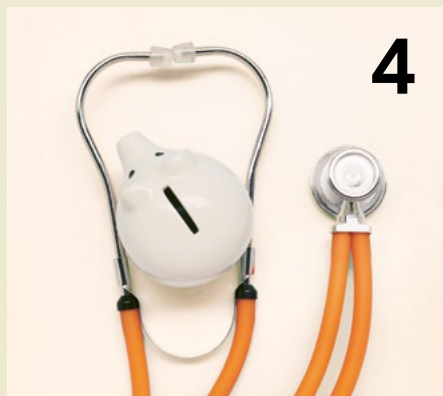
# Investors' Outlook

Anticipare gli eventi per  
cogliere le opportunità



Dicembre 2023 / Gennaio 2024

## 2 Indice



### 3 Editoriale

### 4 Strategia d'investimento

Misurare i parametri vitali dell'economia

### 6 Mercato in sintesi

Previsioni economiche del 2024

### 8 Viewpoint

Affrontare la transizione energetica: la rotta da seguire

### 12 Asset class sotto la lente

### 16 Previsioni



## Impressum

**Publicazione a cura di**  
Bank Vontobel AG  
Gotthardstrasse 43  
8022 Zurigo

**Editor**  
**Corinne Gretler,**  
Senior Investment Writer,  
Vontobel  
**Investment Content Team,**  
Vontobel

**Autori\***  
**Stefan Eppenberger,**  
Head Multi Asset Strategy,  
Vontobel  
**Frank Häusler,**  
Chief Investment Strategist,  
Vontobel  
**Michaela Huber,**  
Cross-Asset Strategist,  
Vontobel  
**Christopher Koslowski,**  
Senior Fixed Income and FX Strategist,  
Vontobel  
**Mario Montagnani,**  
Senior Investment Strategist,  
Vontobel  
**Dan Scott,**  
Head of Vontobel Multi Asset,  
Vontobel  
**Veronika Stolbova, PhD,**  
Senior ESG Analyst,  
Vontobel

**Frequenza**  
Dieci edizioni l'anno  
(prossima edizione febbraio 2024)

**Concept**  
MetaDesign AG

**Grafica e realizzazione**  
Vontobel

**Immagini**  
Gettyimages,  
Vontobel

**Termine ultimo per questa edizione**  
1 dicembre, 2023

**Commenti**  
\* Cfr. «Conferma degli analisti» in  
«Informazioni legali» a pagina 17

# Anticipare gli eventi per cogliere le opportunità



—  
**Dan Scott**  
Head of Vontobel Multi Asset,  
Vontobel

Cari lettori,

con l'avvicinarsi della fine dell'anno, i mercati sono entrati in modalità rally prenatalizio e scontano una virata della Federal Reserve USA (Fed) alla luce di due dati importanti: l'inflazione rimane su una traiettoria calante dopo un temporaneo incremento, con tutte le componenti che puntano nella giusta direzione, e la crescita dei posti di lavoro ha iniziato a rallentare. Brutte notizie, ma in realtà positive: poiché l'economia sta rallentando, la Fed potrebbe porre fine ai rialzi in virtù del suo doppio mandato di massima occupazione e stabilità dei prezzi.

Molto è stato fatto per contrastare l'inflazione, ma raggiungere nel breve periodo il target del 2% sembra un obiettivo impossibile. Comprendiamo l'approccio aggressivo della Fed, ma non dobbiamo dimenticare che per un decennio la banca ha ignorato il fatto che l'inflazione fosse sotto il target; allo stesso modo, potrebbe non importarle se rimarrà di poco superiore. La linea dura va mantenuta per salvare le apparenze. Sarà comunque difficile scendere al 2% senza entrare in recessione e i mercati non dovrebbero lasciarsi trascinare dalla speranza di un soft landing.

Mentre il dibattito sulla recessione prosegue, ci tornano in mente le parole dell'economista Paul Samuelson: «Il mercato azionario ha previsto nove delle ultime cinque recessioni». Manteniamo la nostra view di recessione perché più a lungo i tassi rimangono elevati, più è probabile che qualcosa si rompa. E anche se le previsioni meteo sono contrastanti, ciò che conta è quello che si indossa, e noi ci porteremo dietro l'ombrello.

Prevediamo un contesto più impegnativo rispetto al passato. Come tipica reazione all'imminente arrivo di una recessione ci aspetteremmo un sentiment di avversione al rischio, ma stavolta la situazione è diversa: le aziende sono in salute, con bilanci solidi e costi di servizio del debito ai minimi storici – al 20% dell'utile netto rispetto all'80% prima della crisi finanziaria globale. A preoccupare gli investitori sono il debito pubblico (il motivo per cui cripto e oro vanno così bene) e le problematiche geopolitiche, ostacoli che potrebbero persistere per tutto il 2024.

Non è il momento giusto per apportare grossi cambiamenti al nostro portafoglio, ma abbiamo attinto alla liquidità per potenziare i fondi alternativi a scopo di diversificazione. In questo Investors' Outlook troverete le nostre prospettive per il 2024 e per il dollaro, e un Q&A con il nostro Senior ESG Analyst sulla transizione energetica e le sue conseguenze per gli investitori.

La pubblicazione tornerà all'inizio di febbraio. Nel frattempo, riflettendo sulle dinamiche dello scorso anno, rimaniamo vigili e proattivi per affrontare il panorama economico in costante evoluzione, pronti a cogliere le opportunità che il nuovo anno ci riserva.

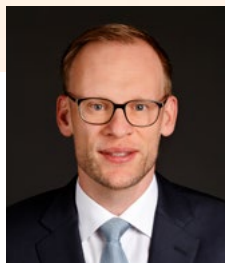
---

## → Webcast

Il nostro webcast della Boutique Multi Asset sulle prospettive per il 2024 è disponibile al [\*\*indirizzo\*\*](#).

---

## 4 Strategia di investimento



—  
**Frank Häusler**  
Chief Investment Strategist,  
Vontobel

# Misurare i parametri vitali dell'economia

**A novembre le banche centrali hanno sottolineato la necessità di mantenere una politica monetaria restrittiva per tutto il tempo necessario. L'indebolimento del mercato del lavoro e del mercato residenziale USA ha tuttavia indotto gli investitori a chiedersi quanto lungo sarà questo «tempo necessario». L'economia USA potrebbe indebolirsi ulteriormente perché l'impatto dei rialzi dei tassi deve ancora farsi sentire appieno. Ribadiamo dunque la nostra view: gli USA entreranno in recessione nella prima metà del 2024.**

Molti dei fattori che finora hanno supportato l'economia USA, facendole evitare una recessione (come i risparmi accumulati durante la pandemia e il mercato del lavoro inaspettatamente solido), perderanno slancio nelle prossime settimane e nei prossimi mesi. L'ago della bilancia è ora il consumatore: per quanto tempo riuscirà a tenere a galla l'economia?

L'economia globale è troppo debole per gestire il forte incremento dei rendimenti obbligazionari e, anche in assenza di una recessione, la Fed potrebbe dover tagliare

presto i tassi perché la politica monetaria è troppo rigida per il livello d'inflazione attuale. L'inflazione dei prezzi al consumo, ad esempio, è scesa al 3,2% dal 3,7% su base annua di settembre, e l'inflazione dei prezzi alla produzione è passata dall'1,9% all'1,3%. E questo non è passato inosservato: gli investitori oggi scontano una possibilità pari circa al 60% di un taglio dei tassi di almeno 25 punti base entro maggio 2024.

Per quanto riguarda l'Eurozona, i PMI sembrano indicare una crescita preoccupante: l'economia si sarebbe «impantanata» e potrebbe essere diretta verso un secondo trimestre consecutivo di contrazione del PIL (una recessione tecnica). Data la situazione dell'economia dell'Eurozona e il netto calo dell'inflazione, la BCE potrebbe iniziare a tagliare i tassi ancor prima della Fed. In Cina non ci aspettiamo ampie misure di stimolo prima della seconda metà del 2024.

Per i dettagli della nostra asset allocation si rimanda a pagina 5.

	SOTTOPESO		NEUTRALE	SOVRAPPESO		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
<b>1</b> <b>Liquidità</b>		↘				Poiché l'Investment Committee di Vontobel ritiene che gli investimenti alternativi renderanno più della liquidità, abbiamo attinto alla nostra posizione di liquidità (portandola da neutrale a sottopeso) per finanziare un upgrade negli investimenti alternativi (da sottopeso a neutrale).
<b>2</b> <b>Obbligazioni</b>			→			Manteniamo una posizione neutrale sul reddito fisso con un orientamento difensivo sulle sub-asset class: una view positiva sui titoli di Stato in previsione di rendimenti inferiori e una view negativa sulle obbligazioni high yield dato il probabile aumento dei default. Rimaniamo neutrali sull'investment grade e continuiamo a cercare esposizione ai mercati emergenti, con un leggero sovrappeso. L'asset class dovrebbe beneficiare di un futuro indebolimento del dollaro – il nostro scenario base a seguito di una virata «dovish» della Fed.
<b>3</b> <b>Azioni</b>			→			Rimaniamo neutrali sull'azionario, con un approccio difensivo a livello regionale. L'asset class si trova tra l'incudine e il martello, soprattutto dopo il rally di novembre. La prospettiva di tagli dei tassi nella prima metà del 2024 e l'assenza di «eccessiva avidità» tra gli investitori ci inducono ad evitare il sottopeso, mentre l'imminente recessione e la riduzione dei bilanci delle banche centrali ci frenano dal passare a un sovrappeso. Questo potrebbe rendere gli investitori ancora più selettivi. Preferiamo le regioni di qualità, difensive e con margini, come gli Stati Uniti e la Svizzera, che presentano anche un'elevata prevedibilità degli utili. Consideriamo l'azionario dell'Eurozona come l'«anello debole» per la vulnerabilità ai rincari delle materie prime e la maggiore esposizione ai settori ciclici – e dunque al rischio di revisioni degli utili. L'assenza di sorprese positive negli utili nel terzo trimestre sembra confermarlo.
<b>4</b> <b>Oro</b>				→		La nostra view sull'oro rimane moderatamente positiva. Il metallo giallo ha realizzato un forte rally dopo che il conflitto in Medio Oriente ha innescato una fuga degli investitori verso la sicurezza, poi rientrata con il passare delle settimane. L'oro è rimasto solido; l'andamento dei rendimenti obbligazionari e del dollaro USA hanno compensato la diminuzione della domanda di beni rifugio. I dati economici peggiori del previsto e il calo dell'inflazione suggeriscono un possibile primo taglio dalla Fed nel 2024, che favorirebbe l'oro perché i tassi di interesse inferiori riducono il costo opportunità di detenere un asset non redditizio.
<b>5</b> <b>Materie prime</b>			→			Rimaniamo neutrali sulle materie prime. Il nostro scenario base per l'economia – che prevede un'inflazione più bassa, una crescita più contenuta e un'eventuale recessione – ci induce a ritenere che i giorni migliori per le materie prime siano ormai passati. Tuttavia, ci piace il fatto che sono in grado di generare rendimenti non correlati con i mercati azionari e obbligazionari e che possono fungere da copertura dall'inflazione, laddove le nostre previsioni a tal riguardo dovessero risultare errate.
<b>6</b> <b>Strategie alternative</b>					↗	La diversificazione è fondamentale, soprattutto in tempi incerti. Abbiamo, quindi, incrementato l'esposizione ai fondi alternativi, in particolare i titoli collegati ad assicurazioni che tendono ad avere una correlazione ridotta con i mercati finanziari tradizionali (la loro performance è legata a specifici eventi assicurativi e contribuiscono a ridurre il rischio complessivo del portafoglio).

Variazioni mensili:

invariato →

in aumento ↗

in calo ↘

# Previsioni economiche del 2024

**L'anno borsistico 2023 sta per giungere al termine. Questi dodici mesi dovrebbero concludersi con un bilancio positivo per gli investitori, soprattutto a fronte di un 2022 orribile. Ciò sarà possibile grazie anche all'andamento dell'economia: la crescita ha sorpreso al rialzo, l'inflazione al ribasso. Questa tendenza continuerà anche il prossimo anno?**



—  
**Stefan Eppenberger**  
Head Multi Asset Strategy,  
Vontobel

Nel 2023 la crescita dell'economia mondiale ha riservato sorprese al rialzo pressoché continue (grafico 1). Sebbene l'economia globale sia cresciuta a un ritmo inferiore alla media, la maggior parte degli economisti aveva previsto una recessione. L'inflazione elevata e l'aggressivo ciclo di rialzo dei tassi hanno, tuttavia, danneggiato consumatori e aziende in misura minore rispetto a quanto si temeva. Le aziende hanno rinviato l'acquisizione di nuovo credito e hanno ridotto i posti di lavoro vacanti anziché licenziare collaboratori. I consumatori hanno attinto dai consistenti risparmi accumulati durante la pandemia e hanno beneficiato di un mercato del lavoro stabile. Inoltre, la politica fiscale è stata sorprendentemente espansiva; soprattutto negli Stati Uniti le misure di sostegno statali sono rimaste molto generose.

### **Il dibattito sulla recessione: ci sarà o non ci sarà?**

L'interrogativo principale per il 2024 sarà se, per la prima volta, si riuscirà a contrastare l'inflazione senza causare una recessione. Siamo piuttosto scettici nei confronti della convinzione che «questa volta sarà diverso». I tassi più elevati stanno già creando le prime crepe nell'economia – basti pensare alla crisi bancaria della primavera scorsa. Tanto più a lungo i tassi rimarranno elevati, quanto maggiori saranno le loro conseguenze. Di fatto, parliamo dell'aumento dei tassi reali più consistente dai primi anni Ottanta (grafico 2). Siamo di fronte al livello dei tassi corretti per l'inflazione più elevato degli ultimi 15 anni, oltretutto in un mondo che è molto più indebitato di quanto fosse allora.

Ad eccezione di poche grandi multinazionali tecnologiche statunitensi o produttori di beni di lusso europei, gli utili delle aziende non danno più segni di crescita. I sondaggi mostrano che le imprese stanno progressivamente ridimensionando i propri programmi d'investimento. Molte sono costrette ad acconsentire a richieste di retribuzioni più elevate, poiché le loro già esigue forze lavoro pretendono una compensazione per l'inflazione dell'ultimo periodo. Se questa tendenza proseguirà, alcune aziende non saranno più disposte a trovare soluzioni alternative ai licenziamenti per proteggere i propri margini.

### Uno sguardo ai consumatori statunitensi

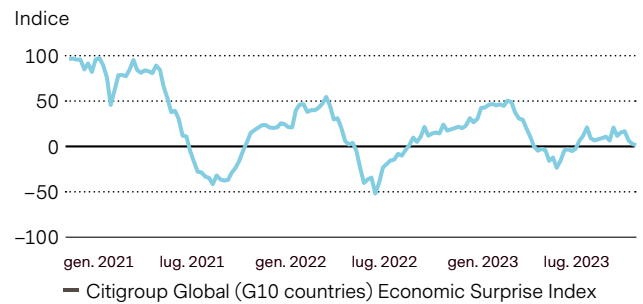
Ma cosa succede se i consumatori non consumano abbastanza? I dati mostrano che, attualmente, i consumatori spendono più di quanto guadagnano. In pratica, questo significa che stanno consumando i loro risparmi o che stanno accumulando più debiti. Di recente, i debiti accumulati sulle carte di credito statunitensi hanno superato quota mille miliardi di dollari USA, un nuovo record. Tassi d'interesse di oltre il 20% stanno facendo aumentare i casi di inadempienza (grafico 3). Appare improbabile che i consumatori statunitensi possano salvaguardare ancora a lungo l'economia mondiale da una recessione.

Le conseguenze del nostro scenario di recessione sull'inflazione e la politica delle banche centrali sarebbero chiare: un graduale indebolimento della domanda di beni e servizi farebbe tornare definitivamente l'inflazione ai livelli pre-pandemia. Questo anche perché le catene di fornitura globali sono tornate a funzionare regolarmente e molti produttori di beni devono fare fronte a livelli di scorte in aumento. In uno scenario di aumento della disoccupazione e calo dell'inflazione, le banche centrali globali sarebbero costrette a ridurre di nuovo in misura significativa i tassi d'interesse.

### Potenziali colpi di scena

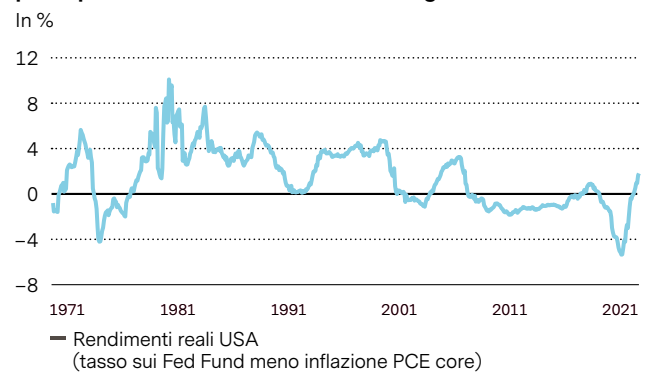
Quali sorprese potrebbe riservarci questa previsione? Per quanto riguarda gli aspetti positivi, potremmo pensare a una diminuzione dell'inflazione più rapida del previsto, che allenterebbe così la pressione su aziende e consumatori. Questo, a sua volta, potrebbe portare a un calo dei tassi più rapido del previsto, che fornirebbe sostegno all'economia. Tra le possibilità vi è anche un cospicuo pacchetto di misure fiscali dalla Cina, dove l'economia non sta mostrando lo slancio auspicato. Sul lato negativo, non possiamo escludere scenari di rialzo dell'inflazione. Un'ulteriore escalation in Medio Oriente alimenterebbe una seconda ondata inflazionistica e indurrebbe le banche centrali a mantenere una politica piuttosto restrittiva.

### Grafico 1: La crescita globale ha sorpreso al rialzo per gran parte dell'anno



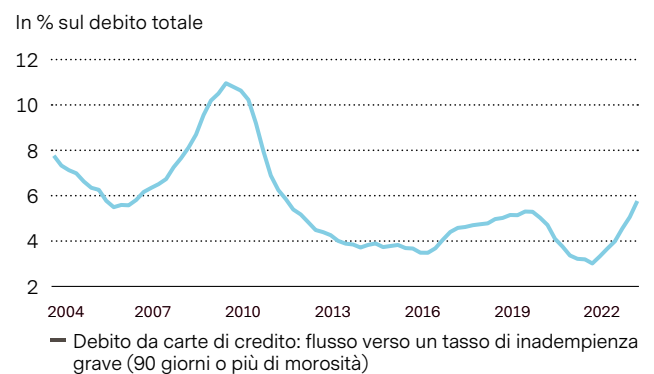
Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 24 novembre 2023

### Grafico 2: Stiamo assistendo all'aumento dei tassi reali più rapido e consistente dall'inizio degli anni Ottanta




Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 24 novembre 2023

### Grafico 3: Una quota crescente di detentori di debito si trova in difficoltà



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 24 novembre 2023

An aerial photograph of a frozen body of water, likely a lake or river. The ice is broken into large, irregular white and light blue chunks, revealing a dark teal water channel that winds through the center. A small, dark boat is visible on the water in the middle-right section. The overall scene is abstract and geometric, with sharp lines and contrasting colors.

# **Affrontare la transizione energetica: la rotta da seguire**





—  
**Veronika Stolbova, PhD**  
Senior ESG Analyst,  
Vontobel

**Tra situazione geopolitica, divisioni sociali, inflazione e recessione che incombe, qualcuno potrebbe chiedersi «perché preoccuparsi del cambiamento climatico?» Indipendentemente dalla loro opinione sul tema, l'attenzione degli investitori dovrebbe ora focalizzarsi sulla COP28 di Dubai, dove rappresentati di circa 200 Paesi si riuniranno per programmare i prossimi 30 anni. Il tema è ormai troppo caldo per essere ignorato da qualunque investitore che voglia sfruttare le opportunità associate alla sfida più complessa sul fronte del clima: la transizione energetica. Il posizionamento per la transizione energetica potrebbe differenziare tra vincitori e vinti nel prossimo decennio.**

#### **Perché ora?**

La Conferenza delle Parti delle Nazioni Unite di Parigi del 2015 (COP21) ha segnato un importante traguardo nelle negoziazioni sul cambiamento climatico con l'Accordo di Parigi, che stabiliva di limitare il riscaldamento globale a 2°C, definendo un programma mirato. Siamo ora a metà del percorso verso il 2030, ma ancora ben lontani dall'obiettivo. Molti ritengono che la COP28 sarà un successo solo se i governi intraprenderanno azioni coraggiose: per raggiungere gli obiettivi dell'Accordo di Parigi saranno necessari oltre USD 270'000 miliardi di investimenti (il doppio del PIL annuale globale) nel settore energetico e in quello dei trasporti, nell'edilizia e nell'industria da qui al 2050 (grafico 1).

#### **Quali sono le aspettative per la COP28? E quali sono le conseguenze per gli investitori?**

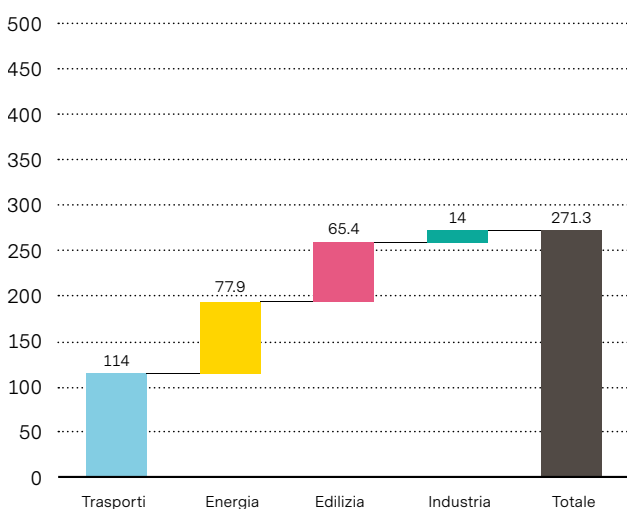
Le opinioni sull'esito delle negoziazioni della COP28 sono varie. Molti auspicano azioni urgenti e impegni concreti, altri sono più prudenti e sollevano questioni legate alla sicurezza energetica derivanti dalla situazione geopolitica e dal fatto che, letteralmente, «l'inverno sta arrivando». L'attenzione è rivolta ai primi 20 Paesi che contribuiscono per l'80% alle emissioni globali, con Cina, USA e India in testa.

Anche se non sappiamo se la COP28 farà davvero la differenza, molti osservatori si aspettano dei progressi nella definizione di un pacchetto di misure volte ad accelerare la transizione energetica. A tal fine, le discussioni alla COP28 dovrebbero focalizzarsi sui meccanismi specifici volti a decarbonizzare il consumo di energia nei settori dell'economia.

Per transizione energetica si intende un forte cambiamento strutturale nell'approvvigionamento e nel consumo di energia. Riportando alcuni esempi storici, in passato ci sono state la rivoluzione industriale, che ha segnato il passaggio dalla legna al carbone come principale fonte di energia, e l'introduzione dei veicoli passeggeri nel ventesimo secolo, che ha incrementato l'uso di petrolio e carbone. La transizione odierna rappresenta il passaggio dai combustibili fossili (petrolio, gas naturale e carbone) a fonti rinnovabili (energia solare, eolica, idroelettrica e batterie al litio).

**Grafico 1: Gap d'investimento per settore**

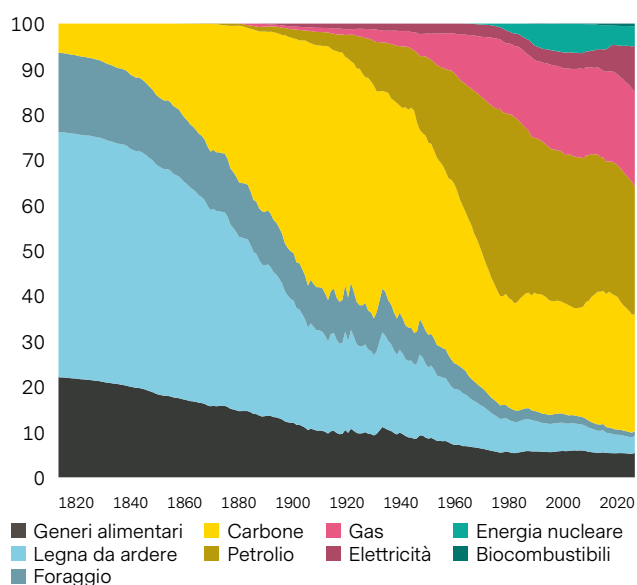
In migliaia di miliardi di USD



Fonte: Swiss Re Institute, «Decarbonisation tracker: progress to net zero through the lens of investment»; pubblicato il 7 ottobre 2022

**Grafico 2: Impariamo dal passato: le transizioni energetiche**

La quota di energia primaria ripartita per fonte come % del consumo totale di energia



Fonte: Malanima, Paolo. WEC World Energy Consumption. Database 1820 – 2020, Paolo Malanima; grafico riprodotto il 23 novembre 2023

## La transizione energetica è un'opportunità di investimento emergente

Sulla scia delle preoccupazioni legate alla sicurezza energetica, la transizione energetica ha acquisito molto slancio ed è oggi a un punto d'inflessione. La quota di energie rinnovabili nel mix energetico globale è aumentata nettamente negli ultimi decenni, con UE, Cina e USA in testa – un po' come il drastico cambiamento nel consumo di carbone, petrolio e gas naturale avvenuto durante la rivoluzione industriale e l'introduzione dei veicoli passeggeri (grafico 2).

Se la storia può fungere da guida, con i giusti incentivi e le innovazioni tecnologiche (requisiti oggi entrambi presenti) le transizioni energetiche avvengono rapidamente. Perché? Le tecnologie a basso impatto di carbonio si sono sviluppate velocemente e negli ultimi 10 anni hanno abbattuto nettamente i costi. L'«elefante nella stanza» sono gli incentivi pubblici: negli USA l'Inflation Reduction Act (IRA) e l'impegno per la tecnologia pulita; in Cina l'accelerazione dei veicoli elettrici (VE) e un nuovo ambizioso piano quinquennale per l'energia rinnovabile; e in UE il Green Deal Industrial Plan, volto a supportare la produzione di tecnologie per l'energia pulita. Tutti questi impegni assunti lo scorso anno dimostrano un forte supporto

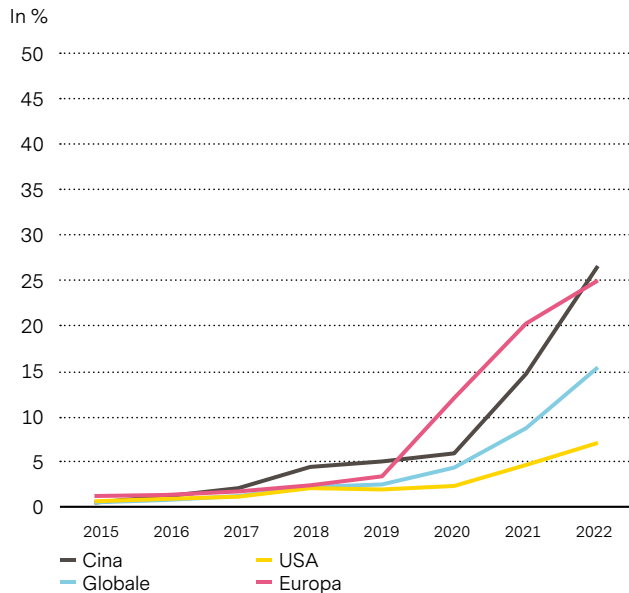
alla decarbonizzazione e alle normative volte al raggiungimento degli obiettivi dell'Accordo di Parigi.

## Posizionarsi per la transizione energetica

A nostro avviso, il posizionamento per la transizione energetica dovrebbe basarsi su tre pilastri: orizzonte temporale degli investitori, focus regionale e temi.

Il tempo conta. Nell'ultimo [Outlook](#), la International Energy Agency (IEA) rileva che la transizione energetica sta avvenendo più velocemente del previsto, creando vincitori e vinti. Queste previsioni considerano un elevato livello tecnologico e supportano, dunque, l'investimento in società attive nella tecnologia per il clima. Ad esempio, tutti gli impegni per lo «zero netto entro il 2050» si fondano sulle tecnologie per la cattura e lo stoccaggio del carbonio (CCS). Pertanto, gli investimenti in CCS potrebbero, a un certo punto, fornire rendimenti d'uscita elevati. Inoltre, per gli investitori che vogliono tutelare i loro asset, coprire l'esposizione ai combustibili fossili e proteggersi da potenziali incagli (perdita di valore o svalutazione degli asset a causa della transizione verso un'economia più verde) sarebbero investimenti più adatti. Ancora, investire nei cosiddetti «Climate Laggard» – società che non

**Grafico 3: Quota di vendite di VE per passeggeri in specifici mercati**



Fonte: MarkLines, BNEF articolo «New EV Models Catalyze Stalled US Market»; pubblicato il 6 marzo 2023

hanno indicatori climatici soddisfacenti, ma si impegnano a ridurre la CO<sub>2</sub> o stanno sviluppando soluzioni per il clima – potrebbe essere interessante per chi cerca società mature e consolidate che contribuiscono alla transizione energetica.

#### **E se fosse tutto troppo poco, troppo tardi?**

E se non dovesse bastare, o è troppo tardi? I critici sostengono che le misure adottate finora non sono comunque sufficienti a ridurre le emissioni, e la propensione all'uso dei combustibili fossili nel mondo sarebbe ancora elevata. I dati recenti mostrano che la produzione di petrolio, gas naturale e carbone è salita del 4% nel 2022 e che per allinearsi all'Accordo di Parigi sarà necessario ridurre gli investimenti nei combustibili fossili di USD 814 miliardi tra il 2022 e il 2050. Sembra difficile: per raggiungere lo zero netto nel 2050, petrolio, gas naturale e carbone dovrebbero calare di oltre il 20% entro il 2030, secondo la IEA. Inoltre, molti temono che le prossime presidenziali USA possano sconvolgere l'agenda per la transizione energetica. È quasi certo che un presidente repubblicano metterebbe un freno alla velocità della transizione, ma non riteniamo che i temi regionali perderebbero slancio. Ad esempio, la domanda di veicoli elettrici dovrebbe rimanere

solida. Dal 2020 la Cina ha evidenziato una netta crescita nella quota dei VE sul totale delle auto vendute in tutti i segmenti (dal low-cost al lusso). Nell'UE, il 65% delle auto vendute saranno elettriche entro il 2030, in base al World Energy Outlook 2023 della IEA, che cita lo Stated Policies Scenario che getta le basi per l'adozione dei veicoli elettrici e l'ampliamento dell'infrastruttura di ricarica (grafico 3).

#### **La rotta da seguire**

Navigare il mare in tempesta della transizione energetica è entusiasmante ma al contempo complicato. Gli investitori devono definire un orizzonte temporale e disporre degli strumenti giusti per la navigazione. A nostro avviso, questi strumenti – incentivi pubblici e innovazioni tecnologiche – sono solidi, così come il vento del cambiamento. La mappa sarà determinata dall'agenda politica, e il cambiamento potrebbe nascere proprio dalla COP28. È l'investitore a dover scegliere la rotta, ma deve farlo ora per poter navigare agevolmente verso i propri obiettivi. Come la storia ci insegna, nessun investimento va bene per tutti. Ma i tempi incerti fanno nascere nuove opportunità ed è giunto il momento che gli investitori prendano posizione nella transizione energetica.

## Crollano le aspettative di ulteriori rialzi della Fed



—  
**Christopher Koslowski**  
Senior Fixed Income & FX Strategist,  
Vontobel

**Il calo dell'inflazione e il rallentamento della crescita negli USA hanno riportato in auge le obbligazioni. In un solo mese i rendimenti dei decennali USA hanno ceduto oltre 50 punti base. A settembre i future sui Fed Fund implicavano una possibilità del 60% di un altro rialzo, oggi non scontano alcun incremento e prevedono un taglio dei tassi entro metà 2024 (grafico 1).**

L'economia USA ha mostrato grande resilienza durante la stretta monetaria più rigida degli ultimi quattro decenni, considerando sia il ritmo che la portata dei rialzi dei tassi effettuati. Se da un lato, come previsto, la politica monetaria più rigida ha ridotto la crescita del credito nel settore privato, l'economia ha continuato inaspettatamente a crescere.

Secondo gli investitori saremmo ora fuori pericolo, data la resilienza dell'economia e la limitata possibilità di ulteriori strette dalla Fed. Tuttavia, proprio mentre prende piede l'idea che la recessione potrebbe essere stata davvero evitata, il Conference Board Leading Economic Index ha esteso la sua traiettoria ribassista a 19 mesi. Abbiamo visto trend negativi così prolungati solo durante

la stagflazione di metà anni Settanta e la crisi finanziaria globale e un calo così netto e duraturo di questo indicatore è sempre stato precursore di una recessione.

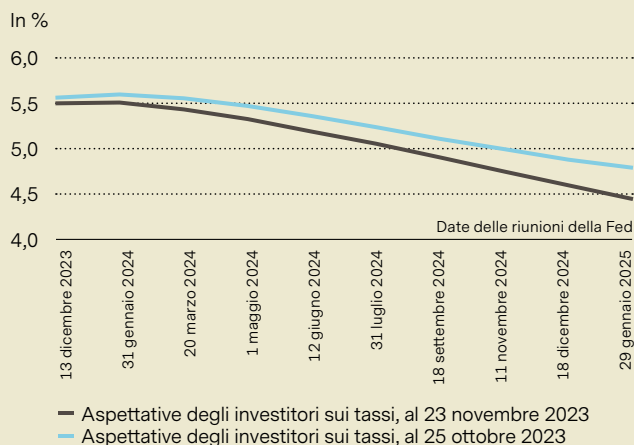
Il forte rialzo dei rendimenti di ottobre potrebbe essere stato il picco di questo ciclo: i dati recenti indicano una pausa della Fed e un possibile avvio dei tagli nel 2024. Ovviamente non abbiamo nessuna certezza, ma è molto probabile che i rialzi siano davvero finiti. Questo apre la porta a possibili tagli in un futuro prossimo. Normalmente, prima dei tagli, i rendimenti tendono a scendere.

### Focus sul peggioramento dei fondamentali creditizi e sulla politica monetaria rigida

A nostro avviso, gli investitori obbligazionari dovrebbero focalizzarsi sul peggioramento dei fondamentali creditizi e sulla rigidità della politica monetaria. Il grafico 2 mostra la percentuale del rendimento delle obbligazioni corporate high yield USA attribuibile agli spread creditizi. L'attuale 43% è il livello più basso dal 2007.

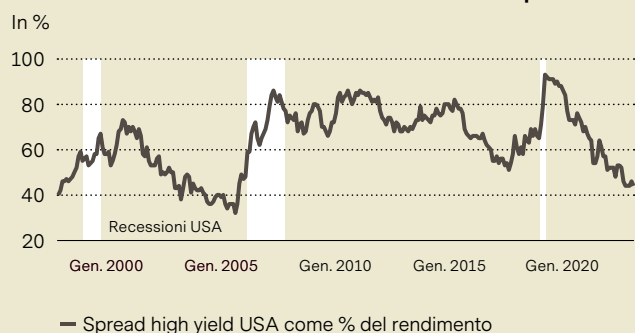
Secondo Moody's, il tasso di default dell'high yield USA supera oggi il 5%, un record dalla prima metà del 2021 quando i mercati si stavano riprendendo dall'ondata di default causati dalla pandemia. Questo indica che i costi di prestito elevati hanno iniziato a colpire più duramente i mercati creditizi e che l'economia sta rallentando.

**Grafico 1: Il mercato smette di scontare ulteriori rialzi della Fed**



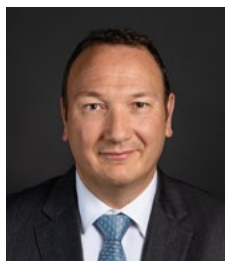
Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 24 novembre 2023

**Grafico 2: Gli spread creditizi sono molto ridotti, soprattutto in termini di contributo al rendimento complessivo**



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 24 novembre 2023

# Un novembre che non fa eccezione



—  
**Mario Montagnani**  
Senior Investment Strategist,  
Vontobel

**Novembre è tipicamente il mese migliore per l'azionario e quest'anno non ha fatto eccezione. Il mercato non solo ha recuperato la performance negativa di ottobre, ma ha registrato i rendimenti mensili migliori dalla scoperta dei vaccini per il Covid-19 a fine 2020 (grafico 1). Troppo bello per essere vero? A nostro avviso no.**

Due dei tre fattori macroeconomici chiave che dominano la scena sembrano già alle nostre spalle. In primo luogo, l'inflazione USA ha raggiunto il picco più di 12 mesi fa e da allora lo stesso è accaduto anche in altri mercati sviluppati. In secondo luogo, le banche centrali sembrano aver concluso i loro cicli di rialzi dei tassi. Storicamente, entrambi gli eventi hanno innescato reazioni di mercato positive l'anno successivo (grafico 2).

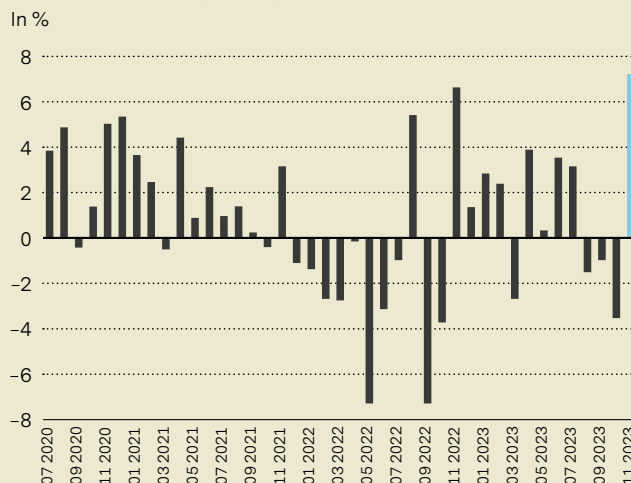
Il fattore che ancora manca è una recessione che, a conferma di un ciclo economico veramente atipico, tarda ad arrivare negli USA. Ma in che misura gli investitori hanno già scontato una recessione? E quanto grave sarebbe?

Analizzando nel dettaglio i rendimenti assoluti a doppia cifra registrati dall'Indice MSCI ACWI Net Total Return da inizio anno, emerge che a incentivarne la performance sono stati pochi settori (tecnologia, servizi di comunicazione, beni di consumo discrezionali) con tratti comuni, tra cui qualità, liquidità in eccesso, leva ridotta e ampie capitalizzazioni di mercato. Escludendo questi settori, la performance non è stata per nulla brillante.

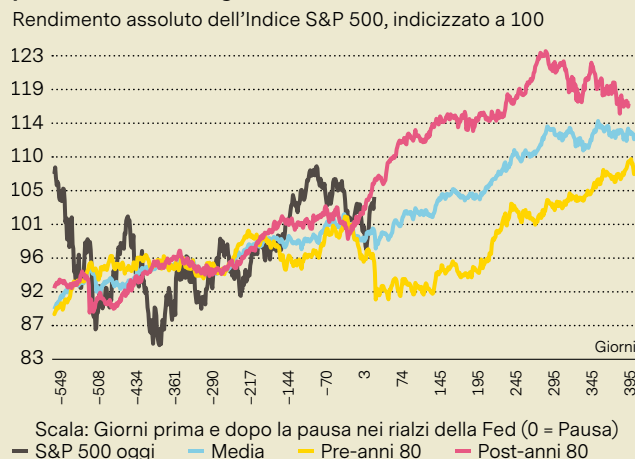
## Cosa ci riserva, quindi, il 2024?

La buona notizia è che le previsioni di crescita degli utili per azione (EPS) sono calate di recente, lasciando spazio a eventuali sorprese al rialzo. I multipli di valutazione rimangono inferiori ai picchi del 2021, forse perché già scontano un Outlook macroeconomico in rallentamento. La crescita dell'EPS per il 2024/2025 potrebbe apparire ambiziosa, ma tenendo in considerazione la rilevanza, il contributo e la visibilità dei grandi settori dominanti, non è così sorprendente. In questo contesto, manteniamo una diversificazione regionale nella nostra allocazione tattica e continuiamo a favorire la qualità, la redditività elevata e la prevedibilità degli utili, caratteristiche riscontrabili soprattutto nell'azionario svizzero e statunitense. Nel frattempo, continuiamo a monitorare eventuali variazioni nella politica monetaria, che potrebbero indurci a spostarci verso stili e settori d'investimento diversi. Per ulteriori dettagli si rimanda a pagina 5.

**Grafico 1: Performance mensile dell'Indice MSCI ACWI Net Total Return (in USD)**



**Grafico 2: Mercati azionari in corrispondenza di una pausa della Fed negli ultimi 60 anni**



# Tempi d'oro per il metallo giallo – ma non per il petrolio



—  
**Michaela Huber**  
Cross-Asset Strategist,  
Vontobel

**A novembre i mercati petroliferi hanno evidenziato un netto sell-off. L'oro tradizionale è stato più resiliente dell'«oro nero».**

A metà novembre il petrolio è sceso al minimo degli ultimi quattro mesi. Il fatto che il conflitto tra Israele e Hamas non si sia esteso al resto della regione sembra aver tranquillizzato molti investitori in merito a un potenziale shock petrolifero. L'attenzione si è spostata verso la produzione statunitense, che ha recentemente raggiunto il record di 13,2 milioni di barili al giorno. Anche l'aumento delle scorte di petrolio, i dati economici USA eterogenei e il rallentamento nell'attività di raffinazione cinese hanno penalizzato il sentiment. Ci sono anche dubbi sulla piena attuazione della nuova riduzione volontaria dell'offerta di petrolio e dai suoi alleati (OPEC+) alla fine di novembre. L'Angola, ad esempio, ha rifiutato la sua quota.

L'oro, da parte sua, non è stato toccato dal calo del premio al rischio legato alla guerra: è riuscito a tenersi stretti i rialzi di ottobre arrivando a toccare brevemente la soglia psicologica di 2'000 dollari all'oncia a fine mese. Le ragioni sono i dati economici peggiori del previsto e il calo dell'inflazione nella principale economia mondiale, che hanno indotto gli investitori a scontare un taglio dei tassi dalla Fed nella prima metà del 2024. La fine del ciclo di inasprimento della Fed e le sue conseguenze, come il calo dei rendimenti reali e l'indebolimento del dollaro, sono spesso stati in passato catalizzatori positivi per l'oro (grafico 1).

Anche la domanda fisica è solida. La Svizzera, importante hub commerciale, ha esportato oltre 150 tonnellate a ottobre, la quota più alta da maggio, di cui un numero considerevole – circa 49 tonnellate (+60% rispetto all'anno precedente) – verso l'India. L'India è il secondo maggiore consumatore di lingotti d'oro al mondo e tra ottobre e novembre celebra diverse festività in cui l'oro viene utilizzato come dono.

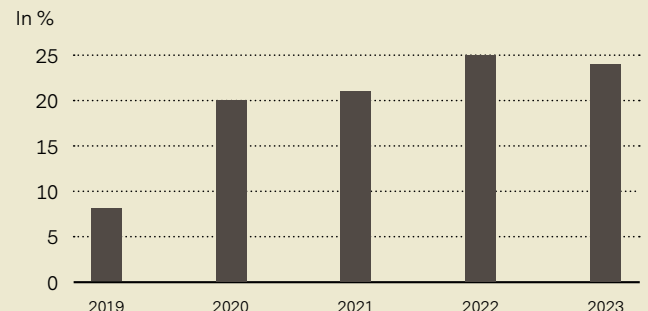
Un vento di coda più duraturo è fornito dalle banche centrali. Sebbene siano state venditrici nette nei tre decenni successivi al crollo del sistema di Bretton Woods, hanno iniziato a ricostituire le loro riserve dopo la crisi finanziaria globale. La tendenza si è intensificata negli ultimi anni, in particolare quando i Paesi occidentali hanno congelato le riserve della banca centrale russa. Secondo il World Gold Council, il prossimo anno circa un quarto delle banche centrali mondiali incrementerà le riserve d'oro (grafico 2).

**Grafico 1: La fine di un ciclo di rialzi della Fed, in genere, favorisce l'oro**



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 23 novembre 2023

**Grafico 2: Quasi un quarto delle banche centrali prevede un aumento delle riserve d'oro il prossimo anno**



Fonte: Relazione annuale del World Gold Council «2023 Central Bank Gold Reserves Survey», Vontobel

# Il dollaro perde slancio – cambio di rotta in vista?



—  
**Christopher Koslowski**  
Senior Fixed Income & FX Strategist,  
Vontobel

**La corsa del dollaro USA sembra aver perso slancio ed essere prossima a un punto di svolta (grafico 1). Il calo dei rendimenti statunitensi e la fragilità emergenti nella principale economia mondiale stanno penalizzando il sentiment di mercato. L'impatto dell'inasprimento monetario della Fed, insieme al calo del supporto fiscale, rendono il dollaro vulnerabile nel breve periodo.**

Lo scorso mese, l'euro si è rafforzato rispetto a gran parte delle valute G-10, a parte il franco svizzero che è stato sostenuto da fattori geopolitici. Tale rialzo è avvenuto nonostante l'assenza di news particolarmente favorevoli; la resilienza dell'euro potrebbe essere dovuta a una serie di sviluppi economici negativi già scontati nella sua valutazione e alla crescente speculazione su un'imminente crisi dell'economia USA. Questi fattori hanno incentivato la coppia euro-dollaro e l'euro più in generale. La traiettoria a medio termine della politica monetaria della Fed e, soprattutto, la relativa percezione del mercato rimangono fattori trainanti per l'euro. Ci aspettiamo che questa influenza persista anche il prossimo anno.

Per i rialzisti euro-dollaro, focalizzarsi sul lato del dollaro potrebbe essere cruciale per individuare opportunità a breve termine. I segnali di rallentamento dell'economia statunitense potrebbero riaccendere la discussione su un potenziale taglio dei tassi della Fed, supportando ulteriormente la tesi rialzista per la coppia euro-dollaro. Questa è il trend che prevediamo con l'avvicinarsi della fine dell'anno e l'inizio del prossimo.

## Le qualità del franco come bene rifugio attirano l'attenzione

Quest'anno il franco svizzero si distingue come migliore performer tra le valute G-10, con un rialzo circa del 4,5% sul dollaro in termini di rendimento spot (grafico 2). La Banca Nazionale Svizzera (BNS) sembra voler mantenere un tasso di cambio solido per contrastare l'inflazione, piuttosto che alzare il tasso di interesse di riferimento sopra l'1,75%. Con una nuova riunione della BNS fissata il 14 dicembre, le aspettative di mercato oggi prevedono un'assenza di ulteriori rialzi dei tassi di interesse e i primi tagli il prossimo anno, a partire dal mese di settembre.

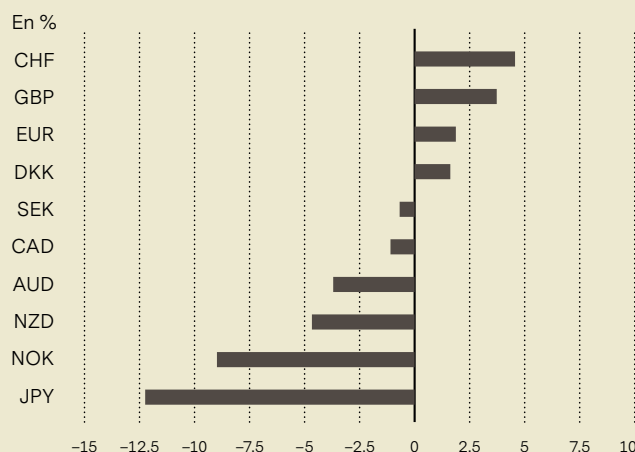
Se l'inflazione locale non salirà di nuovo, il franco svizzero dovrebbe calare moderatamente nel medio termine. A breve termine, tuttavia, non possiamo sottovalutare la domanda solida della valuta, date le continue incertezze geopolitiche e un mercato sempre più trainato dai fattori di rischio oltre che dai fondamentali.

**Grafico 1: Il dollaro davanti a un bivio: svolta in vista?**



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 24 novembre 2023

**Grafico 2: Rendimenti spot da inizio anno delle valute G-10 vs. USD**



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 24 novembre 2023

## Economia e mercati finanziari 2021 – 2024

Il seguente elenco illustra valori, tassi di cambio e prezzi effettivi dal 2021 al 2022 e le previsioni del consensus per il 2023 e il 2024 relativi a prodotto interno lordo (PIL), inflazione e relative aspettative, tassi d'interesse di riferimento delle Banche Centrali, titoli di Stato a dieci anni, tassi di cambio e materie prime.

<b>PIL (IN %)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>ATTUALE<sup>1</sup></b>	<b>CONSENSUS 2023</b>	<b>CONSENSUS 2024</b>
Globale (G20)	5,6	2,6	3,5	2,6	2,1
Eurozona	5,3	3,5	0,1	0,5	0,7
USA	5,9	2,1	2,9	2,3	1,0
Giappone	2,3	1,1	1,2	1,7	1,0
Regno Unito	8,5	4,0	0,6	0,5	0,4
Svizzera	4,3	2,0	0,6	0,8	1,1
Australia	5,3	3,6	2,1	1,8	1,5
Cina	8,4	3,0	4,9	5,2	4,5

<b>INFLAZIONE</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>ATTUALE<sup>2</sup></b>	<b>CONSENSUS 2023</b>	<b>CONSENSUS 2024</b>
Globale (G20)	3,5	7,3	4,1	5,5	4,7
Eurozona	2,6	8,4	2,9	5,6	2,7
USA	4,7	8,0	3,2	4,2	2,7
Giappone	-0,3	2,5	3,0	3,2	2,2
Regno Unito	2,6	9,1	4,6	7,4	3,1
Svizzera	0,6	2,9	1,7	2,2	1,6
Australia	2,9	6,6	5,4	5,6	3,4
Cina	0,9	2,0	-0,2	0,4	1,7

<b>TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>ATTUALE</b>	<b>CONSENSUS A 3 MESI</b>	<b>CONSENSUS A 12 MESI</b>
EUR	-0,50	2,00	4,00	3,96	3,20
USD	0,25	4,50	5,50	5,50	4,45
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,03
GBP	0,25	3,50	5,25	5,25	4,50
CHF	-0,75	1,00	1,75	1,75	1,54
AUD	0,10	3,10	4,35	4,35	3,80
CNY	3,80	3,65	4,35	4,25	4,25

<b>RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO, 10 ANNI (IN %)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>ATTUALE</b>	<b>CONSENSUS A 3 MESI</b>	<b>CONSENSUS A 12 MESI</b>
EUR (Germania)	-0,2	2,6	2,62	2,56	2,39
USD	1,5	3,9	4,40	4,31	3,74
JPY	0,1	0,4	0,73	0,95	1,03
GBP	1,0	3,7	4,25	4,28	3,86
CHF	-0,1	1,6	1,02	1,25	1,28
AUD	1,7	4,1	4,48	4,25	3,85

<b>TASSI DEI CAMBI</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>ATTUALE</b>	<b>CONSENSUS A 3 MESI</b>	<b>CONSENSUS A 12 MESI</b>
CHF per EUR	1,04	0,99	0,96	0,97	1,00
CHF per USD	0,91	0,94	0,88	0,90	0,90
CHF per 100 JPY	0,79	0,72	0,59	0,62	0,66
CHF per GBP	1,23	1,12	1,11	1,11	1,13
USD per EUR	1,14	1,06	1,09	1,07	1,11
JPY per USD	115,00	130,00	150,00	145,00	136,00
USD per AUD	0,73	0,67	0,66	0,66	0,70
GBP per EUR	0,84	0,88	0,87	0,88	0,88
CNY per USD	6,37	6,91	7,15	7,23	7,00

<b>MATERIE PRIME</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>ATTUALE</b>	<b>CONSENSUS A 3 MESI</b>	<b>CONSENSUS A 12 MESI</b>
Brent, USD per barile	79	86	81	88,75	89
Oro, USD per oncia troy	1'829	1'824	1'991	1'950	1'970
Rame, USD per tonnellata metrica	9'720	8'372	8'354	8'500	9'000

<sup>1</sup> Ultimo trimestre disponibile

<sup>2</sup> Ultimo mese disponibile, dati G20 solo trimestrali

Fonte: Vontobel, rispettivi uffici di statistica e banche centrali; al 23 novembre 2023



# Informativa e disclaimer

## 1. Conferma analista

L'analisi finanziaria contenuta nella presente Relazione Vontobel è stata redatta dall'unità dell'organizzazione responsabile per l'analisi finanziaria (divisioni Group Investment Strategy, Global Equity Research and Global Trend Research, Buy-Side Analysis) di Bank Vontobel AG, Gotthardstrasse 43, CH-8022 Zurigo, Tel +41 58 283 71 11 (vontobel.com) o Vontobel Asset Management AG, Genferstrasse 27, CH-8022 Zürich, Tel +41 (0)58 283 71 50 (vontobel.com/am). Bank Vontobel AG è soggetta alla supervisione dell'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA), Einsteinstrasse 2, 3003 Berna (finma.ch/e/). Gli autori elencati a pagina 1 confermano che la presente pubblicazione riflette in maniera accurata e completa la loro opinione sugli strumenti finanziari e gli emittenti analizzati, e che non hanno ricevuto, direttamente o indirettamente, alcun compenso a fronte delle specifiche valutazioni od opinioni espresse nella presente analisi finanziaria. Il compenso corrisposto agli autori della presente analisi finanziaria non è direttamente associato al volume di business dell'attività di investment banking generato tra Vontobel e gli emittenti analizzati. Gli autori della presente analisi finanziaria non possiedono partecipazioni azionarie nelle società oggetto di analisi. L'analisi finanziaria non è stata messa a disposizione degli emittenti analizzati prima della distribuzione o della pubblicazione. I singoli contributi separati non contengono riferimenti diretti o indiretti a specifici strumenti finanziari o emittenti, né rappresentano un'analisi finanziaria. Tali contributi possono, dunque, essere stati redatti da autori non facenti parte dei dipartimenti incaricati dell'analisi finanziaria. Tali autori non sono, quindi, soggetti alle limitazioni applicabili all'analisi finanziaria e non sono coperti dalla conferma di cui sopra, e non sono pertanto menzionati nella lista degli analisti finanziari a pag. 2 del presente documento.

L'Investors' Outlook contiene, inoltre, periodicamente informazioni sui fondi interni Vontobel. La banca tiene in considerazione il rischio di conflitto di interesse derivante dagli interessi economici in essere legati al fatto che l'unità AM/GIS MACI/Funds Research and Investments seleziona i rispettivi prodotti interni in base al principio best-in-class. L'unità è indipendente, sotto il profilo organizzativo e informativo, dalle unità di vendita della banca ed è monitorata dal dipartimento Compliance.

I prezzi utilizzati nella presente analisi finanziaria sono i più recenti prezzi di chiusura disponibili alla data limite indicata. Eventuali eccezioni a tale regola saranno comunicate. I dati sottostanti e i calcoli per le valutazioni delle aziende si basano sulle informazioni finanziarie più recenti, e in particolare il conto economico, il rendiconto finanziario e lo stato patrimoniale, pubblicate dagli emittenti analizzati. Poiché le informazioni provengono da fonti esterne, fare affidamento sulle stesse comporta dei rischi per cui Bank Vontobel AG non si assume alcuna responsabilità. I calcoli e le valutazioni effettuati per l'analisi possono variare in qualunque momento e senza preavviso quando altri metodi di valutazione vengono utilizzati e/o sono basati su modelli, ipotesi, interpretazioni e/o stime differenti. L'uso dei metodi di valutazione non esclude il rischio di non raggiungere il fair value entro il periodo previsto. La performance del prezzo è influenzata da numerosi fattori. Possono verificarsi modifiche impreviste, ad esempio, a causa dell'emergere di pressioni competitive, variazioni nella domanda di prodotti di un emittente, sviluppi tecnologici, attività macroeconomica, oscillazioni del tasso di cambio o addirittura una modifica nella concezione morale di una società. Eventuali modifiche a livello di normativa o legislazione fiscale possono avere conseguenze gravi e impreviste. La discussione relativa ai metodi di valutazione e ai fattori di rischio non ha pretesa di essere esaustiva. Per ulteriori commenti/informazioni sugli approcci metodologici utilizzati nella nostra analisi finanziaria e sul sistema di rating, si rimanda a [vontobel.com/CH/EN/Companies-institutions-research-equity-research](http://vontobel.com/CH/EN/Companies-institutions-research-equity-research).

## Fondamento e metodi di valutazione

Gli analisti finanziari di Vontobel utilizzano diversi metodi di valutazione (es. modello DCF ed EVA, valutazione della somma delle parti, scomposizione e analisi correlata agli eventi, confronto dei dati chiave di peer group e mercato) per redigere le loro previsioni finanziarie per le aziende trattate.

## 2. Disclaimer e fonti

Sebbene Vontobel ritenga che le informazioni di cui al presente documento si basano su fonti attendibili, non può accettare alcuna responsabilità per la qualità, la precisione, la tempestività o la completezza delle informazioni in esso contenute. La presente relazione di ricerca ha scopo unicamente informativo e non costituisce un'offerta né una sollecitazione ad acquistare, vendere o sottoscrivere, né una consulenza di investimento o su temi fiscali. La stessa è stata redatta senza tenere in considerazione le circostanze finanziarie dei singoli destinatari. Il produttore si riserva il diritto di modificare e/o ritirare in qualunque momento le opinioni espresse nella presente relazione e sottolinea che le dichiarazioni in essa contenute non devono in nessuna circostanza essere interpretate come una consulenza in materia fiscale, contabile, legale o di investimento. Il produttore non garantisce che gli strumenti finanziari in questa sede discussi saranno accessibili ai destinatari, né che saranno adatti alle loro esigenze. Prima di prendere qualunque decisione di investimento, si raccomanda ai destinatari della presente relazione di rivolgersi a un gestore patrimoniale, a un consulente di investimento o ad altro consulente competente per verificare la compatibilità con le proprie circostanze specifiche e le conseguenze legali, normative e di altra natura. Il produttore non considera clienti i destinatari della presente relazione, a meno che non siano in essere altri rapporti commerciali o contrattuali. L'uso della presente relazione, in particolare la sua riproduzione, in tutto o in parte, o la sua distribuzione a terzi, è permesso solamente con il preventivo consenso scritto di Bank Vontobel AG e citando le fonti per intero. Bank Vontobel AG ha adottato provvedimenti organizzativi interni per prevenire potenziali conflitti d'interesse e, laddove tali conflitti di interesse esistano e siano inevitabili, per comunicarli. Per ulteriori dettagli in merito alla gestione dei conflitti di interesse e al mantenimento dell'indipendenza del dipartimento di analisi finanziaria e per le informative in merito alle raccomandazioni finanziarie di Bank Vontobel AG, si rimanda a [vontobel.com/CH/EN/MiFID-Switzerland](http://vontobel.com/CH/EN/MiFID-Switzerland). I dettagli sulle modalità con cui trattiamo i vostri dati sono disponibili nella nostra attuale politica sulla privacy ([vontobel.com/privacy-policy](http://vontobel.com/privacy-policy)) e sul nostro sito web sulla privacy ([vontobel.com/gdpr](http://vontobel.com/gdpr)). La presente pubblicazione è ritenuta materiale di marketing nell'accezione dell'Articolo 68 del Swiss Financial Services Act e viene fornita a scopo unicamente informativo. Nel caso in cui non desideriate più ricevere i nostri Investors' Outlook, contattateci all'indirizzo [wealthmanagement@vontobel.com](mailto:wealthmanagement@vontobel.com).

## 3. Linee guida e informazioni per Paesi specifici

La distribuzione e la pubblicazione del presente documento e gli investimenti in esso descritti possono essere soggetti a limitazioni in alcune giurisdizioni, dovute alle leggi e alle normative locali. Questo documento e le informazioni in esso contenute possono essere distribuiti solamente nei Paesi in cui il produttore o il distributore è in possesso delle opportune licenze. Salvo indicato altrimenti nel presente documento, non si potrà presumere che il produttore o il distributore disponga delle licenze applicabili in un determinato Paese. Si noti che le seguenti informazioni specifiche per Paese devono essere rigorosamente osservate. Ad eccezione dei seguenti canali di distribuzione, la presente relazione di ricerca si riterrà distribuita dalla società indicata in copertina.

# 18 Informazioni legali

## **Additional information for US institutional clients**

In the United States of America, this publication is being distributed solely to persons that qualify as major US institutional investors under SEC Rule 15a-6. Vontobel Securities, Inc. accepts responsibility for the content of reports prepared by its non-US affiliate when distributed to US institutional investors. US investors who wish to effect any transaction in securities mentioned in this report should do so with Vontobel Securities, Inc. at the address hereafter and not with Bank Vontobel AG: Vontobel Securities, Inc., 1540 Broadway, 38th Floor, New York, NY 10036, Tel 1 212 792 5820, Fax 1 212 792 5832, e-mail: vonsec@vusa.com. Vontobel Securities Inc. New York, with headquarters at Vontobel Securities AG, Gotthardstrasse 43, CH-8022 Zurich, Tel +41 58 283 76 17, Fax +41 58 283 76 49, is a broker-dealer registered with the Securities and Exchange Commission and a member of the National Association of Securities Dealers. Bank Vontobel Zurich is a foreign broker dealer which is not delivering services into the USA except for those allowed under the exemption of SEC Rule 15a-6.

## **Additional information for UK clients**

Bank Vontobel AG is a company limited by shares with a Swiss Banking license which has no permanent place of business in the UK and which is not regulated under the Financial Services and Markets Act 2000. The protections provided by the UK regulatory system will not be applicable to the recipients of any information or documentation provided by Bank Vontobel AG and compensation under the Financial Services Compensation Scheme will not be available. Past performance is not indicative of future performance. The price of securities may go down as well as up and as a result investors may not get back the amount originally invested. Changes in the exchange rates may cause the value of investments to go down or up. Any literature, documentation or information provided is directed solely at persons we reasonably believe to be investment professionals. All such communications and the activity to which they relate are available only to such investment professionals; any activity arising from such communications will only be engaged in with investment professionals. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely upon such communications. Any contact with analysts, brokers or other employees of Bank Vontobel AG must be conducted with Bank Vontobel AG directly and not through offices or employees of Vontobel affiliates in London/UK.

## **Informazione per investitori italiani**

Il presente documento è redatto da Bank Vontobel AG e distribuito secondo la norma UE 2016/958 da Vontobel Wealth Management SIM S.p.A, Milano, autorizzata e regolata da Consob, via G.B. Martini, 3 – Roma.



Bank Vontobel AG  
Gotthardstrasse 43  
8022 Zurigo  
Svizzera  
[vontobel.com](http://vontobel.com)

