

Vontobel

Investors' Outlook

Il caro petrolio

Ottobre 2023



3 Editoriale

4 Strategia d'investimento

Un settembre da ricordare?

6 Mercato in sintesi

L'orologio degli stimoli USA stringe

8 Viewpoint

Paradosso Cina

12 Asset class sotto la lente

16 Previsioni

Pubblicazione a cura di

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo

Editor

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

Autori*

Marc Bindschädler,
Client Portfolio Manager for mtX,
Conviction Equities Boutique,
Vontobel

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

Frequenza

Dieci edizioni l'anno
(prossima edizione novembre 2023)

Concept

MetaDesign AG

Grafica e realizzazione

Vontobel

Immagini

Gettyimages,
Vontobel

Termine ultimo per questa edizione

26 settembre, 2023

Commenti

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

Il caro petrolio



Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Cari lettori,

nel mese di settembre un vero e proprio fulmine a ciel sereno ha turbato le dinamiche di mercato.

Oltre alle preoccupazioni radicate in merito all'inflazione, alla recessione e alla possibilità che le Banche Centrali commettano l'errore di alzare i tassi di interesse in misura eccessiva e prolungata, l'economia globale e i policy-maker hanno dovuto fare i conti con un altro fattore: l'aumento dei prezzi del petrolio.

Arabia Saudita e Russia hanno esercitato il loro potere estendendo i tagli alla produzione di petrolio fino a dicembre. Hanno così dimostrato che le economie degli attuali e prospettici BRICS sono capaci di resistere e farsi sentire controllando i prezzi dell'energia, ricordandoci quanto è sottile la linea tra materie prime e politica.

Se da un lato gli asset rischiosi sono ancora ben supportati, l'impennata del petrolio potrebbe rivelarsi una doccia fredda per le Banche Centrali, che iniziavano a ritenere il calo dell'inflazione sufficiente a consentire una pausa nel ciclo di rialzi dei tassi più aggressivo degli ultimi quattro decenni.

Ma quali saranno le conseguenze? Il contesto attuale è cambiato. L'aumento dei prezzi dell'energia spazzerà via i progressi fatti nel contenimento dell'inflazione, facendo risalire i prezzi al consumo? Peserà sulla crescita economica? E la stagflazione – parola che nessuno vuole sentire – tornerà una possibilità concreta come ormai ipotizzano numerosi osservatori del mercato?

Anche se non temiamo (ancora) un aumento significativo dei prezzi, il caro petrolio ha già lasciato il segno sugli ultimi dati sull'inflazione. A nostro avviso, tuttavia, le Banche Centrali tenderanno a non considerare questi temporanei rialzi di prezzo – almeno per ora – perché si focalizzano principalmente sull'inflazione core, che si trova su una traiettoria calante. Alla riunione di settembre la Federal Reserve statunitense ha mantenuto invariati i tassi,

e se da un lato il Presidente Jerome Powell ha segnalato che i rialzi stanno per volgere al termine, dall'altro ha anche accennato la possibilità di un contesto di rialzo dei tassi per un periodo più lungo l'anno prossimo, dato che un atterraggio morbido dell'economia appare uno scenario sempre più plausibile.

Tuttavia, continuiamo ad aspettarci una recessione come regalo di Natale o postumi di Capodanno e riteniamo che i primi tagli saranno effettuati nel corso del 2024. La lotta all'inflazione ha un prezzo da pagare e l'economia sta già mostrando segnali di indebolimento. Riteniamo, inoltre, che il focus principale degli investitori passerà dall'inflazione alla crescita e all'imminente recessione, soprattutto perché i venti a favore che finora hanno spinto l'economia – i risparmi accumulati durante la pandemia, un mercato del lavoro sorprendentemente resiliente e lo stimolo fiscale – si affievoliranno lentamente.

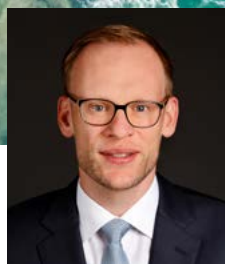
In questo Investors' Outlook, i nostri colleghi della Boutique Conviction Equities si chiedono se sia giunto il momento di separare la Cina dall'allocation azionaria sui mercati emergenti (ME), creando una posizione a sé stante, mentre analizzano il paradosso che vede il Paese simultaneamente dominante e sottorappresentato. Vi offriamo, inoltre, un quadro più chiaro sulla spesa fiscale negli Stati Uniti e sulla nostra decisione di non apportare modifiche al posizionamento attuale.

Indipendentemente dalla durata di questo rialzo del petrolio, riteniamo sia opportuno tenere una linea coerente mentre le sue ripercussioni si propagano nel sistema.

→ Webcast

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

4 Strategia di investimento



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Un settembre da ricordare?

Il mese di settembre è iniziato con una sorpresa inaspettata che ha poi dettato il tono dei successivi sviluppi di mercato del mese. L'annuncio dell'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC) di un'estensione volontaria dei tagli alla produzione fino alla fine dell'anno – più a lungo di quanto si aspettavano gli investitori – è servito a ricordare che la lotta all'inflazione ha un andamento volatile e non si è ancora conclusa.

Se analizziamo i prezzi al consumo negli USA notiamo che sono saliti al 3,7% ad agosto rispetto al 3,2% di luglio, mentre nell'Eurozona si sono attestati al 5,2%, un dato leggermente inferiore rispetto alle stime iniziali ma comunque ancora molto superiore all'obiettivo. Ma le conseguenze della politica monetaria non si sono ancora manifestate appieno sull'economia.

Questo significa che si sta lentamente ma inesorabilmente venendo a creare una situazione di stress, almeno sul fronte aziendale. Nei primi otto mesi del 2023, ben 69 società statunitensi sono entrate in default sui pagamenti del loro debito, un numero quasi triplicato rispetto all'anno precedente. Solo nel mese di agosto sono stati

registrati 16 default, il dato più alto dal 2009. E potrebbero essercene altri in arrivo.

La crescita economica globale rimane complessivamente debole e irregolare nelle varie regioni. Se da un lato gli Stati Uniti continuano a registrare risultati relativamente positivi, altri Paesi arrancano. L'economia cinese sta affrontando diversi ostacoli, dalla debolezza della domanda interna alla crisi del settore immobiliare. Anche l'Eurozona – e in particolare la sua maggiore economia, la Germania – si trova in una situazione di crisi.

Continuiamo a ritenere che la recessione stia per arrivare e che economisti e mercati siano eccessivamente ottimisti in merito alla crescita futura dell'economia. Questo significa che i policymaker delle Banche Centrali dovrebbero invertire la rotta prima del previsto.

Riteniamo adeguato il nostro attuale posizionamento di portafoglio e non vediamo ragioni per introdurre modifiche in questo momento. Per i dettagli della nostra asset allocation si rimanda a pagina 5.

	SOTTOPESO		NEUTRALE	SOVRAPPESO		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
1 Liquidità			→			Manteniamo la nostra posizione neutrale a livello di liquidità ma monitoriamo con attenzione il recente consolidamento del mercato e siamo pronti a cogliere eventuali opportunità quando si presenteranno.
2 Obbligazioni			→			Rimaniamo neutrali sul reddito fisso e manteniamo tutte le view sulle sub-asset class. Il sell-off registrato ad agosto dal mercato dei Treasury è stato parzialmente influenzato da un aumento delle emissioni obbligazionarie, ma la causa preponderante è stata la revisione, da parte del mercato, delle aspettative in merito alla traiettoria della politica monetaria. Poiché riteniamo che la Fed sia prossima a concludere il ciclo di inasprimento monetario più aggressivo degli ultimi 40 anni, i rendimenti obbligazionari dovrebbero infine muoversi al ribasso. Rimaniamo sovrappesati sui titoli di Stato, che dovrebbero beneficiare di un calo della crescita economica e dei tassi di interesse. Manteniamo un ridotto sovrappeso sulle obbligazioni dei ME in valuta forte, considerando gli spread interessanti e la nostra previsione di un deprezzamento del dollaro nel 2024. Manteniamo un approccio neutrale nei confronti delle obbligazioni investment grade e rimaniamo negativi sul segmento high yield, che a nostro avviso sconta uno scenario economico troppo ottimistico.
3 Azioni			→			Confermiamo il nostro posizionamento neutrale sui titoli azionari e manteniamo le nostre view a livello regionale, non solo perché prevediamo una recessione ma anche perché le Banche Centrali stanno sottraendo liquidità al sistema. Questo contesto, in genere, non favorisce l'azionario, così come i premi al rischio poco interessanti alla luce delle valutazioni piuttosto elevate. Le aspettative degli analisti ci appaiono un po' troppo ottimistiche, specialmente per l'azionario dell'Eurozona, dove siamo doppiamente sottopesati. L'Eurozona è più esposta ai settori ciclici rispetto ad altri mercati azionari sviluppati e, dunque, più esposta al rischio di revisioni. Nel contesto attuale preferiamo le regioni difensive, di alta qualità e in crescita strutturale che mostrano una buona prevedibilità a livello di utili. A nostro avviso, gran parte di queste qualità è ravvisabile negli Stati Uniti e in Svizzera, per cui ribadiamo il nostro posizionamento sovrappesato.
4 Oro				→		Poiché continuiamo a prevedere una recessione negli Stati Uniti verso la fine dell'anno e un taglio dei tassi da parte della Fed nel primo trimestre 2024, manteniamo il nostro leggero sovrappeso sull'oro, che dovrebbe beneficiare di un picco del dollaro statunitense e del calo dei tassi reali.
5 Materie prime			→			Di recente, le materie prime sono riuscite a recuperare in parte le loro perdite, trainate quasi esclusivamente dal complesso energetico (contrazione dell'offerta orchestrata dai produttori, mancanza di swing producer, incremento dei prelievi dalle scorte). L'estensione dei tagli alla produzione da parte dell'OPEC ha innescato timori in merito all'offerta e spinto i prezzi del petrolio sopra la soglia dei 90 dollari. Se da un lato i rischi di rialzo nel complesso energetico ci indurrebbero ad assumere un sovrappeso sulle materie prime, la nostra aspettativa di una recessione imminente negli Stati Uniti e di un calo dei rendimenti obbligazionari non gioca a favore di questa asset class ciclica, così come la continua debolezza dell'economia cinese (la Cina è un importante consumatore di materie prime). Manteniamo la nostra view neutrale sulle materie prime.
6 Strategie alternative			→			La nostra view negativa sui fondi alternativi e neutrale sull'immobiliare rimane invariata. Ne consegue un posizionamento neutrale sulle strategie alternative.

Variazioni mensili:

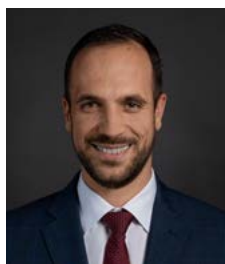
invariato →

in aumento ↗

in calo ↘

L'orologio degli stimoli USA stringe

Negli ultimi mesi non è passato giorno in cui non si sia parlato di una possibile recessione negli USA. Alcuni investitori hanno sottolineato la curva dei rendimenti nettamente invertita, altri l'indebolimento degli indicatori anticipatori come gli indici dei direttori degli acquisti. Altri ancora hanno citato la Federal Reserve di New York, i cui modelli prevedono una recessione con una probabilità del 60%. Ad ogni modo, la recessione più attesa di tutti i tempi non si è ancora materializzata.



Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel



Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

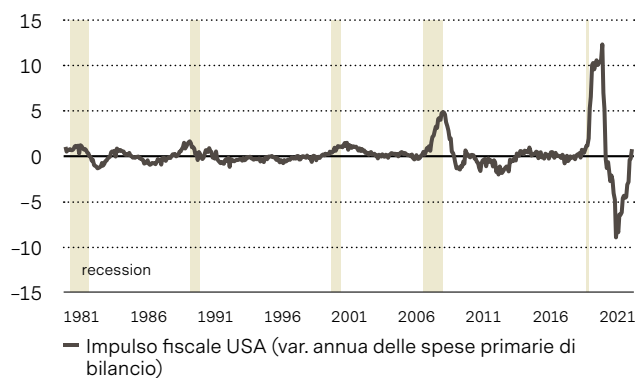
A prima vista, è facile capire i motivi alla base di questo ritardo. Innanzitutto, il mercato del lavoro è più solido del previsto e le aziende stanno tenendo i loro dipendenti o addirittura incrementando la forza lavoro. Anche i consumi privati si sono dimostrati più robusti rispetto alle attese. Ma c'è un terzo fattore che finora ha ricevuto scarsa attenzione: il supporto sotto forma di stimolo fiscale.

Questo stimolo fiscale è sorprendente; qualcuno potrebbe chiedersi se non sia giunto il momento di stringere la cinghia dopo i tagli fiscali introdotti dall'ex Presidente Donald Trump (avviati nel 2017) e i generosi pacchetti di incentivi legati alla pandemia (in essere dal 2020). È davvero necessaria una politica di incentivazione fiscale quando il mercato del lavoro mostra una tale resilienza? Guardando alla spesa pubblica, esclusi gli interessi passivi, l'impulso fiscale è divenuto positivo nel secondo trimestre del 2023, offrendo un forte stimolo alla crescita (grafico 1).

Ci sono diverse ragioni alla base del crescente deficit fiscale negli USA. Da un lato, «Zio Sam» ha dovuto affrontare considerevoli spese aggiuntive negli ultimi mesi, in particolare sul fronte dell'istruzione (condono del debito studentesco), della sanità (Medicare), della difesa nazionale (guerra in Ucraina) e della previdenza sociale. Inoltre, le entrate pubbliche non sono più abbondanti come in

Grafico 1: L'impulso fiscale USA è divenuto positivo nel T2 2023

In % del prodotto interno lordo



Fonte: LSEG, Vontobel

passato. Se da un lato gli USA hanno beneficiato di enormi plusvalenze (e delle imposte applicate sulle stesse), specialmente negli ultimi anni, il gettito fiscale ha registrato un'inversione con la performance eterogenea del mercato finanziario nel 2022.

Meno aiuti dallo Zio Sam in futuro

Nel 2024 potremmo vedere un ulteriore stimolo fiscale in ragione delle leggi di bilancio che sono già state approvate, come il Creating Helpful Incentives to Produce Semiconductors and Science Act (CHIPS Act), che mira a incentivare gli investimenti nella capacità di produzione interna di semiconduttori; l'Infrastructure Investment and Jobs Act, che si focalizza su strade, ponti e infrastrutture idriche; o l'Inflation Reduction Act, che promette investimenti nell'energia pulita e in ricerca e sviluppo. L'esito delle elezioni USA a novembre 2024 difficilmente influirà su queste leggi.

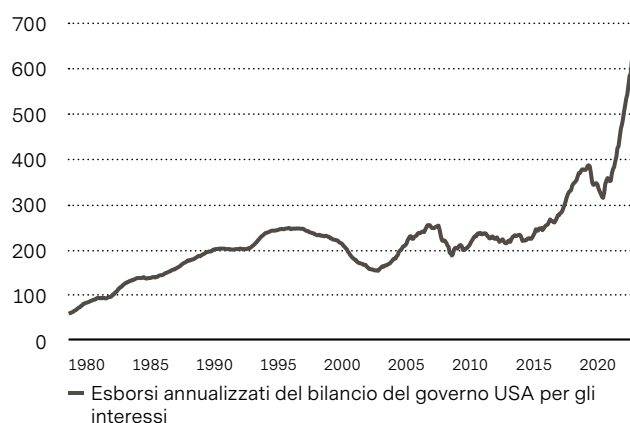
Ci aspettiamo, tuttavia, che lo stimolo fiscale raggiungerà presto il suo apice. Gli elettori statunitensi sono sempre più critici in merito al deficit spending. Da un sondaggio di Pew Research Center emerge che il 57% degli intervistati (contro il 45% del 2022) ritiene che ridurre il disavanzo di bilancio dovrebbe essere una priorità. In base ai dati, i Repubblicani ritengono la riduzione del deficit molto più importante (71%) rispetto ai Democratici (44%). Potrebbero, inoltre, esserci risparmi marginali associati al tetto del debito, a seguito della sua sospensione da parte del Congresso USA a giugno 2023. Con la decisione di giugno della Corte Suprema, che ha dichiarato incostituzionale la parziale cancellazione dei prestiti studenteschi – una delle promesse chiave della campagna elettorale di Joe Biden – i mutuatari hanno dovuto riprendere i pagamenti all'inizio di settembre. Secondo l'ufficio di bilancio, il provvedimento sarebbe costato 400 miliardi di dollari USA.

Inoltre, gli Stati Uniti si trovano a dover gestire un maggiore indebitamento e costi più elevati per il servizio del debito. Secondo il Treasury statunitense, gli esborsi per interessi annualizzati sono saliti a 628 miliardi di dollari USA a luglio 2023, dai 313 miliardi di aprile 2021. E questo lascia meno spazio per altre spese (grafico 2).

Poiché ci aspettiamo un calo dello stimolo fiscale nei prossimi mesi, che fornirà meno supporto all'economia statunitense, l'indebolimento dello slancio fiscale si affiancherà a una politica monetaria già molto restrittiva. Se la storia insegna qualcosa, non si tratta del contesto ideale per gli asset rischiosi. L'indice S&P 500 di norma si muove lateralmente nei 12 mesi che precedono le elezioni statunitensi, soprattutto a causa dello stallo fiscale pre-elettorale (grafico 3).

Grafico 2: Interessi passivi in aumento, con tassi e debito più elevati

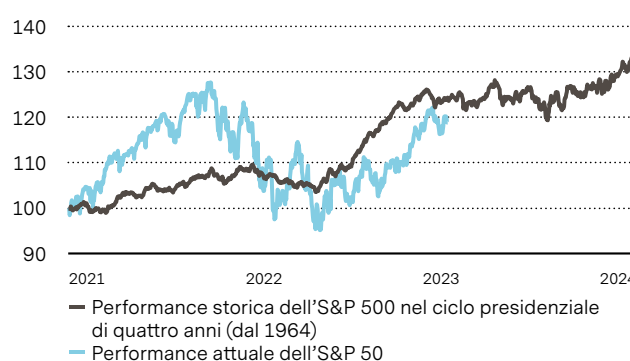
In miliardi di dollari USA



Fonte: LSEG, Vontobel

Grafico 3: L'azionario si muove lateralmente prima delle elezioni statunitensi

Indice



Fonte: LSEG, Vontobel. La performance passata non è indicativa della performance futura.



Paradosso Cina

Da quando la Cina ha iniziato ad aprire e riformare la sua economia, nel 1978, il PIL nazionale è cresciuto in media di oltre il 9% l'anno, e più di 800 milioni di persone sono uscite dalla povertà¹. Nel 2022, la Cina rappresentava poco più del 18,6% dell'economia globale, diventando il secondo Paese al mondo per PIL nominale dopo gli Stati Uniti². Quest'anno, il Fondo Monetario Internazionale prevede che poco più di un terzo della crescita economica globale provverrà dalla Cina.



Marc Bindschädler

Client Portfolio Manager for mtX,
Conviction Equities Boutique,
Vontobel

Mentre nell'ultimo decennio abbiamo assistito al «paradosso cinese» relativo al suo mercato azionario (che ha registrato un rendimento annualizzato pari a +4,3% nel periodo 31.12.2011 – 31.12.2022³) che non ha tenuto il passo con la crescita del PIL (+6,6% annualizzato nello stesso periodo³), le borse di Shanghai e Shenzhen sono cresciute notevolmente in termini di capitalizzazione e importanza. Con una capitalizzazione di mercato combinata pari a USD 11'600 miliardi, le borse di Shanghai e Shenzhen sono ora le seconde al mondo, dopo le borse statunitensi NYSE e NASDAQ e la loro capitalizzazione di mercato combinata di USD 44'400 miliardi⁴.

Dal 2011 la ponderazione delle azioni cinesi all'interno dell'indice MSCI Emerging Market è più che raddoppiata, passando dal 15,3 al 30,8%⁵. Tuttavia, poiché i mercati dei capitali cinesi non sono ancora completamente accessibili agli investitori internazionali, la capitalizzazione di mercato delle azioni quotate a Shanghai e Shenzhen è ponderata in base a un fattore di allocazione pari a solo il 20%. Se questo fattore fosse portato al 100%, la ponderazione della Cina all'interno dell'indice MSCI EM salirebbe al 44%, il che significa che rappresenterebbe quasi la metà dell'indice. Ciò evidenzia un secondo paradosso del mercato azionario cinese: è dominante, ma allo stesso tempo sottorappresentato.

Negli ultimi tre anni, tuttavia, la politica e l'economia cinesi sono cambiate. L'attuale obiettivo del presidente Xi Jinping sembra essere quello di creare una base sostenibile per la continua espansione dell'influenza globale della Cina e di sfuggire alla «trappola del reddito medio» per mezzo di un'economia in grado di generare un maggiore valore aggiunto e offrire migliori condizioni di vita ai propri cittadini (prosperità comune). Negli ultimi anni abbiamo assistito a dure repressioni nei confronti di importanti società tecnologiche, come Alibaba, a dimostrazione del fatto che la disuguaglianza di ricchezza e le posizioni di mercato dominanti delle società private non sono viste di buon occhio. Allo stesso tempo, sembra crescere l'interesse per un'economia socialista pianificata. Ciò si traduce in una ristrutturazione del PIL che si allontana dagli investimenti infrastrutturali e immobiliari a favore di

determinati settori industriali strategici e nell'aumento dei consumi della classe media nazionale. Questa ristrutturazione – che comporterà probabilmente un inferiore tasso di crescita futuro – genera comprensibilmente incertezza e insicurezza in molti investitori occidentali.

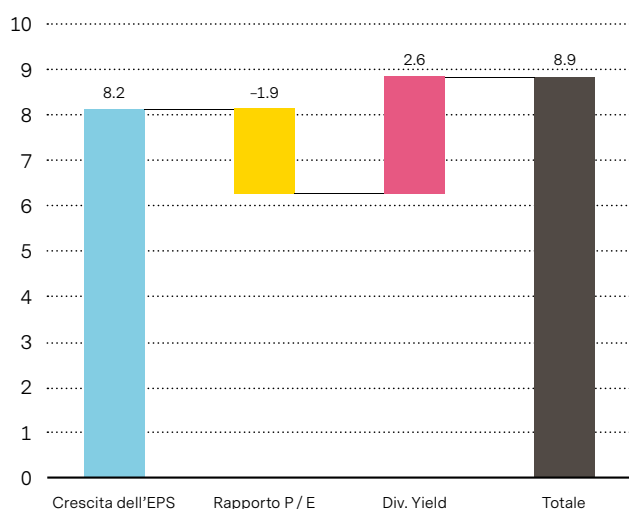
Cinque tipi di risposta degli investitori

In seguito a questi fenomeni contrapposti e alla loro interpretazione, gli investitori sono sempre più alla ricerca di modi diversi per inserire la Cina all'interno del proprio portafoglio. L'approccio «plain vanilla» – che prevede l'adozione di un quadro di riferimento globale rispetto alle azioni dei ME in cui è inclusa la Cina – comincia a essere messo in discussione. In base alle nostre conversazioni con gli investitori di tutto il mondo, si stanno delineando cinque approcci generali:

- 1. Assumere il pieno controllo:** molti investitori desiderano avere il pieno controllo della loro esposizione alle azioni cinesi e stabiliscono pertanto un obiettivo nell'ambito della loro asset allocation strategica complessiva. In questo modo è possibile modificare il livello di esposizione in base al grado di fiducia, che può aumentare o diminuire. Ciò implica di separare la Cina dal portafoglio globale complessivo dei ME, come se si disponesse di un'allocazione alle azioni statunitensi a sé stante insieme a un portafoglio azionario globale escl. USA. Sebbene il ragionamento sia sensato, l'adozione di un approccio simile all'interno di un portafoglio attivo non è stata semplice negli ultimi anni, poiché la disponibilità dei prodotti è risultata limitata.
- 2. Limitare l'esposizione:** un'interpretazione più prudente o una minore propensione al rischio possono indurre gli investitori a limitare la ponderazione ai livelli attuali. Analogamente alla prima opzione, questo approccio consente all'investitore di assumere il controllo, fissando di fatto un tetto all'esposizione all'azionario cinese all'interno del proprio portafoglio complessivo. È possibile ottenere efficacemente il controllo del livello di esposizione all'azionario cinese separando la Cina dall'azionario dei ME globale.

Grafico 1: Scomposizione del rendimento – Indice MSCI EM ex-China

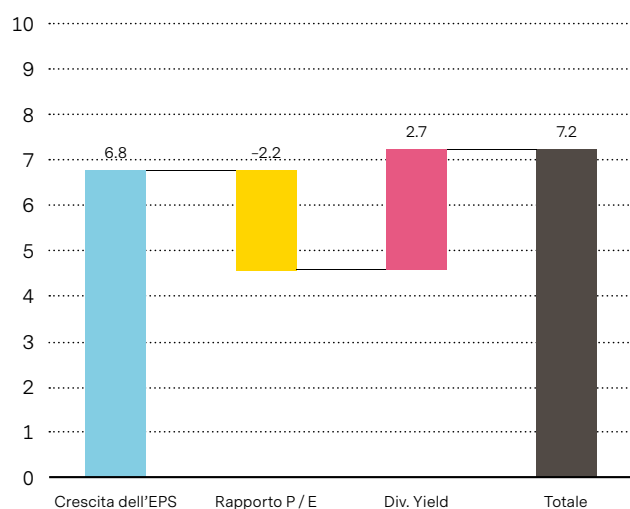
Rendimento annuo in USD (2002 – 2022), in %



Fonte: Vontobel Asset Management, al 31 maggio 2023

Grafico 2: Scomposizione del rendimento – Indice MSCI EM

Rendimento annuo in USD (2002 – 2022), in %



Fonte: Vontobel Asset Management, al 31 maggio 2023

3. Ridurre l'esposizione: alcuni investitori con un orientamento di lunghissimo termine si aspettano livelli inferiori di crescita economica cinese, in seguito al deterioramento dei dati demografici e a opportunità di crescita strutturale relativamente migliori in altri Paesi emergenti, quali India e Indonesia. Pertanto, stanno decidendo consapevolmente di ridurre la loro esposizione alla Cina. Ancora una volta, la separazione della Cina dall'azionario dei ME globale rende quest'opzione più fattibile dal punto di vista operativo.

4. Mantenere lo status quo: in questo scenario, l'investitore ha esaminato le problematiche e decide di continuare a investire in un portafoglio dei ME globale che include la Cina. Ciò garantisce i seguenti scenari: un fattore di inclusione per le azioni cinesi prossimo al 100% e un mercato azionario cinese ancora più dominante sia nel benchmark che nello stesso portafoglio dell'investitore.

5. Nessuna esposizione: la quinta e più estrema opzione consiste nella rimozione totale dei titoli cinesi dal portafoglio del cliente. Secondo la nostra esperienza, questo tipo di approccio è raro e, una volta adottato, tende a dipendere da opinioni etiche su temi quali l'autocrazia, le violazioni dei diritti umani, la libertà di espressione e la sorveglianza sociale dei cittadini. In questo approccio, le considerazioni in merito ai

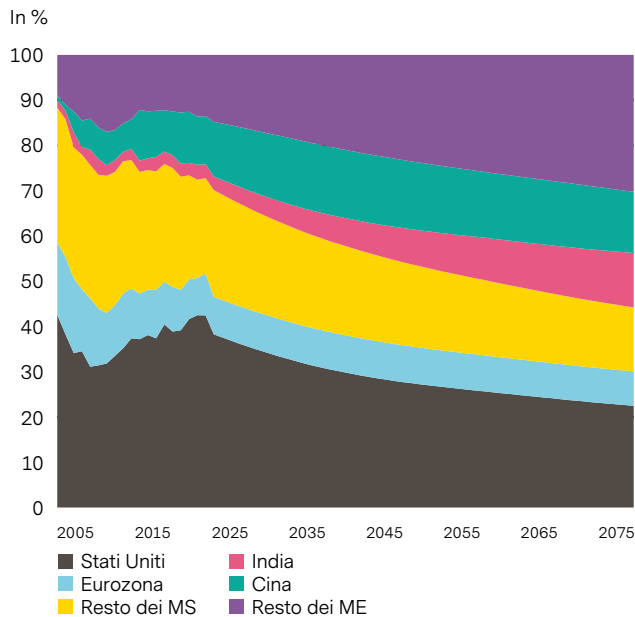
rendimenti sono saldamente in secondo piano nella mente dell'investitore, vale a dire che la possibile perdita di rendimento viene accettata consapevolmente.

La performance passata dei ME escl. Cina è in grado di incoraggiare gli investitori?

Modificare la struttura del proprio portafoglio azionario dei ME è una decisione importante e, per farlo, è utile considerare prima di tutto come si è comportato in passato l'approccio ME escl. Cina.

Cominciamo con l'esaminare il rendimento annualizzato per il periodo 2002 – 2022 (in USD): l'indice MSCI EM ha registrato un rendimento dell'8,9% rispetto al 7,2% dell'indice MSCI EM ex-China⁶, il che ha senso vista la forte crescita dell'economia cinese in termini sia assoluti che relativi durante il periodo in esame. Scomponendo il rendimento – nelle componenti utili per azione, crescita degli utili, variazione del rapporto P/E e dividend yield – si nota che le valutazioni sono diminuite di ben il 2% l'anno, sia con la Cina che senza di essa. Dato che una crescita inferiore giustifica una valutazione inferiore, ciò si spiega con la diminuzione (o addirittura l'eliminazione definitiva) del premio di crescita di tutti i ME rispetto ai Paesi sviluppati durante questo periodo.

Grafico 3: Quota di capitalizzazione del mercato globale per regione / Paese



Fonte: Goldman Sachs Investment Research, «The Path to 2075»

Inoltre, negli ultimi cinque anni, l'indice MSCI EM ex-China ha registrato una volatilità leggermente superiore. Si può quindi affermare che, storicamente, il passaggio a «ex-China» non si è rivelato vincente. Detto questo, è impossibile prevedere il futuro cambiamento del profilo di rischio/rendimento dei ME escl. Cina.

Escludere la Cina non cancella necessariamente la sua influenza

Potremmo ottenere alcune indicazioni in merito allo sviluppo a lungo termine di un approccio relativo ai ME escl. Cina tramite l'analisi del legame tra crescita demografica prevista, crescita economica e capitalizzazione del mercato azionario. Mentre la popolazione cinese si sta riducendo, si prevedono decenni di forte crescita demografica per nazioni come India, Pakistan, Nigeria e Indonesia. Le economie con popolazioni in crescita dovrebbero registrare una crescita economica più sostenuta e – dato che il PIL pro-capite comporta

un aumento del reddito e della ricchezza, che a loro volta verranno investiti in azioni tramite gli attivi pensionistici – la capitalizzazione di mercato delle borse potrebbe addirittura aumentare in modo sproporzionato rispetto alla crescita della popolazione. Questo scenario vedrebbe l'India superare la Cina in termini di capitalizzazione a partire dal 2050 circa e i suddetti Paesi godrebbero di una ponderazione maggiore all'interno dell'indice MSCI EM⁷. Tuttavia, è bene tenere presente che Paesi emergenti come la Nigeria e il Pakistan non sono accessibili a molti investitori professionali o non hanno ancora un mercato azionario conforme agli standard istituzionali.

Le importazioni e le esportazioni da e verso l'Occidente sono, nel complesso, ancora più importanti per la maggior parte delle economie emergenti di quelle da e verso la Cina. Inoltre, dalla pandemia di Covid, il ciclo economico cinese non è più correlato a quello degli altri Paesi, il che a sua volta ha ridotto la sensibilità degli utili aziendali alle variazioni dei profitti e dell'attività economica in Cina. Tuttavia, qualora gli investitori decidessero di rinunciare alla Cina nel loro approccio ai ME – interamente o in parte – non devono dimenticare quanto la sua economia sia intrecciata con quella globale e con quella degli altri ME. Si consideri che la Cina è oggi il principale partner commerciale per quasi tutti i Paesi dell'Asia, del Sud America e dell'Africa. In Cile, ad esempio, le esportazioni di rame rappresentano il 15% del PIL e due terzi sono destinati alla Cina⁸.

Non esiste una risposta giusta o sbagliata alla domanda: qual è l'approccio più adatto? Quando si valuta come includere la Cina in un portafoglio dei ME, tale decisione di investimento – come per qualsiasi altra – deve avere senso per l'investitore e corrispondere alle singole condizioni e convinzioni. Nel complesso, siamo contrari a eliminare completamente le azioni cinesi dai portafogli dei ME, data l'importanza della Cina per l'economia mondiale. Sebbene gli ultimi anni siano stati difficili per il mercato azionario cinese, eliminare del tutto l'esposizione al secondo mercato mondiale rappresenta, a nostro avviso, un gesto estremo. Tuttavia, l'offerta di soluzioni escl. Cina consente ai clienti di assumere il controllo e di prendere decisioni in materia di allocazione adatte alla loro situazione individuale. Leggi l'articolo completo [qui](#).

¹ As measured by the CSI 300 Index. Fonte: [The World Bank](#), April 20, 2023

² Fonte: [IMF](#), May 1, 2023

³ Fonte: Vontobel Asset Management, Bloomberg, al 31 luglio, 2023

⁴ Fonte: [Statista](#), al 30 aprile, 2023

⁵ Fonte: MSCI, Bloomberg, al 31 luglio, 2023

⁶ Fonte: Vontobel Asset Management, Factset, al 31 maggio, 2023

⁷ Fonte: Goldman Sachs Investment Research, The Path to 2075—Capital Market Size and Opportunity, 8 giugno, 2023

⁸ Fonte: [S&P Global Ratings](#)

Ricalibrare le aspettative



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Confermiamo la nostra view positiva sull'obbligazionario high grade e manteniamo un approccio difensivo nei confronti dell'allocazione creditizia, con una posizione neutrale sulle obbligazioni investment grade e un orientamento di sottopeso sull'high yield.

Il sell-off registrato ad agosto dal mercato dei Treasury è stato parzialmente influenzato da un aumento delle emissioni obbligazionarie. Tuttavia, la causa preponderante è stata la revisione, da parte del mercato, delle aspettative in merito alla traiettoria della politica monetaria. Nell'arco di un mese, il rendimento dei Treasury USA a dieci anni è salito di oltre 30 punti base passando dal 4% all'attuale 4,36% – un picco che non si vedeva dal 2007. Da allora è aumentato ancora di più. Tale incremento è in gran parte attribuibile a un aumento dei rendimenti reali (grafico 1).

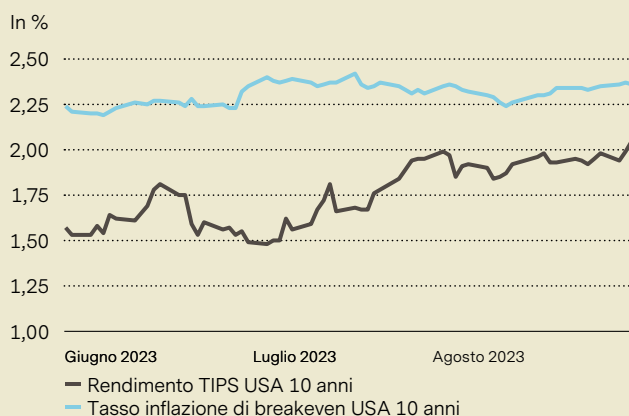
Le prospettive per la crescita economica sono rimaste solide e i rendimenti hanno reagito alle sorprese positive sul fronte della crescita, tralasciando quelle negative sul fronte dell'inflazione. La Fed è probabilmente vicina a concludere il ciclo di inasprimento della politica monetaria più aggressivo degli ultimi 40 anni. A nostro avviso,

i tassi di interesse negli Stati Uniti sono oggi sufficientemente restrittivi da riportare l'inflazione all'obiettivo del 2% della Banca Centrale. La nostra view costruttiva sul reddito fisso si basa sulla previsione di un approccio meno aggressivo da parte della Fed, che a nostro avviso si tradurrà in un «bull steepening» della curva dei rendimenti.

I fondamentali creditizi continuano a indebolirsi

Nonostante l'indebolimento dei fondamentali creditizi e l'aumento dei default, negli ultimi mesi le obbligazioni corporate hanno avuto un andamento positivo. Alle valutazioni attuali, tuttavia, non risultano molto interessanti. Considerando gli spread contratti, gli investitori non sono adeguatamente remunerati per tutto ciò che potrebbe andare storto nei prossimi 9–12 mesi. Con il deterioramento della qualità creditizia, le prospettive di extra rendimento sono quindi scarse. I profili creditizi più deboli rimarranno tali, con pressioni sempre più intense sui margini lordi e sugli interessi passivi e l'avvicinamento delle scadenze. Gli indici di copertura degli interessi sono calati da livelli elevati (grafico 2), a riflesso di un significativo aumento degli interessi passivi che stanno crescendo a un ritmo che non si vedeva da due decenni. L'indice di copertura degli interessi è un indicatore finanziario che aiuta a stabilire quanto facilmente una società sarà in grado di pagare gli interessi passivi sul debito in circolazione. Un indice di copertura elevato indica che la società è in grado di rimborsare agevolmente gli interessi, perché dispone di un EBIT significativo in rapporto agli interessi passivi. Un indice ridotto indica, invece, l'opposto e suggerisce un potenziale stress finanziario in caso di flessione degli utili.

Grafico 1: Rendimenti reali USA vicini al record su 15 anni*



Fonte: Bloomberg, Vontobel

* Sell-off dell'obbligazionario trainato dai rendimenti reali, non dall'inflazione

Grafico 2: Copertura degli interessi in netto calo



Fonte: Bloomberg, Vontobel

La qualità e le caratteristiche difensive per attutire il colpo



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Settembre, che fa sempre da sfondo a rendimenti scarsi sul mercato azionario, anche quest'anno non si è smentito. I mercati azionari, che hanno in gran parte chiuso in territorio negativo, hanno evidenziato una grande volatilità in termini di performance. L'aumento dei prezzi dell'energia ha ulteriormente aggravato la situazione, innescando speculazioni in merito a una possibile seconda ondata di inflazione e alla prospettiva di un aumento dei tassi di interesse per un lungo periodo, come previsto dalla Fed nella sua ultima riunione.

Questi fattori hanno ulteriormente penalizzato i mercati azionari. In assenza di catalizzatori, gli occhi degli investitori sono ora puntati sulla prossima stagione degli utili che si aprirà ad ottobre, e che sta già mostrando qualche segnale di indebolimento. Se sarà così, bisognerà rivedere le prospettive di crescita degli utili per il 2024, stimate in media a oltre il 10% per gran parte dei mercati e considerate da molti troppo ambiziose.

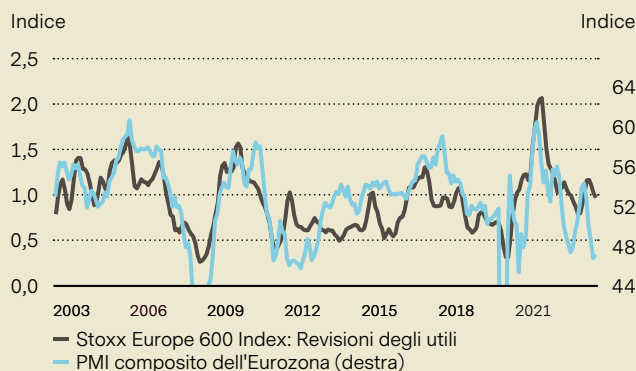
Una posizione neutrale

Rimaniamo fedeli alla nostra decisione di agosto di ridurre il nostro storico sovrappeso sull'azionario, portandolo a neutrale. A nostro avviso, le dinamiche macroeconomiche e le conseguenti decisioni delle Banche Centrali saranno d'ora in avanti i principali fattori trainanti dei mercati azionari. Su questo fronte, riteniamo che i cicli di inasprimento stiano volgendo al termine. Pertanto, riteniamo che, con un orizzonte di investimento di nove mesi, una view costruttiva sull'azionario sia giustificata. A livello regionale, rimaniamo focalizzati sulle società di qualità, difensive e con una solida prevedibilità degli utili, caratteristiche individuabili in Svizzera e negli Stati Uniti. In Europa, la debolezza nei settori manifatturiero e dei servizi conferma il deterioramento del contesto macroeconomico. Gli indicatori anticipatori per il settore manifatturiero sono scesi sotto la soglia di 50 punti, lo spartiacque tra crescita e contrazione. Inoltre, c'è ancora un sostanziale divario nelle revisioni degli utili, che potrebbero rivelarsi particolarmente deludenti (grafico 1).

Favorendo le azioni svizzere

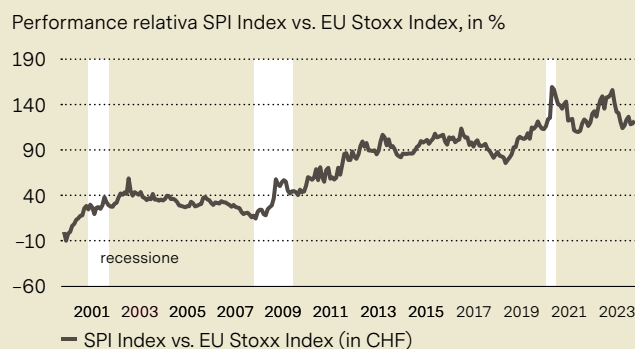
Il rischio di recessione si è intensificato in Europa: la Germania, principale economia della regione, è già entrata in una recessione tecnica. L'azionario svizzero rappresenta una copertura efficace nei periodi di stress economico o, ancor peggio, di recessione. Questo, insieme ai dividendi stabili e ai riacquisti di azioni che rendono oltre il 5% l'anno, rende l'azionario svizzero un'asset class attualmente senza rivali (grafico 2). La Cina, in mancanza di un'azione decisiva da parte del governo centrale per risolvere la crisi del settore immobiliare, non presenta al momento alcun catalizzatore. Per ulteriori dettagli si rimanda a pagina 5.

Grafico 1: Azionario europeo – netto deterioramento del contesto macro



Fonte: IBES, LSEG, Vontobel

Grafico 2: Azionario svizzero – copertura eccellente in fase di recessione



Fonte: Bloomberg, Vontobel

Gettare benzina sul fuoco



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

La decisione annunciata dall'OPEC all'inizio di settembre di estendere i tagli alla produzione di petrolio fino alla fine del 2023 ha colto alla sprovvista gli investitori, che avevano previsto un'estensione per un solo mese.

Il calo delle scorte e l'assenza di swing producer favoriscono la tesi rialzista

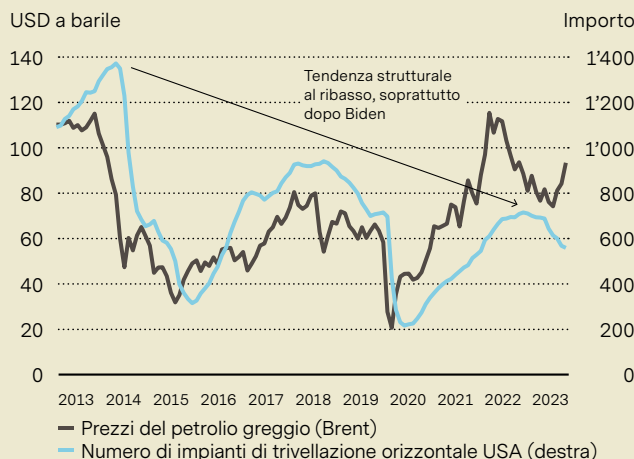
Le preoccupazioni legate alla carenza di offerta – la US Energy Information Administration ha già prospettato la possibilità di un calo delle scorte a metà settembre – hanno spinto a fine mese i prezzi del petrolio ben sopra la soglia di 90 dollari a barile. A parte le scorte regolari, anche la riserva strategica di petrolio (ossia la riserva di emergenza mantenuta dal Dipartimento dell'Energia degli Stati Uniti) inizia a dare segnali d'allerta: dopo che il governo statunitense ha attinto ripetutamente alla riserva, le scorte si attestano attualmente a soli 351 milioni di barili. L'ultima volta che le scorte hanno raggiunto un livello altrettanto basso è stato all'inizio degli anni Ottanta. È piuttosto improbabile che i produttori di petrolio di scisto statunitensi possano essere d'aiuto. Il numero di piattaforme orizzontali, considerato un indica-

tore anticipatore della produzione futura, è su una traiettoria ribassista strutturale ormai da anni (grafico 1). Nel frattempo, gli Stati Uniti hanno già incrementato la produzione petrolifera. Se i dati del Dipartimento dell'Energia sono attendibili, per il 2024 non c'è da aspettarsi molto altro petrolio. Dopo che numerosi speculatori si sono scottati negli ultimi mesi, il posizionamento non è ancora estremamente rialzista.

Il grande «ma»: recessione, Cina, politica

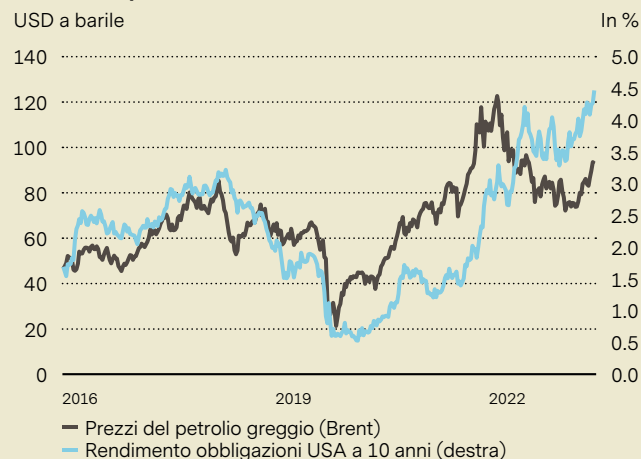
Nonostante i rischi di rialzo nel complesso energetico, abbiamo deciso di mantenere la nostra view neutrale sulle materie prime per diverse ragioni. In primo luogo, continuiamo a prevedere una recessione negli Stati Uniti e un calo dei rendimenti obbligazionari. E questo, in genere, non è un contesto che favorisce le materie prime (grafico 2). In secondo luogo, l'economia cinese è ancora debole (la Cina è un importante consumatore di materie prime). In terzo luogo, le scorte di petrolio dell'OPEC rimangono superiori alla media di lungo periodo. È, inoltre, da valutare se i Democratici tollereranno quotazioni petrolifere elevate alla vigilia delle elezioni, fornendo un solido incentivo ad attingere nuovamente alla riserva strategica. Nel frattempo, la produzione di petrolio iraniana sta aumentando, dopo mesi di quiete diplomazia. Per il Venezuela è attualmente in fase di discussione una possibile esenzione dalle sanzioni. Infine, anche il cartello dell'OPEC sta camminando su una linea sottile, perché la cura migliore per i prezzi elevati sono proprio i prezzi elevati. La distruzione della domanda non è nell'interesse del cartello.

Grafico 1: Gli swing producer probabilmente non saranno di aiuto



Fonte: LSEG, Vontobel

Grafico 2: Le nostre convinzioni macro non favoriscono le materie prime



Fonte: LSEG, Vontobel

Contro ogni aspettativa



Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Nonostante avessimo previsto un contesto più difficile per il dollaro nella seconda metà dell'anno, il biglietto verde ha continuato a dimostrare notevole solidità.

Lo US Dollar Spot Index ha messo a segno una ripresa significativa, guadagnando quasi il 6% dopo essersi avvicinato a un picco minimo di 100 a luglio. Nonostante questo recupero, l'indice continua a scambiare nel range annuale compreso tra 99 e 106, a un livello superiore rispetto alla media mobile a 50 e 200 giorni (grafico 1). La media mobile a 50 giorni indica i trend di breve/medio periodo, mentre la media mobile a 200 giorni riflette i trend di lungo periodo.

Contrasti economici

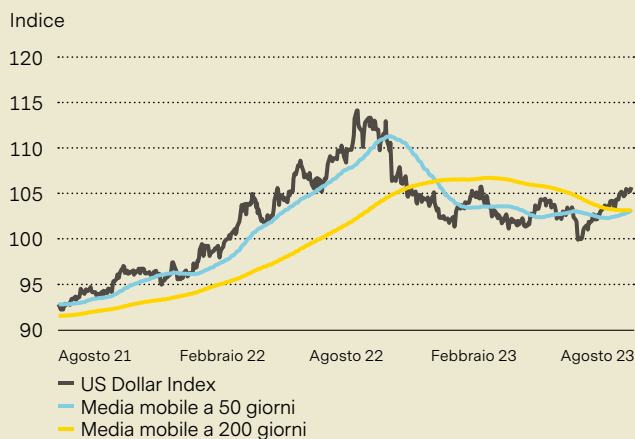
L'economia statunitense ha mostrato una solidità notevole di recente, in netto contrasto con i dati economici deludenti dall'Eurozona e con le preoccupazioni diffuse per lo stato dell'economia cinese. Se da un lato i tassi di interesse USA a breve termine potrebbero aver raggiunto il picco, o quasi, la natura controciclica del dollaro significa che una crescita globale scarsa potrebbe continuare a supportarlo nell'immediato futuro. Su un orizzonte più lungo, tuttavia, il biglietto verde dovrebbe deprezzarsi. Il

dollaro è ancora sopravvalutato rispetto al tasso di cambio a parità di potere d'acquisto, da sempre un indicatore attendibile della traiettoria futura della moneta.

Troppo presto per abbandonare l'outlook positivo per l'euro

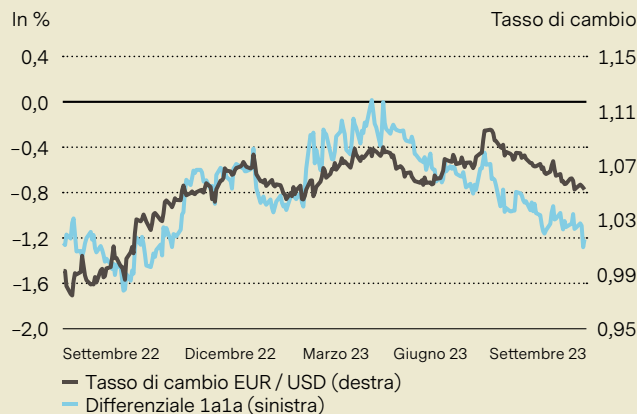
L'euro ha attraversato un paio di mesi difficili: ha ceduto più del 5% dal picco di luglio e il 2% dall'inizio di settembre, senza contare il calo nei differenziali dei tassi euro-dollaro (grafico 2). Questa variazione è in parte attribuibile ai dati economici dall'Eurozona, che hanno disatteso le aspettative. Inoltre, la crisi della Cina rappresenta una minaccia più significativa per l'Eurozona, rispetto agli Stati Uniti. La resilienza dell'euro potrebbe essere messa temporaneamente alla prova se il flusso di notizie continuerà ad essere negativo. In base ai nostri dati e alle nostre analisi attuali, prevediamo che l'economia statunitense potrebbe evidenziare un rallentamento più marcato verso la fine dell'anno. Questo sviluppo rinvigorisce il nostro outlook ottimistico sul tasso di cambio euro-dollaro, suggerendo un potenziale rafforzamento dell'euro rispetto al dollaro.

Grafico 1: Il dollaro USA continua a dimostrare solidità



Fonte: Bloomberg, Vontobel

Grafico 2: Calo dei differenziali di tasso euro-dollaro



Fonte: Bloomberg, Vontobel

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	ATTUALE ¹	CONSENSUS 2023	CONSENSUS 2024
Globale (G20)	5,6	2,6	3,3	2,5	2,2
Eurozona	5,3	3,5	0,5	0,5	0,8
USA	5,9	2,1	2,5	2,0	0,9
Giappone	2,3	1,1	1,6	1,8	1,0
Regno Unito	8,5	4,0	0,4	0,4	0,5
Svizzera	4,3	2,0	0,6	0,8	1,3
Australia	5,3	3,6	2,1	1,6	1,4
Cina	8,4	3,0	6,3	5,1	4,5

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

TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %)	2021	2022	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
EUR	-0,50	2,00	4,00	3,89	3,47
USD	0,25	4,50	5,50	5,55	4,65
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,07
GBP	0,25	3,50	5,25	5,55	5,05
CHF	-0,75	1,00	1,75	1,94	1,71
AUD	0,10	3,10	4,10	4,20	3,65
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	2,73	2,43	2,30
USD	1,5	3,9	4,47	3,87	3,60
JPY	0,1	0,4	0,75	0,71	0,75
GBP	1,0	3,7	4,26	4,23	3,75
CHF	-0,1	1,6	1,08	1,13	1,04
AUD	1,7	4,1	4,34	3,96	3,49

TASSI DEI CAMBI	2021	2022	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
CHF per EUR	1,04	0,99	0,96	0,97	0,99
CHF per USD	0,91	0,94	0,91	0,89	0,89
CHF per 100 JPY	0,79	0,72	0,61	0,64	0,67
CHF per GBP	1,23	1,12	1,11	1,12	1,15
USD per EUR	1,14	1,06	1,06	1,09	1,13
JPY per USD	115,00	130,00	148,00	140,00	132,00
USD per AUD	0,73	0,67	0,64	0,66	0,70
GBP per EUR	0,84	0,88	0,87	0,87	0,87
CNY per USD	6,37	6,91	7,30	7,20	7,00

MATERIE PRIME	2021	2022	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
Brent, USD per barile	79	86	94	85	87
Oro, USD per oncia troy	1'829	1'824	1'927	1'966	2'015
Rame, USD per tonnellata metrica	9'720	8'372	8'194	8'400	8'800

¹ Ultimo trimestre disponibile

² Ultimo mese disponibile, dati G20 solo trimestrali

Fonte: Vontobel, rispettivi uffici di statistica e banche centrali; al 22 settembre 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

