

Vontobel

Investors' Outlook

2023 – Pronti per
un'inversione di rotta



Febbraio 2023

2 Indice



3 Editoriale

4 Strategia d'investimento

Cambiamenti nell'azionario in un contesto di sviluppi positivi

6 Mercato in sintesi

«Quo vadis», mercato immobiliare cinese?

8 Viewpoint

Un'occhiata più da vicino alle implicazioni delle sfide di oggi

12 Asset class sotto la lente

16 Previsioni

Impressum

Pubblicazione a cura di

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo

Editor

Sarah Davies
Corinne Gretler
Thomas Mahn

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 & FX Strategist,
Vontobel

Mario Montagnani

Senior Investment Strategist,
Vontobel

Dan Scott

Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Zeno Staub

Chief Executive Officer,
Vontobel

Frequenza

Dieci edizioni l'anno
(prossima edizione marzo 2023)

Concept

MetaDesign AG

Grafica e realizzazione

Vontobel

Immagini

Gettyimages,
Vontobel

Termine ultimo per questa edizione

2 febbraio 2023

Commenti

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

2023 – Pronti per un'inversione di rotta

Gentili lettori,

ci siamo lasciati finalmente alle spalle l'annus horribilis 2022. E anche se permangono delle zone d'ombra nell'economia, alcune aree di mercato hanno iniziato l'anno nuovo con il piede giusto sulla scia di sviluppi positivi che lasciano ben sperare. L'Europa è stata piuttosto fortunata – a livello di consumo di energia – perché la stagione delle feste è stata più mite del solito e ha ridimensionato i timori legati a un'ulteriore stretta energetica nella regione. Le temperature benevole hanno dato al continente un certo respiro, anche se a metà gennaio molte zone dell'Europa sono state colpite da un'ondata di freddo. L'Europa ha costituito scorte di gas sufficienti per affrontare l'anno, anche con il gas russo totalmente eliminato dalla supply chain. Ovviamente questo clima stranamente mite ci ricorda che il mondo sta facendo i conti con i cambiamenti climatici, un problema estremamente serio che ha, a sua volta, gravi implicazioni per l'energia. Forse una delle maggiori e più importanti sorprese recenti è emersa dalla Cina, dove il governo ha finalmente mollato la presa dopo quasi tre anni di rigide misure di contenimento del Covid-19. Il governo si è altresì adoperato per supportare il mercato immobiliare in difficoltà e ha allentato la stretta sui grandi colossi della tecnologia. La riapertura, insieme alle rinnovate misure di stimolo, aiuterà la Cina ad emergere in maniera decisiva da una recessione, offrendo al contempo un supporto estremamente necessario all'economia globale, ora che USA ed Europa stanno registrando un continuo declino del momentum economico. Tra gli Stati Uniti e la Cina sembra in atto una sorta di disgelo. A gennaio, il Segretario del Tesoro USA Janet Yellen e il vicepremier cinese Liu He hanno acconsentito a rafforzare la comunicazione sui temi macroeconomici e finanziari, durante il World Economic Forum in Svizzera. Questo allineamento lascia sperare in un miglioramento nei rapporti bilaterali tra le due principali economie mondiali, soprattutto considerando il clima di competizione che ne ha caratterizzato le dinamiche fino ad oggi e le attuali tensioni legate alla tecnologia.



—
Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Infine, il livello dell'inflazione è calato rapidamente, soprattutto negli USA. Cosa comporterà questo calo nei prossimi mesi, proprio al termine di un anno in cui gli investitori sono stati tormentati dal timore di una recessione? Anche se la situazione potrebbe peggiorare ulteriormente per l'economia, soprattutto perché le Banche Centrali potrebbero continuare a perseguire una politica monetaria restrittiva durante i primi sei mesi del 2023, quest'anno mancheranno probabilmente il timore di una profonda recessione e la paura di un'inflazione persistentemente elevata che avevano caratterizzato lo scorso anno. Appare, invece, sempre più plausibile il nostro scenario di base, quello di una recessione moderata e di breve durata. Il calo dell'inflazione e una politica più accomodante dalle Banche Centrali potrebbero tradursi in una crescita economica maggiore nella seconda metà dell'anno. In questo Outlook troverete la nostra opinione sui recenti sviluppi dei mercati e dell'economia, sulle opportunità nell'azionario dei mercati emergenti, su ciò che ci riserva il mercato del rame e sul destino del dollaro USA. Vi rimando a pagina 8 per leggere la recente lettera agli investitori del Chief Executive Officer di Vontobel Zeno Staub. A partire da pagina 4, invece, il nostro Chief Investment Strategist Frank Häusler illustra nel dettaglio la nostra asset allocation. Come investitore attivo, sono lieto di condividere con voi le mie opinioni e sfruttare al massimo le opportunità che si presenteranno durante l'anno.

.....

→ **Webcast**

Il nostro webcast sugli ultimi sviluppi dei mercati è disponibile al seguente [indirizzo](#)

.....



Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel



Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Cambiamenti nell'azionario in un contesto di sviluppi positivi

Manteniamo le nostre view positive sull'azionario e l'oro. Nell'azionario abbiamo rivisto al rialzo i titoli dei mercati emergenti e ridimensionato l'esposizione alle controparti svizzere. Rimaniamo neutrali sulle obbligazioni e le materie prime e manteniamo la nostra posizione sottopesata sulla liquidità. Ecco perché.

Nel 2022 abbiamo assistito a uno straordinario inasprimento della politica monetaria. Poiché generalmente ci vuole tempo prima che le iniziative intraprese dalle banche centrali si ripercuotano sull'economia reale, molti indicatori economici mostrano un quadro ancora negativo. Per questo, una recessione è una probabilità reale in molte parti del mondo.

Sul fronte positivo, la decisione della Cina di allentare la rigida politica anti Covid favorisce le prospettive economiche dell'economia globale. Un altro fattore positivo è rappresentato dall'inflazione in calo, soprattutto negli USA.

Le banche centrali stanno prendendo atto di questi cambiamenti. Ci aspettiamo che la Federal Reserve USA alzi i tassi di interesse al cinque per cento per poi mantenerli a questo livello per un certo periodo. La durata di questo periodo dipenderà dal mercato del lavoro USA. Le aziende hanno ridimensionato le assunzioni e incrementato i licenziamenti, e questo potrebbe gettare le basi per un taglio dei tassi a fine anno. I mercati azionari hanno iniziato l'anno con il piede giusto grazie a diversi fattori, tra cui i segnali positivi emersi in Cina, l'allentamento della crisi dell'energia in Europa, il rallentamento dell'inflazione

e la speranza di una politica monetaria meno restrittiva in futuro. Considerato l'attuale contesto macroeconomico, siamo passati a un approccio leggermente più ciclico e abbiamo rivisto al rialzo l'azionario dei mercati emergenti, passando da sottopeso a neutrale e mantenendo al contempo la nostra posizione generale sulle azioni. L'azionario dei mercati emergenti è destinato a beneficiare della riapertura in Cina e delle recenti misure atte a supportare il mercato immobiliare in crisi, nonché dell'indebolimento del dollaro USA. Abbiamo poi ridotto l'azionario svizzero, più difensivo e costoso, passando da sovrappeso a neutrale.

I mercati obbligazionari hanno iniziato a invertire la rotta, perché i tassi si sono mossi al ribasso e gli spread si sono contratti. Questo momentum è proseguito nel 2023. Manteniamo una view neutrale sulle obbligazioni e abbiamo lasciato invariata la nostra allocazione complessiva, favorendo i titoli di Stato e le obbligazioni dei mercati emergenti con un posizionamento sovrappesato. Siamo neutrali sulle obbligazioni investment grade e negativi sul segmento high yield. Riteniamo che sia possibile un aumento dei tassi di default e che gli spread creditizi non riflettano pienamente la recessione imminente.

Continuiamo a favorire l'oro con una view sovrappesata, perché riteniamo che molti degli elementi che l'hanno ostacolato nel 2022 dovrebbero trasformarsi in venti di coda nel 2023. Manteniamo un posizionamento neutrale sulle materie prime. Si rimanda a pagina 5, 12 e 15 per i dettagli.

	SOTTOPESO		NEUTRALE	SOVRAPPESO		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
1 Liquidità		→				Poiché consideriamo il contesto attuale una buona opportunità di ingresso per gli investitori a lungo termine, manteniamo il nostro cauto sovrappeso sull'azionario. Rimaniamo dunque leggermente sottopesati sulla liquidità.
2 Obbligazioni			→			Anche i mercati obbligazionari hanno vissuto un anno molto difficile. La combinazione di aumento dell'inflazione e politica monetaria restrittiva è stata una pillola amara da ingoiare. Con il calo dei tassi e l'irrigidimento degli spread verso la fine dell'anno, la situazione ha iniziato a cambiare. Il momentum positivo è proseguito nel 2023 e tutti i principali segmenti hanno iniziato l'anno nuovo con una performance positiva. Su un orizzonte di 12 mesi, prevediamo un calo dei rendimenti obbligazionari, dovuto all'indebolimento dell'economia USA e al picco dell'inflazione, storicamente sempre seguito da un calo dei rendimenti. È ancora troppo presto per passare a una posizione sovrappesata, pertanto ribadiamo tutte le convinzioni espresse di recente (sovrappeso sui titoli di Stato e le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta forte, neutrale sul credito investment grade, sottopeso sulle obbligazioni high yield).
3 Azioni				→		Manteniamo il nostro cauto sovrappeso sull'azionario, perché il contesto generale non è cambiato di molto da novembre. I mercati azionari hanno iniziato l'anno con una performance positiva su tutti i principali indici. Questo grazie a una serie di fattori, tra cui le notizie positive dalla Cina, l'allentamento della crisi dell'energia in Europa e il rallentamento dell'inflazione, nonché la speranza di una politica monetaria meno restrittiva in futuro. Riteniamo prudente aggiustare il nostro portafoglio rendendolo leggermente più ciclico e rivedere al rialzo la posizione sull'azionario dei mercati emergenti portandola da sottopeso a neutrale. I mercati emergenti non solo sono destinati a beneficiare della riapertura dell'economia cinese e delle recenti misure del governo volte a supportare il mercato immobiliare, ma anche dell'indebolimento del dollaro USA. In una seconda fase abbiamo ridimensionato la view sull'azionario svizzero (più difensivo e costoso) passando da sovrappeso a neutrale. Tutte le altre preferenze regionali rimangono invariate e continuiamo a favorire l'azionario USA e a rimanere neutrali sull'azionario europeo e giapponese. Pur prevedendo un ulteriore deterioramento della crescita economica nei prossimi mesi, riteniamo che la combinazione di inflazione in calo e possibile fine del ciclo di rialzi dei tassi della Fed a metà 2023 possa offrire un adeguato supporto all'azionario.
4 Oro				→		Confermiamo il nostro sovrappeso sull'oro. Il metallo giallo ha faticato a mantenersi in carreggiata lo scorso anno, perché l'approccio aggressivo della Fed ha ridimensionato le aspettative sull'inflazione, spinto al rialzo i rendimenti reali e incentivato il dollaro USA. A nostro avviso l'oro è destinato a beneficiare di una Fed meno restrittiva in futuro. Apprezziamo altresì l'oro come copertura contro eventuali inasprimenti dei rischi geopolitici e ondate di volatilità.
5 Materie prime			→			Confermiamo la nostra view neutrale sulle materie prime. Le loro interessanti prospettive a lungo termine associate alla riapertura in Cina e allo stimolo al settore immobiliare sono controbilanciate dagli ostacoli a breve termine posti dal crescente timore di una recessione. In questo contesto riteniamo ragionevole mantenere una view neutrale sull'asset class.
6 Strategie alternative			→			Nel complesso manteniamo la nostra view neutrale sugli investimenti alternativi e ribadiamo tutte le view sui sotto-segmenti, ossia un moderato sottopeso sugli hedge fund e una posizione neutrale sull'immobiliare.

Variazioni mensili:

invariato →

in aumento ↗

in calo ↘

«Quo vadis», mercato immobiliare cinese?



Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel



Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel

La riapertura economica della Cina è stata al centro della scena di recente e di conseguenza le problematiche del settore immobiliare del Paese sono passate in secondo piano. Concentriamoci sulla crisi immobiliare.

Il mercato immobiliare cinese: dalle stelle alle stalle

Poco più di un anno fa, China Evergrande ha acquisito notorietà globale. Poco dopo che il secondo promotore immobiliare cinese ha ammesso di essere sotto una «enorme pressione» nonché a rischio di default, i media hanno pubblicato notizie di progetti non ultimati, pagamenti delle cedole mancati, investitori infuriati che pretendevano la restituzione del loro denaro alla reception dell'azienda. Considerata l'entità e l'importanza del settore immobiliare cinese – che secondo le stime rappresenta fino al 30 per cento del PIL cinese ed è spesso definito la seconda asset class al mondo – qualcuno ha addirittura ipotizzato una versione cinese del caso Lehman Brothers.

Promotori immobiliari sotto la lente: quando un modello di business indebitato affronta all'improvviso un controllo normativo

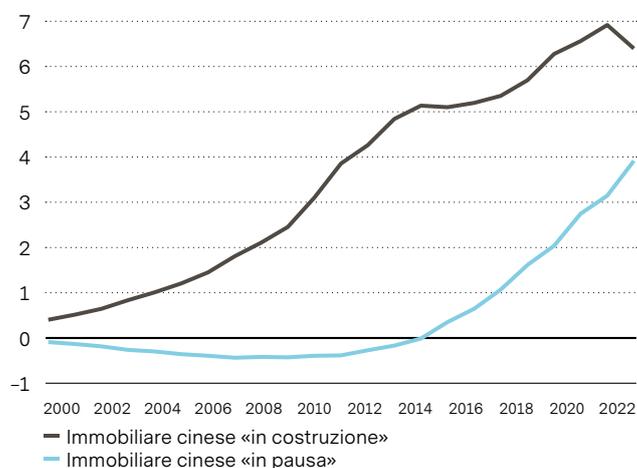
Le difficoltà economiche di Evergrande e degli altri developer non sono nate dal nulla. Da decenni ormai il modello di business di queste aziende in Cina consisteva nel raccogliere ampi quantitativi di capitale di debito per costruire proprietà sempre nuove. Nel caso di Evergrande, ad esempio, le passività rappresentavano oltre l'80 per cento degli asset totali. Ad agosto 2020 è stata poi introdotta la politica delle «tre linee rosse» e improvvisamente i developer hanno dovuto fare i conti con requisiti molto rigidi per poter contrarre dei finanziamenti. Di conseguenza molti developer, in assenza di finanziamenti, non sono stati in grado di ultimare, del tutto o nei tempi previsti, i progetti già venduti, il che ha scoraggiato ulteriori investimenti (cfr. grafico 1).

Come ha risposto la Cina?

Se da un lato gli enti di regolamentazione cinesi ribadiscono con insistenza l'intenzione di raffreddare il mercato immobiliare surriscaldato, sembra che alla fine dell'anno scorso ci sia stato un ripensamento. A novembre, ad esempio, è stato rivelato un piano in 16 punti che,

Grafico 1: Circolo vizioso: i developer senza finanziamenti non possono finire i progetti (già venduti)

In miliardi di metri quadri (cumulativo)



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

Nota: dati tratti da statistiche ufficiali cinesi. Di conseguenza il livello di partenza dell'immobiliare «in pausa» è ignoto. Questo determina un numero netto negativo per il periodo 2000 – 2014.

tra le altre cose, lasciava più margine alle banche per i finanziamenti ai developer. Inoltre, sia l'anticipo che i tassi di interesse dei mutui per i proprietari di case sono stati ridotti al fine di promuovere le vendite immobiliari. Poco più tardi, la People's Bank of China si è mossa sulla stessa linea: ha convocato i responsabili delle principali banche cinesi, li ha istruiti a concedere finanziamenti in maniera più attiva e ha promesso che avrebbe fornito loro circa USD 28 miliardi entro marzo 2023 per il rifinanziamento senza interessi di tali prestiti. Il recente abbandono della rigida politica cinese zero-Covid dovrebbe rappresentare un altro fattore positivo, che innescherà un aumento delle transazioni immobiliari con conseguenti maggiori ricavi per i developer. Tutto questo dovrebbe limitare il rischio di ulteriori default e interrompere il circolo vizioso tra lo stress finanziario per i developer e il calo delle vendite di immobili, almeno per ora.

E ora cosa succederà?

Nel 2023, i policymaker continueranno probabilmente a supportare il mercato immobiliare con un allentamento normativo e una politica monetaria espansiva. Ad oggi sembra sempre più probabile che i policymaker intendano allentare le restrizioni alle regole sui finanziamenti dei developer previste dalle «tre linee rosse».

Rimane tuttavia un grande interrogativo: le difficoltà strutturali che affliggono il mercato immobiliare cinese. Una di queste è il livello elevato di speculazione sul mercato. In un Paese in cui il tasso di possesso delle abitazioni si attesta su un impressionante 96 per cento (rispetto al 65 per cento negli USA), le case non vengono più solamente acquistate per viverci. Nel 2017, le seconde o anche terze proprietà rappresentavano oltre metà delle vendite nazionali cinesi. Di conseguenza i tassi di sfritto sono saliti alle stelle: si stima che circa un quinto degli appartamenti cinesi fosse vuoto nel 2021.

Al contempo, possedere un'abitazione sembra sempre più inaccessibile. Le cosiddette città «first tier» in Cina sono tra le più costose del mondo. Il rapporto tra i prezzi medi delle abitazioni e il reddito ha superato la soglia di 25 a Pechino a fine 2021, rispetto a circa 20 a Hong Kong e solamente sette negli USA.

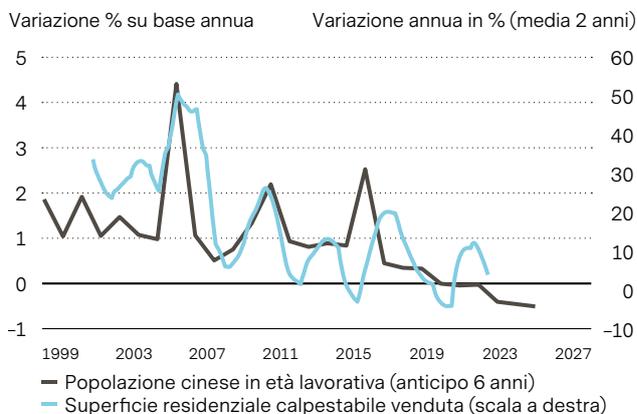
A questo si aggiungono tendenze demografiche sfavorevoli: secondo le Nazioni Unite, la popolazione cinese in età lavorativa calerà rapidamente a partire dal 2030, riducendosi di circa due terzi entro la fine del secolo. E questo andrà a penalizzare la domanda di acquisto di immobili (cfr. grafico 2).

Finché i policymaker non consentiranno una ristrutturazione completa, esiste il rischio che i problemi strutturali peggiorino a ogni ciclo immobiliare. Per una soluzione sostenibile a lungo termine, sembrano inevitabili una netta riduzione del debito, un aumento dei default, una recessione pronunciata e un supporto governativo significativo.

I segnali a cui gli investitori devono prestare attenzione

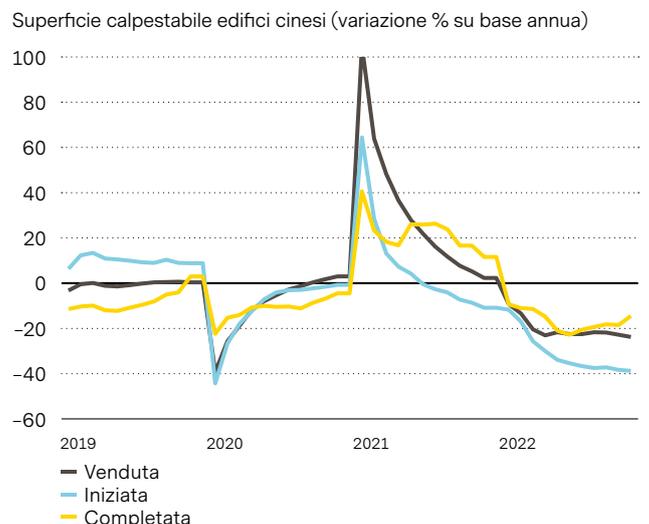
Ci sono alcuni parametri che indicherebbero una svolta o almeno un miglioramento della situazione. Uno di questi sarebbe certamente la ripresa dell'attività edile. In questo settore i recenti provvedimenti politici dovrebbero incentivare gli sviluppi immobiliari (cfr. grafico 3). Un altro indicatore importante è rappresentato dai prezzi delle abitazioni, che hanno iniziato a scendere nel Paese nel 2022. Infine, è necessario anche un recupero nelle vendite di immobili. Le transazioni immobiliari cinesi sono state scarse rispetto agli standard storici per tutto lo scorso anno e si sono indebolite ulteriormente, specialmente alla fine dell'anno.

Grafico 2: Il calo della popolazione in età lavorativa riduce la domanda di immobili



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafico 3: Tutti gli occhi puntati sull'attività immobiliare



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

8 Viewpoint



Un'occhiata più da vicino alle implicazioni delle sfide di oggi



Zeno Staub
Chief Executive Officer,
Vontobel

Guardando al futuro, dobbiamo prendere atto che molti dei problemi di oggi non potranno essere risolti in tempi brevi, e che portano con sé dei costi significativi. E questo metterà alla prova le società diversificate.

La lettera del CEO è stata pubblicata a dicembre 2022.

L'illusione che non si debba pagare un prezzo per il denaro, la sicurezza o l'energia è ormai andata perduta. Inoltre le bolle monetarie e fiscali che si erano venute a creare sono scoppiate: le principali banche centrali dei Paesi sviluppati si sono imbarcate in un doloroso iter di rialzi dei tassi di interesse e di graduale inasprimento quantitativo. La trascuratezza fiscale diffusa ha raggiunto il suo apice con il fallimento del mini-budget di Liz Truss, se non prima. Dobbiamo prendere atto che non ci sono più provvedimenti monetari o fiscali che possano essere usati per distribuire i costi delle sfide che ci attendono tra tutti i membri della società, o per dilazionare tali costi in futuro. Nell'opinione degli economisti, non si tratta di una crisi a forma di V, quanto piuttosto di U.

La crisi energetica innescata dalla guerra in Ucraina e le sue conseguenze sul prezzo dell'energia avranno un enorme impatto sulla gestione del problema dei cambiamenti climatici e sulla velocità alla quale potranno essere intrapresi i provvedimenti necessari. Inoltre il mondo sembra su un binario inarrestabile verso un'era multipolare. La rivalità strategica tra Stati Uniti e Cina evolve alla velocità della luce, da guerra commerciale, a guerra tecnologica, a guerra fredda. In considerazione dell'ultima tornata di sanzioni USA nel settore high tech e degli annunci riguardanti la leadership nel Partito Comunista cinese in occasione del 20° Congresso nazionale, non ci sono segnali che lasciano intravedere un'attenuazione di

queste tensioni. Come minimo, questi sviluppi comporteranno la ristrutturazione delle filiere globali e possibilmente una maggiore regionalizzazione e un potenziamento della resilienza. Nel breve periodo, la crisi dell'energia e la revisione dell'infrastruttura energetica da un lato e la ristrutturazione delle filiere dall'altro traineranno al rialzo i prezzi al consumo nell'Occidente e ridurranno l'output economico globale. Tutto ciò mentre la Cina, principale fornitore globale, sta ora allentando le restrizioni associate alla politica zero-Covid.

Tutto questo ha delle implicazioni per i consumatori dei principali Paesi occidentali. Aumenteranno le incertezze, il costo della vita salirà. In Europa, l'indicatore della fiducia dei consumatori è calato al livello minimo in oltre 25 anni. Negli USA, dove gli impatti diretti della guerra in Ucraina sono molto meno visibili, l'indice della fiducia dei consumatori ha perso fortemente terreno dal suo picco massimo di un anno fa. Questo si ripercuote su uno specifico insieme di persone, se interpellate in veste di elettori, come dimostrano i risultati delle elezioni in molte democrazie occidentali dove i margini politici sono aumentati. Si tratta di sviluppi trainati dagli elettori delle attuali classi medie, incentivati dalla paura di perdere il loro status e la prosperità acquisita.

Questa incertezza si riflette altresì nell'Edelman Trust Barometer, che viene ormai ampiamente citato da anni: secondo la maggioranza degli intervistati globali, il capitalismo nella sua forma attuale causa nel mondo più danni



che altro. E il 33 per cento degli intervistati in 21 democrazie è convinto che le economie pianificate a livello centrale funzionino meglio di quelle di libero mercato.

Negli ultimi anni molte di queste società hanno inoltre evidenziato enormi cambiamenti demografici: non sono più omogenee in termini di etnia, lingua o religione, e hanno dunque maggiori difficoltà a raggiungere il consensus nei loro processi democratici. Spesso sono caratterizzate da un costante invecchiamento della popolazione e devono affrontare difficoltà associate ai costi sanitari e alla distribuzione della ricchezza. Queste società devono ora affrontare dei problemi che, come ci insegna l'economia politica, sono notoriamente difficili da risolvere per le società diversificate. Stiamo parlando di soluzioni che creeranno un numero ridotto di perdenti noti e ben organizzati, a beneficio di un maggior numero di vincitori frammentati e politicamente disorganizzati in futuro. E come può funzionare?

Nel suo libro più recente intitolato «The Great Experiment—How to make diverse democracies work» Yascha Mounk, Professore di relazioni internazionali presso la Johns Hopkins University, fornisce alcuni interessanti spunti di riflessione che riassumerò qui. Affinché una società diversificata sia in grado di raggiungere un consensus politico stabile, le sue istituzioni e regole devono soddisfare una serie di condizioni:

- Crescente ricchezza pro-capite, con un tenore di vita dignitoso per la popolazione nell'intero spettro del reddito;
- uguaglianza meritocratica a livello di opportunità per tutti i suoi membri, basata sulla solidarietà sociale e la redistribuzione, ma senza una politica specifica per le minoranze che molto spesso erode il consensus sociale per la solidarietà;
- istituzioni stabili ed efficaci che godono della fiducia dei cittadini e offrono certezza legale e pari diritti; e
- mutuo rispetto, ad esempio tra i vincitori e i vinti nei processi democratici e verso le istituzioni che supervisionano il dibattito socio-politico.



Sta a ciascun individuo decidere dove le diverse società si collocano in riferimento a questi fattori di successo. Ad ogni modo l'articolo «Poor societies with some very rich people» pubblicato dal Financial Times offre ottimi spunti su questo tema, così come il lavoro del think tank USA Fund for Peace, con il suo indice Fragile States. Il fatto che la Svizzera abbia un punteggio elevato in molte di queste classifiche conferma la qualità delle sue istituzioni e delle norme che si sono sviluppate nei secoli. Quando è nata, la Svizzera era una nazione innovativa in termini di strutture: un sistema parlamentare con due camere, che offriva grande supporto alle regioni all'epoca più deboli, una democrazia diretta, strutture federali, sussidi per favorire la costruzione dello Stato dalle basi. All'inizio del Ventesimo secolo è stato introdotto un sistema moderno di tutela sociale, giusto in tempo per scongiurare eventuali prolungamenti dello sciopero generale.

Le società diversificate che vogliono rimanere democratiche si troveranno ad affrontare grandi difficoltà. Le soluzioni necessarie per gestire molti dei problemi imminenti comportano provvedimenti contrari alla massimizzazione dei benefici individuali a breve termine. In questo contesto sarà essenziale portare avanti un dialogo intensivo, aperto e onesto. Supporterò questo impegno con convinzione. Guardando al futuro, auguro a voi e alle vostre famiglie, partner e amici un 2023 felice, prospero e di successo.

La fine del ciclo di rialzi della Fed è imminente?



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

La dinamica ribassista dell'obbligazionario del 2022, in cui le banche centrali sono divenute sempre più aggressive con l'accelerazione dell'inflazione, è giunta al termine. Le nuove proiezioni relative al picco dei tassi di riferimento e alle tempistiche dei futuri tagli dei tassi saranno i principali fattori trainanti dei rendimenti obbligazionari nel 2023.

Il nostro outlook generale sul reddito fisso rimane neutrale. Abbiamo un rating di sovrappeso sui titoli di Stato e le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta forte, neutrale sulle obbligazioni corporate investment grade, sottopeso sulle obbligazioni high yield.

Il tasso sui Fed Fund si sta avvicinando a un livello considerato restrittivo

Secondo la teoria economica, sono necessari tassi di interesse reali a breve termine positivi affinché la politica monetaria restrittiva faccia rallentare l'economia e, per estensione, l'inflazione.

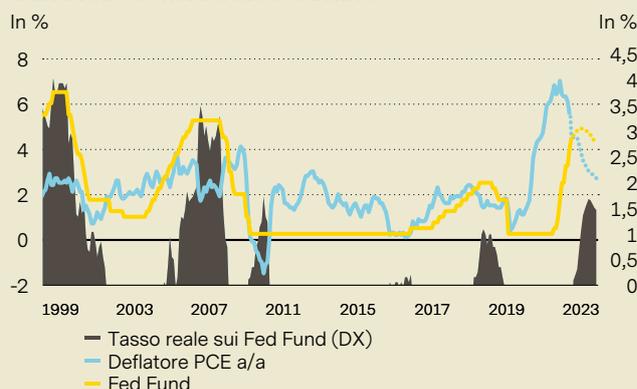
La Fed non ha mai interrotto i rialzi dei tassi fino a quando il tasso sui Fed Fund ha superato il suo indicatore d'inflazione preferito. Nel caso in cui le stime di consensus le spese di consumo siano in generale raggiunte e la Fed

alzi i tassi come previsto (cfr. grafico 1), il tasso reale sui Fed Fund diverrà positivo a febbraio 2023 e si avvicinerà al 2 per cento alla fine dell'anno. Ci aspettiamo che la Fed riduca i rialzi dei tassi. Il mercato sta scontando due rialzi di 25 punti base alle prossime riunioni, che porterebbero il tasso di riferimento al 5 per cento. Il mercato prevede dei tagli alla fine del 2023 ma i funzionari della Fed hanno dichiarato di voler mantenere i tassi elevati «più a lungo», fino a quando saranno convinti che l'inflazione si sta credibilmente avvicinando al target del 2 per cento. Questa discrepanza tra quello che il mercato sconta e quello che la Fed segnala è probabilmente la chiave alla direzione dei rendimenti per gran parte dell'anno. Da parte nostra propendiamo per la view di un probabile taglio dei tassi della Fed. Entro la metà dell'anno, i rialzi aggressivi dei tassi dovrebbero totalizzare circa 475 punti base, rendendo questo ciclo di rialzi il più rapido degli ultimi decenni. La conseguenza dovrebbe essere una crescita economica più ridotta con un calo dell'inflazione, che spingerà i rendimenti al ribasso e irripidirà la curva dei rendimenti.

In futuro, il principale fattore trainante dei rendimenti obbligazionari sarà l'evoluzione delle valutazioni sul picco dei tassi di riferimento e sulle tempistiche dei tagli dei tassi. La fase del ciclo economico in cui ci troviamo ora, in cui i tassi di interesse sono ancora in aumento ma l'inflazione mostra segnali di stabilizzazione o di declino, ha sempre favorito il debito sovrano dei Paesi sviluppati.

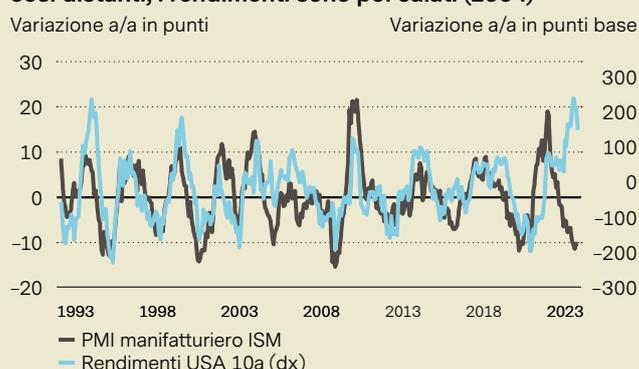
Per quanto riguarda i mercati del credito, manteniamo un approccio difensivo verso l'allocazione complessiva del credito rispetto ai titoli di Stato, mentre riteniamo meno interessanti gli spread dell'high yield. Le valutazioni delle obbligazioni dei mercati emergenti hanno una certa attrattiva e gli spread di breakeven offrono una protezione.

Grafico 1: Il tasso sui Fed Fund si sta avvicinando a un livello considerato restrittivo



Fonte: Bloomberg, Vontobel

Grafico 2: L'ultima volta che rendimenti e PMI sono stati così distanti, i rendimenti sono poi calati (1994)



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

Azioni dei mercati emergenti: il peggio è passato



—
Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel

L'indebolimento della crescita economica in Cina e la solidità del dollaro USA hanno penalizzato le azioni dei mercati emergenti negli ultimi due anni. Il recente abbandono della politica «zero-Covid» in Cina e la prevista fine del ciclo di rialzi dei tassi negli USA dovrebbero far migliorare la situazione. Abbiamo potenziato l'allocazione, modificandola in neutrale.

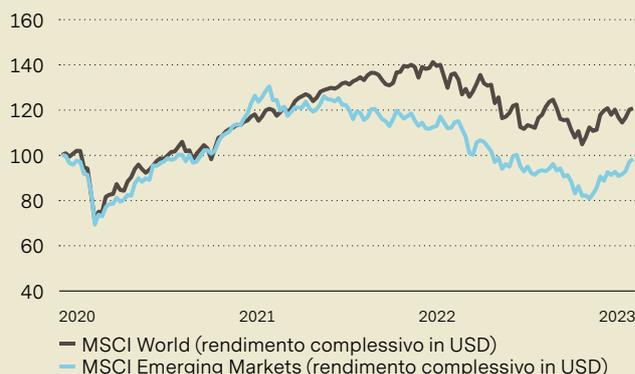
Nel lungo periodo, l'andamento positivo dell'azionario dei mercati emergenti è chiaro. L'aumento della popolazione e la ricchezza crescente stanno raggiungendo mercati finanziari oggetto di scarsi investimenti. Alcuni dovrebbero beneficiarne, grazie a utili aziendali più solidi e valutazioni azionarie più elevate. Tuttavia la storia recente ci ha dimostrato che non è così semplice.

La crescita economica è stata indebolita nei mercati emergenti, soprattutto in Cina, dal Covid-19 e dalle rigide politiche di lockdown. Ancora più critico è l'aspetto legato alla governance. Non solo gli azionisti hanno spesso subito diluizioni dovute agli incrementi di capitale, ma l'incertezza politica nei mercati emergenti ha allontanato molti investitori perché il governo gode spesso di un trattamento migliore rispetto agli azionisti. Entrambi gli aspetti, potrebbero rimanere in essere nel lungo periodo.

Nonostante questo, riteniamo che in un orizzonte di medio periodo il peggio della sottoperformance sia ormai alle nostre spalle. Negli ultimi due anni, i titoli dei mercati emergenti hanno perso circa il 20 per cento rispetto a quelli dei mercati sviluppati (cfr. grafico 1). Il punto di entrata potrebbe certamente essere peggiore, soprattutto perché anche le azioni dei mercati sviluppati hanno perso abbondantemente terreno lo scorso anno. Un aspetto positivo è rappresentato dalla valutazione interessante. Ma anche l'outlook a livello di fondamentali sta migliorando, o comunque non può peggiorare. Il sentiment dei consumatori in Cina è al minimo storico in ragione della politica zero-Covid del Paese, ma a fine 2022 il governo ha cambiato direzione. I dati ad elevata frequenza come i valori relativi ai passeggeri della metro hanno evidenziato un forte recupero, a conferma dell'effettiva riapertura della maggiore economia emergente. Anche la situazione normativa è migliorata, in primis nel mercato immobiliare. Il denaro ha ricominciato a fluire, l'accesso al nuovo credito per i promotori immobiliari è stato facilitato. Anche la stretta normativa sui grandi colossi tecnologici cinesi è stata allentata. Si tratta di eventi cruciali per l'indice delle azioni dei mercati emergenti, che oggi è composto da molti titoli tech, come negli USA. Il recupero dell'economia cinese dovrebbe a sua volta aiutare altri grandi mercati asiatici, come Taiwan e la Corea del Sud. Infine, anche il quadro generale globale dovrebbe evolvere. I livelli di inflazione stanno chiaramente calando, il che dovrebbe frenare la politica restrittiva della Fed. Questo potrebbe causare un indebolimento del dollaro, che in passato ha rappresentato un vento di coda per l'azionario dei mercati emergenti (cfr. grafico 2). Abbiamo dunque motivi a sufficienza per abbandonare il nostro posizionamento sottopesato sull'azionario dei mercati emergenti.

Grafico 1: L'azionario dei mercati emergenti in sottoperformance ormai da due anni

Indice (ribasato a 100)



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafico 2: Un dollaro USA più debole determina la sovraperformance dei titoli dei mercati emergenti

Indice (ribasato a 100)



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

Dottor Rame, è ora di controllare i battiti



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Il metallo rosso ha iniziato l'anno con il piede giusto, soprattutto grazie ai segnali positivi provenienti dalla Cina e ad altri fattori macroeconomici. In futuro il rally potrebbe proseguire, ma molto dipende da ciò che accadrà in Cina.

Il rame è tra i metalli di base più importanti. Non solo è impiegato in molte aree dell'economia mondiale – ad esempio per le reti elettriche, per i cantieri edili, le flotte automobilistiche – ma svolge anche un ruolo cruciale nella transizione energetica. Grazie alla sua adozione diffusa, la domanda di rame è spesso considerata un indicatore affidabile per prevedere lo stato di salute dell'economia globale (da qui il suo soprannome Dottor Rame).

Domanda in crescita vs. offerta in crisi

Considerando tutti gli ostacoli che hanno colpito l'economia mondiale nel 2022, non ci sorprende che il rame abbia fiutato la situazione registrando un calo del 14 per cento lo scorso anno. All'inizio di gennaio 2023 ha tuttavia superato USD 9'000 per tonnellata, il livello più alto raggiunto in sei mesi (cfr. grafico 1).

La ragione è da ricercare soprattutto in Cina e nei fattori macroeconomici. Non solo la Cina, avida consumatrice di

metalli, ha posto fine a quasi tre anni di provvedimenti rigidi a contenimento del virus, ma ha deciso anche di supportare il suo mercato immobiliare in crisi (cfr. sezione «Mercato in sintesi» a pag. 6). Oltre a questo, il rame ha beneficiato poi del picco inflazionistico negli USA, della speranza di una Fed meno aggressiva e dell'indebolimento del dollaro (come gran parte delle materie prime, il rame è valutato in dollari USA, pertanto l'indebolimento del biglietto verde lo rende più economico per gli acquirenti esteri).

Nel frattempo i mercati del rame affrontano numerose difficoltà sul fronte dell'offerta. In primo luogo, come per molte materie prime, i mercati del rame sono stati per anni oggetto di investimenti insufficienti. In secondo luogo, le scorte visibili di rame indicano che le riserve sono scese a livelli pericolosamente bassi. In terzo luogo, non vanno dimenticate le difficoltà specifiche dei singoli Paesi. Prendiamo ad esempio il principale produttore, il Cile, il cui output nel 2022 è stato frenato da problemi idrici e scioperi, o il secondo produttore, il Perù, che attualmente sta facendo i conti con i più gravi disordini sociali degli ultimi anni dopo che il presidente Pedro Castillo è stato costretto a lasciare l'incarico lo scorso anno.

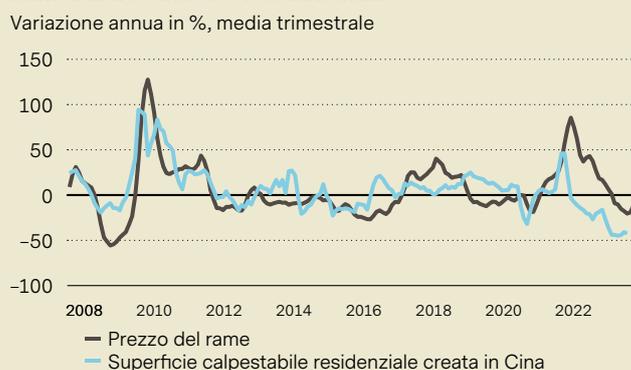
Tutte queste difficoltà sul fronte dell'offerta indicano considerevoli rischi al rialzo, con una possibile spinta ulteriore ai prezzi del rame nei prossimi mesi. Ad ogni modo, riteniamo che in definitiva la storia del rame sia strettamente collegata a quella della Cina. Se l'impegno del governo cinese ad aiutare il suo mercato immobiliare ha lanciato un salvagente ai promotori immobiliari e stabilizzato per ora la situazione, ci vorrà di più per accelerare i battiti del Dottor Rame (cfr. grafico 2).

Grafico 1: Il rame ha iniziato il 2023 con il piede giusto



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafico 2: Un'evoluzione positiva nel settore immobiliare cinese è fondamentale



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

Il dollaro USA potrebbe aver raggiunto il picco



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Dopo aver guadagnato circa il 25 percento dall'estate del 2021, il dollaro USA ha recentemente perso molto terreno. Sarà l'inizio di una nuova tendenza ribassista, o le forze che hanno spinto al rialzo il dollaro continuano a prevalere?

Lo scorso anno, la solidità del dollaro è stato il trend principale nei mercati valutari. Anche se i rapidi rialzi dei tassi della Fed e il ridimensionamento dei bilanci sono state probabilmente le forze principali a supporto del dollaro, il biglietto verde ha beneficiato anche degli afflussi nei beni rifugio all'inizio dell'anno. L'indice del dollaro ponderato su base commerciale della Fed rispetto alle valute chiave ha comunque guadagnato circa l'8 percento nel 2022, nonostante il generale indebolimento del dollaro verso la fine dell'anno.

Lo slancio di crescita negli Stati Uniti sta rallentando e dovrebbe continuare a farlo, e la Fed si trova probabilmente nelle fasi finali del suo ciclo di inasprimento. I differenziali di rendimento relativi si modificheranno di conseguenza offrendo un minore supporto al dollaro. Ne consegue che i venti di coda che hanno contribuito al rally del dollaro stanno lentamente scemando. Sotto il profilo delle valutazioni (sulla base del tasso di cambio

effettivo reale), il dollaro è fortemente sopravvalutato, altro elemento che potrebbe lasciar intendere un'imminente inversione di tendenza.

Siamo consapevoli che se l'economia USA dovesse entrare in una grave crisi, emergerebbe una domanda per il dollaro come bene rifugio. Lo riteniamo tuttavia uno scenario di rischio piuttosto che una conclusione scontata. Raramente la Fed ha irrigidito la sua politica monetaria così tanto da determinare un hard landing per l'economia statunitense.

E per quanto riguarda l'euro?

Le ragioni di scambio dell'Europa (l'indice utilizzato qui misura la performance relativa dei prezzi di esportazione e importazione delle materie prime) sono state danneggiate nel 2022 (cfr. grafico 2) dal netto incremento dei prezzi di importazione dell'energia. Questo ha avuto un impatto enorme sui saldi delle partite correnti, sull'inflazione, sui redditi disponibili, sull'euro. L'inverno sorprendentemente mite in Europa ha fatto da sfondo a un crollo dei prezzi del gas naturale. Il grave deterioramento delle ragioni di scambio che aveva tanto sfavorito l'euro la scorsa estate si è completamente invertito.

La crescita in Europa affronterà indubbiamente alcune difficoltà dovute all'inasprimento monetario, ma fino ad oggi i dati dal continente continuano a superare le aspettative e i trend futuri suggeriscono la necessità di una continua politica aggressiva da parte della Banca Centrale Europea. L'outlook dell'Eurozona sta migliorando ora che i prezzi dell'energia stanno calando, la Cina comincia a riaprire la sua economia e la Fed sembra rallentare i rialzi dei tassi. Una crescita sorprendentemente resiliente in Europa dovrebbe continuare a favorire l'euro.

Grafico 1: Il dollaro USA trade-weighted scende dai massimi



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafico 2: Il grave deterioramento delle ragioni di scambio ora completamente invertito



Fonte: Bloomberg, Citi, Vontobel

16 Previsioni

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.

PIL (IN %)	2021	2022	ATTUALE¹	CONSENSUS 2023	CONSENSUS 2024
Globale (G20)	5,6	2,5	3,0	1,9	2,6
Eurozona	5,3	3,3	0,3	0,0	1,3
USA	5,9	2,0	1,9	0,5	1,2
Giappone	2,3	1,3	1,5	1,3	1,1
Regno Unito	8,5	4,2	-0,3	-0,9	0,9
Svizzera	4,3	2,0	0,7	0,6	1,6
Australia	5,3	3,6	0,6	1,8	1,6
Cina	8,4	2,8	0,0	5,1	5,0

INFLAZIONE	2021	2022	ATTUALE²	CONSENSUS 2023	CONSENSUS 2024
Globale (G20)	3,5	7,3	6,6	5,2	3,4
Eurozona	2,6	8,4	9,2	5,9	2,3
USA	4,7	8,0	6,5	3,8	2,5
Giappone	-0,3	2,5	4,0	1,9	1,1
Regno Unito	2,6	9,1	10,5	7,1	2,5
Svizzera	0,6	2,9	2,8	2,1	1,2
Australia	2,9	6,5	7,3	5,1	3,0
Cina	0,9	2,0	1,8	2,3	2,2

TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %)	2021	2022	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
EUR	-0,50	2,00	2,00	3,15	2,98
USD	0,25	4,50	4,50	5,05	4,30
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,09	-0,07
GBP	0,25	3,50	3,50	4,20	4,00
CHF	-0,75	1,00	1,00	1,44	1,39
AUD	0,10	3,10	3,10	3,60	3,35
CNY	3,80	3,65	4,35	4,30	4,25

RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO, 10 ANNI (IN %)	2021	2022	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
EUR (Germania)	-0,2	2,6	2,18	2,36	2,12
USD	1,5	3,9	3,50	3,65	3,32
JPY	0,1	0,4	0,39	0,44	0,44
GBP	1,0	3,7	3,37	3,50	3,17
CHF	-0,1	1,6	1,22	1,51	1,52
AUD	1,7	4,1	3,45	3,67	3,31

TASSI DEI CAMBI	2021	2022	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS FINE 2024
CHF per EUR	1,04	0,99	1,00	1,00	1,02
CHF per USD	0,91	0,94	0,92	0,93	0,92
CHF per 100 JPY	0,79	0,72	0,71	0,73	0,74
CHF per GBP	1,23	1,12	1,14	1,14	1,14
USD per EUR	1,14	1,06	1,09	1,08	1,10
JPY per USD	115	130	130	130	125
USD per AUD	0,73	0,67	0,70	0,69	0,72
GBP per EUR	0,84	0,88	0,88	0,88	0,89
CNY per USD	6,37	6,91	6,79	6,80	6,68

MATERIE PRIME	2021	2022	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
Brent, USD per barile	79	86	88	89	88
Oro, USD per oncia troy	1'829	1'824	1'926	1'783	1'844
Rame, USD per tonnellata metrica	9'720	8'372	9'324	8'302	8'450

¹ Ultimo trimestre disponibile

² Ultimo mese disponibile, dati G20 solo trimestrali

Fonte: Vontobel, rispettivi uffici di statistica e banche centrali; al 23 gennaio 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 dunque 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 ad esempio verificarsi modifiche impreviste, ad esempio, a causa dell'emergere di pressioni competitive, variazioni nella domanda di prodotti di un emittente, sviluppi tecnologici, attività macro-economica, 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.

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 il produttore 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. I dettagli sulle modalità con cui trattiamo i vostri dati sono disponibili nella nostra attuale politica sulla privacy (vontobel.com/privacy-policy) e sul nostro sito web sulla privacy (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.

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

