

100
years | Empowering
Investors

Vontobel

Investors' Outlook

Nevermind – non badare al rumore

Giugno 2024



3 Editoriale

4 Strategia d'investimento

Ascoltando il ritmo economico

6 Mercato in sintesi

Ritorno agli anni Novanta?

10 Asset class sotto la lente

14 Previsioni

17 Riferimenti

Glossario e fonti



Pubblicazione a cura di
Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo

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

Autori*
Stefan Eppenberger,
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel
Frank Häusler,
Chief Investment Strategist,
Vontobel
Michaela Huber,
Cross-Asset Strategist,
Vontobel
Christopher Koslowski,
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel
Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Vontobel
Dan Scott,
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Frequenza
Dieci edizioni l'anno
(prossima edizione luglio 2024)

Concept
MetaDesign AG

Grafica e realizzazione
Vontobel

Immagini
Gettyimages,
Vontobel

Termine ultimo per questa edizione
6 giugno, 2024

Commenti
* Cfr. «Conferma degli analisti» in
«Informazioni legali» a pagina 15

Nevermind – non badare al rumore



Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Cari lettori,

il mese scorso il vecchio adagio del mercato azionario «sell in May and go away» si è rivelato più un mito che un mantra. Tutti i mercati azionari mondiali hanno raggiunto i massimi storici, lasciando gli investitori più prudenti in preda alla frustrazione.

La resilienza delle azioni ha rispecchiato le aspettative sui tagli dei tassi d'interesse che dovrebbero rinvigorire la crescita, dati economici che hanno acceso la speranza di un soft landing¹ e utili aziendali solidi trainati dall'entusiasmo per l'Intelligenza Artificiale (IA).

Nel contesto di questo momentum rialzista, alcuni investitori si chiedono se sia opportuno prepararsi per un consolidamento, poiché il recente rally dell'azionario rende il mercato più suscettibile a eventuali prese di profitto. La strada potrà rivelarsi accidentata, ma la nostra view sull'azionario rimane costruttiva. Dai segnali forniti dagli utili trimestrali, emerge che le società sono piuttosto in forma. A destare preoccupazione, piuttosto, è l'onere del debito pubblico.

Come abbiamo discusso nell'edizione del mese scorso, alla luce dei cambiamenti strutturali sul fronte dell'inflazione e della situazione geopolitica è oggi necessario orientarsi verso gli asset reali e sembra che anche gli investitori se ne stiano rendendo conto, come dimostrano le serie record messe a segno da oro, rame e azioni. Nell'ambito delle materie prime, i prezzi del rame sono sostenuti ulteriormente dalle limitazioni dell'offerta nel contesto di una domanda solida legata agli investimenti infrastrutturali, alle iniziative per l'energia green e alla generazione di energia trainata in parte dall'IA. Simili dinamiche domanda/offerta interessano anche il cacao, per il quale le sfide legate al clima hanno un ruolo cruciale.

La Banca Centrale Europea (BCE) ha iniziato a tagliare i tassi d'interesse in occasione della riunione di giugno, pur astenendosi dall'impegnarsi su un particolare percorso di tassi. Ha anche rivisto al rialzo le previsioni sull'inflazione. Nel frattempo, la Federal Reserve USA (Fed) rimane in fase di attesa, ponderando con attenzione le tempistiche delle modifiche da apportare alla politica monetaria. I tagli della Fed potrebbero arrivare più tardi di quanto originariamente previsto, ma si stanno avvicinando – pertanto i mercati rimangono sostenuti.

Gli anni Novanta sono stati noti per molte cose: la nascita di Internet e l'espansione di numerose aziende che oggi sono marchi enormi (si pensi a Starbucks e Amazon, tra i tanti), e la crescita della musica hip hop e grunge, tra cui l'uscita dell'iconico album dei Nirvana, «Nevermind». Ma è stato anche un decennio in cui l'economia USA ha affrontato a diversi rialzi dei tassi senza scivolare in recessione.

In questo Investors' Outlook, troverete un approfondimento sul contesto economico odierno rispetto a quello degli anni Novanta (vediamo parallelismi ma anche importanti differenze), una discussione sui prezzi del cacao e una disamina sui titoli legati all'IA e le relative valutazioni.

La mappa tradizionale dei mercati sta per essere ridisegnata, e l'adattabilità sarà una caratteristica fondamentale. Proprio come la musica e la tecnologia hanno aperto nuovi orizzonti, chi si spingerà oltre i confini tradizionali potrebbe scoprire delle gemme nascoste.

→ Webcast

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

¹ Vedere «Glossario e fonì» a pagina 17



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Ascoltando il ritmo economico

Le principali tendenze economiche osservate a maggio sono rimaste in gran parte allineate con quelle di aprile. Le divergenze regionali hanno continuato a plasmare lo scenario economico globale.

L'economia statunitense ha mantenuto la sua relativa resilienza, evidenziando un'attività solida rispetto all'Europa e alla Cina, che risultano invece più deboli. I trend dell'inflazione seguono un andamento simile: l'Eurozona e la Svizzera hanno fatto ampi progressi nel controllare l'inflazione, mentre gli USA continuano a fare i conti con pressioni sostenute sui prezzi.

Come abbiamo già rilevato, un fattore chiave da monitorare è la capacità del consumatore statunitense di continuare a sostenere l'economia. Il tanto atteso report sull'occupazione mensile del Bureau of Labor Statistics statunitense, pubblicato il mese scorso, ha mostrato l'incremento più ridotto degli ultimi sei mesi: il numero di occupati nel settore non agricolo è salito di sole 175'000 unità ad aprile, rispetto alle 240'000 previste dagli economisti. Il tasso di disoccupazione è passato dal 3,8% al 3,9%.

Dunque, anche se il mercato del lavoro USA rimane solido rispetto agli standard storici, gli ultimi dati lasciano intravedere un indebolimento. Considerando che il debito delle famiglie è aumentato di USD 184 miliardi nel primo trimestre e che i consumatori sono rimasti sempre più indietro nei pagamenti, la domanda sorge spontanea: stanno forse comparando le prime crepe che anticipano danni più gravi all'economia?

Mentre gli ultimi dati sulla fiducia dei consumatori hanno inaspettatamente recuperato dopo tre mesi di cali, le vendite al dettaglio hanno subito un rallentamento. Resta da vedere se questa tendenza potrebbe avere un impatto sulla crescita economica complessiva nei prossimi mesi.

In mancanza di un nuovo catalizzatore, l'attività economica dovrebbe continuare a cavarsela. Per quanto riguarda la politica monetaria, ci aspettiamo che la Fed seguirà la scia delle altre banche centrali; a nostro avviso, taglierà i tassi meno di quanto originariamente previsto ma più di quanto scontano attualmente i mercati. Per i dettagli della nostra asset allocation si rimanda a pagina 5.

	SOTTOPESO		NEUTRALE	SOVRAPPESO		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
1 Liquidità		→				Manteniamo il sottopeso sulla liquidità, poiché riteniamo che in un orizzonte d'investimento di 9-12 mesi i rendimenti delle asset class supereranno quelli della liquidità.
2 Obbligazioni		→				Manteniamo una view di leggero sottopeso sull'intera asset class del reddito fisso. Riteniamo che il miglioramento dello scenario macroeconomico nel medio termine tendenzialmente favorisca le asset class più cicliche, come azioni e materie prime, a discapito del reddito fisso. Manteniamo il sovrappeso sui titoli di Stato e sul debito dei mercati emergenti in valuta forte. Rimaniamo sottopesati nelle obbligazioni investment grade.
3 Azioni				→		Manteniamo il sovrappeso sulle azioni. Siamo consapevoli che la Fed taglierà i tassi più avanti di quanto inizialmente previsto; tuttavia, riteniamo che l'entità degli interventi potrebbe essere più significativa rispetto alle attese dei mercati. Inoltre, riteniamo che i principali indicatori economici globali, come i Purchasing Managers' Index (PMI), possano migliorare ulteriormente nei prossimi mesi. Sul fronte dell'inflazione, non prevediamo particolari rischi di una seconda ondata e ciò dovrebbe continuare a sostenere le azioni come asset class. A livello di singole sottoclassi di asset, manteniamo il sovrappeso sulle azioni statunitensi, sulla scia di una stagione dei risultati del primo trimestre che ha confermato sorprese molto positive sul fronte degli utili, soprattutto nel settore tecnologico. Per quanto riguarda le azioni di Eurozona e Svizzera, restiamo neutrali. Rimaniamo neutrali sulle azioni giapponesi e su quelle dei mercati emergenti.
4 Oro				→		Manteniamo una view positiva sull'oro, nonostante abbia toccato un nuovo massimo storico il mese scorso e rimanga una delle migliori asset class da inizio 2024. Malgrado l'aumento dei rendimenti reali statunitensi, la persistente forza del dollaro e la retorica aggressiva della Fed, il metallo giallo continua a battere un record dopo l'altro. Ciò è dovuto in parte al suo profilo di «investimento rifugio», alla solida domanda proveniente dai principali mercati retail, ai crescenti rischi geopolitici legati all'escalation in Medio Oriente, nonché alla forte domanda delle banche centrali, soprattutto nei mercati emergenti.
5 Materie prime			→			Rimaniamo neutrali. Riteniamo che la riaccelerazione dell'economia mondiale potrebbe fornire ulteriore impulso a questa asset class ciclica. A nostro avviso i mercati sottovalutano il potenziale di stimoli da parte del governo cinese. Crediamo anche che l'asset class potrebbe trarre beneficio dal vento di coda derivante dai maggiori rischi geopolitici.
6 Strategie alternative			→			Rimaniamo neutrali su fondi alternativi e settore immobiliare. Nei fondi alternativi apprezziamo i titoli collegati alle assicurazioni, che tendono ad avere una bassa correlazione con i mercati finanziari tradizionali (perché la loro performance è legata a specifici eventi assicurativi) e possono, dunque, contribuire a ridurre il rischio complessivo del portafoglio.

Ritorno agli anni Novanta?

Gli anni Novanta vengono ricordati con una vena nostalgica, perfino dai giovani che non possono avere memoria diretta di questo decennio fondamentale. Nel 1993 venne presentata al pubblico una misteriosa invenzione chiamata «world wide web», con il suo tono di connessione indimenticabile, ma Internet era ancora ben lontano dall'essere una costante della nostra vita quotidiana. E se i telefoni cellulari già esistevano dagli anni Ottanta, la loro funzione principale era ancora quella – per l'appunto – di telefonare. La cultura pop era onnipresente ed era incarnata da band come i Backstreet Boys e le Spice Girls che dominavano le classifiche insieme a film e serie TV iconici come Titanic, Forrest Gump e Friends. Ma il decennio è passato alla storia anche per un'altra caratteristica, forse più interessante per quanti di noi operano nel settore finanziario: le autorità monetarie USA riuscirono in un'impresa straordinaria: l'economia statunitense assorbì una lunga serie di rialzi dei tassi d'interesse senza scivolare in recessione (grafico 1).





Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel



Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Negli ultimi due anni gli investitori hanno monitorato le conseguenze economiche dei rapidi rialzi dei tassi d'interesse, ponderando al contempo diversi scenari di recessione, e il paragone con gli anni Novanta appare sempre più calzante.

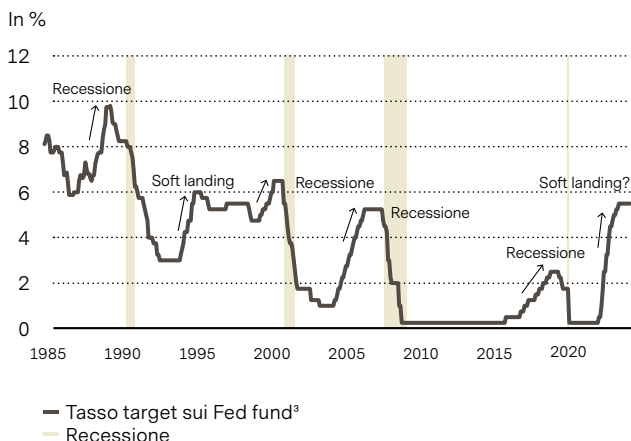
Negli anni Novanta l'economia statunitense smentì gli indicatori anticipatori, ad esempio i PMI manifatturieri, che avevano previsto una recessione. A rendere possibile il soft landing di quel periodo fu probabilmente l'aumento della produttività incentivato dalla diffusione dei computer (grafico 2). Questa maggiore produttività è stata accompagnata da una considerevole crescita dei salari. L'Employment Cost Index, l'indicatore salariale favorito dalla Fed, salì del 2,5% su base annua nel quarto trimestre 1995, per arrivare quasi al 5% al volgere del millennio. Nonostante i salari più elevati, la tanto temuta spirale salari-prezzi² non si materializzò mai: l'inflazione core USA passò dal 5,5% circa all'inizio del 1990 a meno del 2% a fine 1999.

Le analogie

È sicuramente possibile tracciare dei parallelismi con gli anni Novanta. Stando agli indicatori anticipatori, la recessione dovrebbe materializzarsi a breve: in base ai dati dell'Institute for Supply Management USA, sia il settore manifatturiero che quello dei servizi sono in contrazione. Eppure, ad oggi non c'è (ancora) traccia di recessione. Inoltre, come negli anni Novanta, negli ultimi anni si è investito molto in ricerca e sviluppo (R&D), e oggi come allora sono soprattutto gli operatori privati ad attingere alle loro risorse, fornendo un contributo cruciale alla crescita economica (grafico 3). Questo crea terreno fertile per un altro boom della produttività innescato dalla tecnologia.

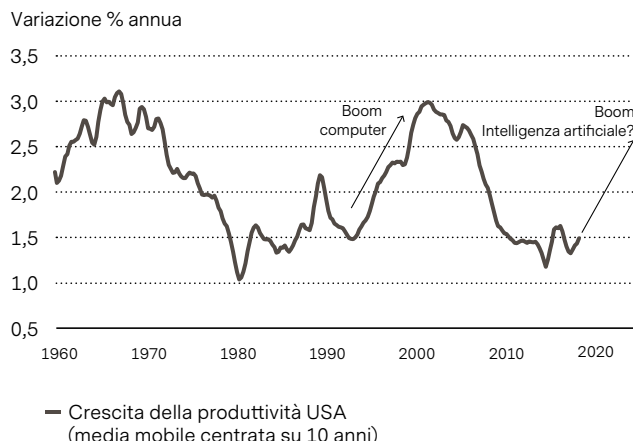
Dopotutto la disponibilità ad abbracciare e implementare le nuove tecnologie è aumentata, e questo potrebbe consentire alla storia di ripetersi. Nel 1999, a Netflix ci sono voluti 3 anni e mezzo per raggiungere il milione di utenti. A Facebook sono serviti 10 mesi per raggiungere lo stesso livello nel 2004 e Spotify l'ha raggiunto in soli cinque mesi nel 2008. A ChatGPT sono bastati solo cinque giorni nel 2022.

Grafico 1: Il soft landing di metà anni Novanta è stato l'eccezione che conferma la regola



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 13 maggio 2024.

Grafico 2: Negli anni Novanta l'economia ha assorbito i rialzi dei tassi grazie a una maggiore produttività



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 13 maggio 2024.

Le differenze

Nonostante tutto l'entusiasmo per l'IA l'euforia non appare (ancora) eccessiva. Lo si evince ad esempio dalla riduzione delle offerte pubbliche iniziali (IPO) delle società statunitensi. Una possibile spiegazione è che i grandi colossi tecnologici stanno acquisendo le società minori. Questo «passaggio secolare» dalle IPO alle acquisizioni, spesso ad opera di grandi società tecnologiche, è stato oggetto di uno studio del 2023: i ricercatori hanno rilevato che la percentuale di start-up sostenute da venture capital che sono state acquistate (piuttosto che quotarsi) è salito dal 10% circa al 90% negli ultimi tre decenni⁴.

Un'altra differenza è che la crescita dei posti di lavoro è oggi limitata principalmente al settore pubblico o parastatale, mentre negli anni Novanta interessava principalmente il settore privato. Secondo l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), il settore pubblico svolge un ruolo importante nelle economie avanzate: poiché impiega circa un lavoratore su cinque, ha un impatto significativo sulla produttività nazionale⁵. Possiamo ipotizzare che questo settore sia meno produttivo di altri per l'assenza di incentivi e i livelli elevati di burocrazia.

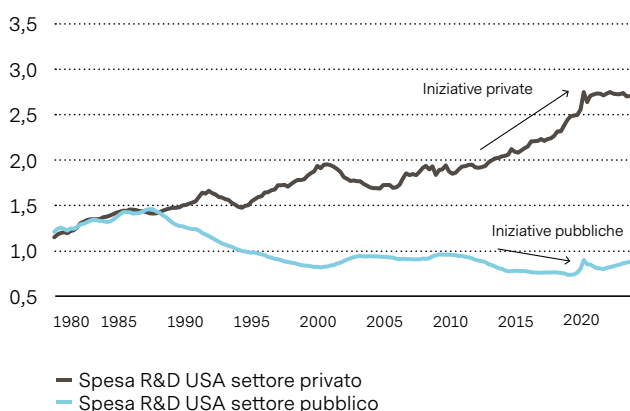
Un altro punto: la libertà economica negli USA è in calo da anni, secondo l'Index of Economic Freedom della Heritage Foundation⁶. Nel 1995 l'indice era poco sotto i 77 punti; nel 2006 ha raggiunto il picco di 81 e oggi si attesta sui 70. Questo significa che le condizioni si sono deteriorate rispetto agli anni Novanta (perfino in un Paese noto per la sua innovazione come gli Stati Uniti). Sicuramente gli USA sono ancora una destinazione chiave per l'innovazione – ma oggi la burocrazia è molto maggiore.

Oggi non è cambiato solo il panorama di business, ma anche il contesto inflazionistico. Il mercato del lavoro è molto più contratto rispetto agli anni Novanta (la domanda di manodopera supera abbondantemente l'offerta). Questa carenza nel mercato del lavoro implica dei rischi al rialzo per l'inflazione salariale e primaria.

Dalla crisi finanziaria globale, la globalizzazione che aveva caratterizzato gli anni Novanta si è trasformata in quella che alcuni chiamano «slowbalizzazione» – per usare le parole del Fondo Monetario Internazionale, il mondo ha evidenziato un costante rallentamento nel ritmo delle riforme commerciali e un supporto politico ridotto per il libero scambio in un contesto di tensioni geopolitiche crescenti⁷.

Grafico 3: Allora come oggi, prevalgono gli operatori privati

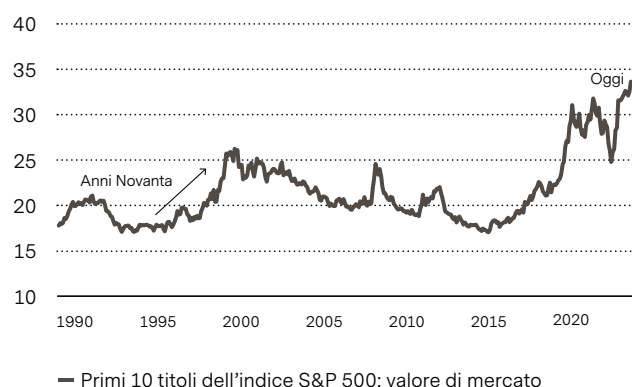
In % prodotto interno lordo USA



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 13 maggio 2024.

Grafico 4: Rally significativo accompagnato da concentrazione crescente

In % del valore di mercato dell'indice S&P 500



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 28 maggio 2024.

Le implicazioni per gli investitori

Cosa avevano in serbo per gli investitori gli anni Novanta? In primo luogo, il decennio fu caratterizzato dalla sovraperformance degli USA rispetto agli altri Paesi. All'epoca, la crescita del prodotto interno lordo reale statunitense superò abbondantemente quella dell'Europa o del Giappone. Oggi possiamo osservare un trend simile: a maggio l'OCSE ha rivisto al rialzo le previsioni per la crescita economica globale del 2024 al 3,1%, segnalando tuttavia marcate divergenze a livello regionale. Secondo l'OCSE, la persistente debolezza in Europa e in Giappone sarà compensata dagli USA⁹.

In secondo luogo, gli anni Novanta furono caratterizzati da un mercato del dollaro rialzista. Dopo il soft landing del 1995, il dollaro USA iniziò ad apprezzarsi. Questo non ci sorprende, anche considerando la solidità dell'economia statunitense. È inoltre interessante notare che la correlazione normalmente negativa tra il biglietto verde e le materie prime divenne in quel periodo positiva⁹.

In terzo luogo, gli anni Novanta furono segnati da un forte rally del mercato azionario (terminato nel marzo 2000 con lo scoppio della bolla delle dotcom). Allora come oggi, il

rally del mercato azionario aveva coinciso con una certa concentrazione del mercato stesso: negli anni Novanta i 10 maggiori titoli azionari nell'Indice S&P 500 costituivano circa il 17% dell'indice, alla fine degli anni Novanta rappresentavano poco meno del 25%. Attualmente rappresentano oltre il 33% dell'indice (per capitalizzazione di mercato, grafico 4).

Oggi la posizione di partenza degli investitori è diversa perché la composizione dell'Indice S&P 500 è molto più orientata alla tecnologia. La proporzione di titoli tecnologici è quasi raddoppiata rispetto a metà anni Novanta. La domanda è: in che misura l'hype dell'AI è già stato scontato? Le valutazioni azionarie sono oggi piuttosto elevate, ma potrebbero salire ancora se l'AI incrementerà ulteriormente i margini di profitto.

Gli alti e bassi dell'allentamento



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Secondo i recenti dati economici, presto potrebbero emergere motivazioni più forti per tagliare i tassi, soprattutto a causa della diminuzione della crescita delle vendite al dettaglio dopo la solida performance di inizio anno. Tale tendenza indica un possibile rallentamento della spesa al consumo, che ha fornito un contributo fondamentale alla solida crescita economica e potrebbe influenzare le decisioni di politica monetaria.

Le vendite al dettaglio in termini reali (ottenute dividendo le vendite totali per l'indice dei prezzi al consumo) sono tornate, o sono addirittura leggermente inferiori, al trend registrato tra la crisi finanziaria globale e la pandemia. Qualsiasi segnale di stanchezza dei consumatori contribuisce a sostenere la tesi di un taglio dei tassi. Negli ultimi tempi l'andamento dei dati economici è stato, nel complesso, piuttosto deludente; gli indici delle sorprese economiche, pubblicati da Bloomberg o da Citigroup, hanno disatteso le recenti previsioni.

L'effetto sui tassi impliciti sui Fed fund nel mercato dei futures è stato debole. È opinione estremamente diffusa che difficilmente la Fed taglierà i tassi a giugno e il mercato dei futures sui Fed fund prevede attualmente quasi

due tagli dei tassi di 25 punti base ciascuno entro fine anno (grafico 1). Seppur molto lontano dall'allentamento aggressivo previsto a gennaio, ciò è stato sufficiente per attirare nuovamente gli investitori verso il mercato obbligazionario, soprattutto verso i Treasury decennali. Sol tanto poche settimane fa un aumento oltre il 5% sembrava probabile, per cui questo sviluppo è stato un gradito sollievo per molti investitori.

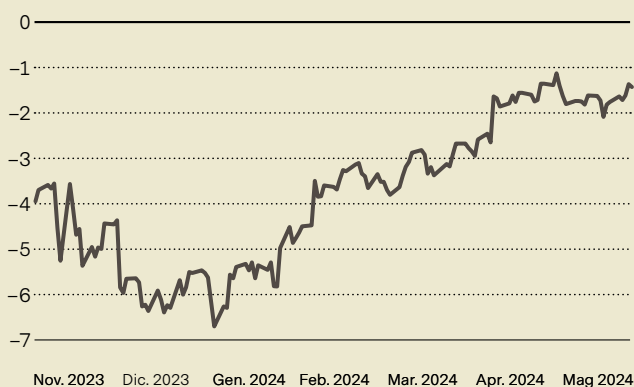
Avanti così

La nostra previsione sul credito investment grade e high yield rimane invariata. Gli spread estremamente bassi, indicativi di uno scenario «priced to perfection¹⁰», ci inducono a una maggiore cautela. Attualmente i segmenti investment grade e high yield offrono un valore di protezione minimo (grafico 2).

La nostra previsione macroeconomica di moderato aumento della crescita tendenzialmente favorisce le asset class cicliche, come azioni e materie prime, rispetto al reddito fisso. Di conseguenza, confermiamo la nostra posizione di sottopeso nelle obbligazioni investment grade e high yield, poiché riteniamo che le loro valutazioni non siano particolarmente interessanti. Per quanto riguarda la gestione dell'esposizione ai tassi di interesse, abbiamo una chiara preferenza. Piuttosto che muoverci sul terreno meno favorevole delle obbligazioni investment grade o high yield, scegliamo di concentrare la nostra attenzione sui titoli di Stato.

Grafico 1: Previsioni sulla Fed – Gli alti e bassi dell'allentamento

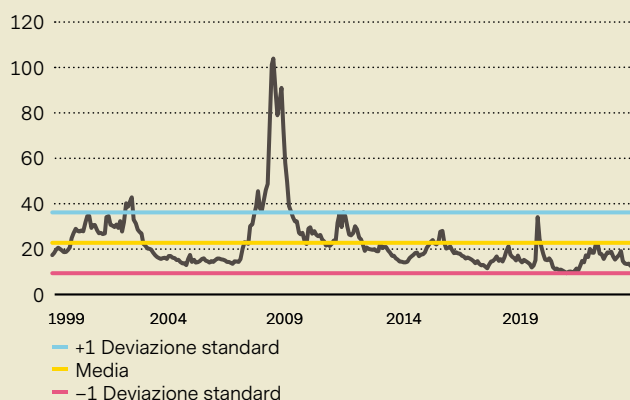
Numero implicito di interventi della Fed scontati dal mercato per il 2024



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati aggiornati al 24 maggio 2024.

Grafico 2: Rete di sicurezza minima – spread di breakeven¹¹ a 12 mesi delle obbligazioni corporate investment grade USA

In punti base



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati aggiornati al 23 maggio 2024.

Azioni legate all'IA e valutazioni: qual è il prezzo?



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Le azioni legate all'Intelligenza Artificiale (IA) hanno contribuito all'ottima performance dei mercati azionari da inizio anno, confermando il trend 2023. Ciò influisce sui multipli di valutazione. Quali sono le implicazioni per gli investitori?

Nvidia, leader nella produzione di unità di elaborazione grafica, fondamentali per l'apprendimento automatico e l'analisi dei dati, ha contribuito per più del 30% al rendimento assoluto dell'Indice S&P 500 (grafico 1). La sua quotazione ha superato i mille dollari per la prima volta il mese scorso, dopo gli ottimi utili del primo trimestre, la guidance favorevole per il secondo trimestre e i commenti sull'«inizio di una nuova rivoluzione industriale» del CEO Jensen Huang. Ciò porta gli investitori a ritenere che questa fase di slancio potrebbe proseguire.

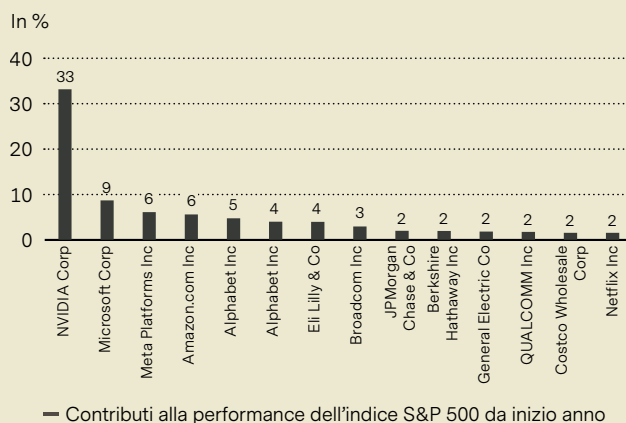
La crescita delle tecnologie di IA è alimentata da una solida domanda per applicazioni che spaziano dai servizi, all'hardware, al software in diversi settori, come la sanità, l'automotive e la finanza, con prospettive di aumento di efficienza e produttività, risparmio in termini di costi e

nuovi flussi di ricavi per chi le usa. Altre società, come Alphabet, Microsoft e Meta Platforms, sono in competizione in questo settore e stanno raccogliendo i benefici del boom dell'IA.

La questione più scottante per gli investitori: quanto vale tutto questo?

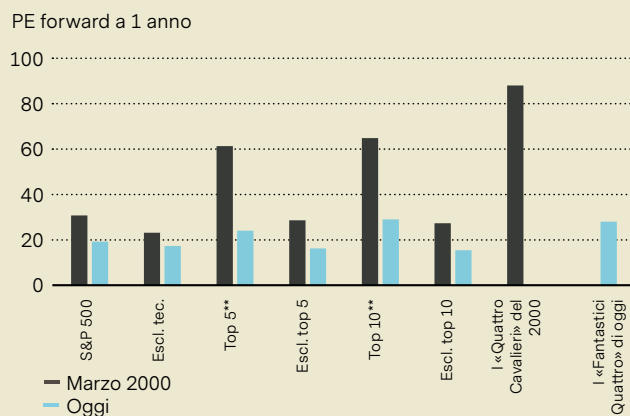
A fronte dell'ottima performance delle azioni legate all'IA negli ultimi anni, gli attuali multipli di valutazione sono sotto osservazione, soprattutto rispetto alla bolla tecnologica del 2000, quando il mercato registrò una frenesia speculativa nelle società attive nell'ambito di Internet, con valutazioni spesso slegate dai fondamentali finanziari. Ad esempio, nel 2000 il valore medio dei multipli di valutazione del PE forward¹² dei «Quattro Cavalieri» (Microsoft, Intel, Cisco, Dell) si era avvicinato a 90x. Questo implica un premio del 230% rispetto agli attuali «Fantastici Quattro» (Meta, Nvidia, Microsoft, Amazon) che scambiano a 28x (grafico 2). Le azioni legate all'IA hanno valutazioni elevate, ma sono sostenute da forte visibilità sulla crescita degli utili, flussi di ricavi elevati e progressi tecnologici tangibili. La sostenibilità delle valutazioni delle azioni legate all'IA dipende dai progressi e dall'adozione delle tecnologie di IA che dovrebbero avere un mercato disponibile di quasi 3.000 miliardi di USD nei prossimi 10 anni. Continuiamo a monitorare i rischi di ipervalutazione e correzioni del mercato, ma riteniamo che gli attuali fondamentali indichino una base più solida rispetto all'era delle dot-com. Questo è uno degli argomenti a sostegno della nostra view positiva sulle azioni USA, dove le azioni legate a IA e tecnologia costituiscono il 40% della capitalizzazione di mercato.

Grafico 1: Principali 15 contributi alla performance dell'indice S&P 500 da inizio anno



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 28 maggio 2024.

Grafico 2: Il 2000 rispetto a oggi – valutazione PE fwd a 1 anno



** Per capitalizzazione di mercato

Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 23 maggio 2024.

Un boccone dolce o amaro?



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Dall'inizio del 2023 il cacao si è mosso in una sola direzione: al rialzo. Dopo un aumento superiore al 70% nel 2023 e un temporaneo rialzo di oltre il 150% nel 2024, la sorpresa è stata tutt'altro che dolce (grafico 1).

Sotto il profilo dei fondamentali, i prezzi rimangono sostenuti. L'Africa occidentale, che rappresenta circa l'80% dell'offerta globale di cacao, sta affrontando condizioni meteorologiche estreme ormai da tempo. Il cacao richiede un clima tropicale, pioggia e ombra in misura adeguata. L'irregolarità delle piogge e le temperature elevate hanno impedito a molti fiori di maturare in baccelli di cacao. Inoltre, malattie come il «virus dei germogli di cacao ingrossati» colpiscono circa il 17% delle zone coltivate del Ghana e la situazione è aggravata da decenni di investimenti insufficienti nel settore.

I coltivatori di cacao dell'Africa occidentale, perlopiù piccoli proprietari terrieri, ricevono solo una frazione della catena del valore e questo ha ostacolato le nuove semine, determinando l'invecchiamento eccessivo delle piante di cacao. Poiché i prezzi del cacao sono spesso stabiliti in anticipo dai governi, pochi agricoltori hanno beneficiato

del rally nel 2023. Le recenti previsioni meteo per l'Africa occidentale hanno acceso la speranza di un raccolto migliore, ma non è sufficiente.

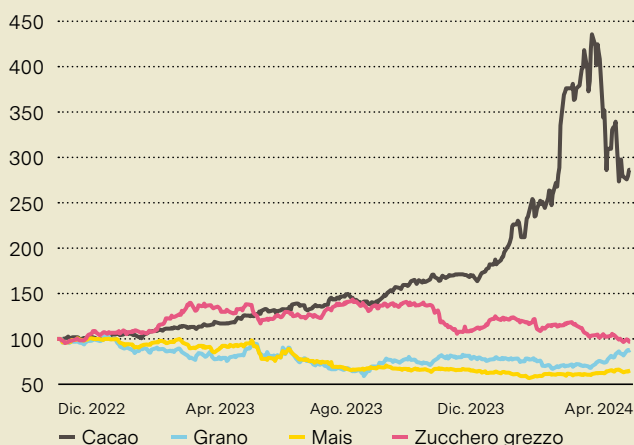
Nel lungo termine, agli agricoltori servono prezzi più alti per poter investire in nuove piantagioni e fertilizzanti. Al contempo, la domanda non è ancora distrutta: i dati di aprile sulla macinazione (indicatore della domanda) sono stati più solidi del previsto. La International Cocoa Organization prevede un deficit per quest'anno (374'000 tonnellate) e, se la previsione si rivelerà corretta, sarà il terzo deficit consecutivo (grafico 2).

La ragione principale del crollo ha probabilmente a che fare con il trading. A causa dei requisiti di margine più elevati risulta più costoso per i trader mantenere le loro posizioni, e in molti le hanno chiuse. Il numero di contratti aperti a New York è quindi sceso al livello più basso dell'ultimo decennio, rendendo il mercato ancora più vulnerabile ad ampie oscillazioni di prezzo.

Poiché il cacao tende ad essere una commodity di nicchia non inclusa negli indici principali, le oscillazioni di prezzo non influenzano la loro performance. La situazione appare diversa per i fornitori di cacao e i pasticceri: un importante cioccolatiere svizzero ha già annunciato che trasferirà i rincari ai clienti.

Grafico 1: La performance del cacao supera quella di altre materie prime agricole

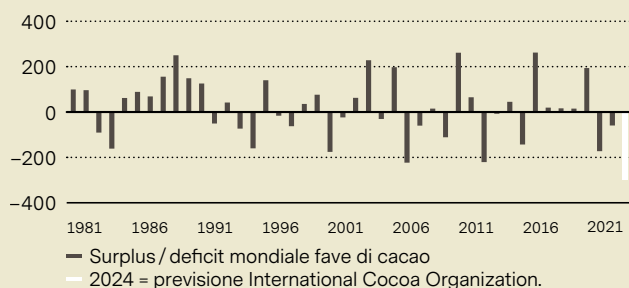
Ribasato a 100 = inizio 2023



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 24 maggio 2024.

Grafico 2: Terzo deficit di fila per il cacao?

In migliaia di tonnellate



Nota: Dati su macinazione e produzione di fave di cacao. Sono considerati i principali Paesi attivi nella macinazione del cacao negli ultimi tre anni. L'anno del cacao va dal 1° ottobre al 30 settembre.

Fonte: International Cocoa Organization, Vontobel; dati al 24 maggio 2024.

Dinamiche mutevoli nella forza delle valute



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Da inizio anno, il dollaro USA ha mantenuto la sua forza, apprezzandosi nei confronti della maggior parte delle principali valute (grafico 1). Ciò è dovuto ai lenti progressi sul fronte dell'inflazione, che hanno sensibilmente modificato le aspettative del mercato sui tagli dei tassi della Fed. La solida crescita economica e i deboli progressi nella lotta all'inflazione hanno ridotto le aspettative sull'allentamento della Fed.

Dal punto di vista del tasso di riferimento, il differenziale di rendimento ha ampiamente favorito il dollaro, ampliandosi a seguito della revisione delle aspettative sui tagli dei tassi e sostenendo così il biglietto verde (grafico 2). Quest'anno il dollaro si è dimostrato più resiliente del previsto. Tuttavia, a seguito del rapido cambiamento delle aspettative del mercato sulle prospettive della Fed, il dollaro potrebbe rivelarsi vulnerabile ai dati che potrebbero sostenere la probabilità di tagli dei tassi più significativi in futuro.

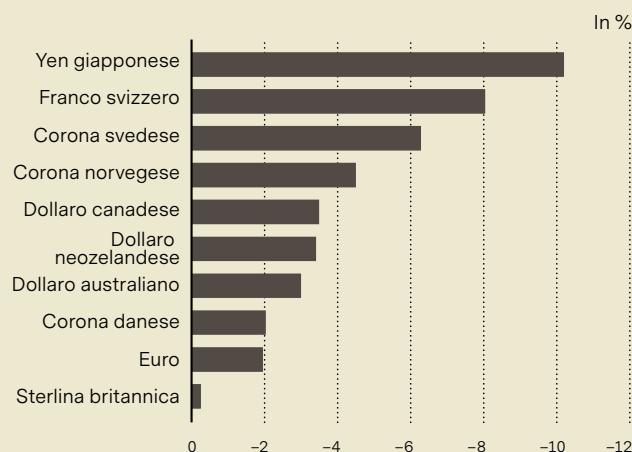
Il dominio del dollaro incontra la resilienza dell'euro

Secondo quanto suggerito dai recenti sviluppi, per il momento, il dollaro probabilmente manterrà la sua forza. Tuttavia, è fondamentale sottolineare che ci attendiamo un imminente miglioramento delle notizie economiche provenienti dall'Eurozona, che potrebbe indicare un cambiamento della dinamica economica tra euro e dollaro.

Se dovesse concretizzarsi, tale ipotesi potrebbe limitare ulteriori future diminuzioni del tasso di cambio euro/dollaro. Il differenziale di rendimento a due anni tra euro e dollaro è sceso ai minimi, intorno a -205 punti base ad aprile da -150 punti base a gennaio, e in tale periodo la coppia euro/dollaro ha perso il 3%. Più recentemente il differenziale di rendimento è risalito e attualmente scambia a -185, e l'euro ha parzialmente recuperato le perdite subite.

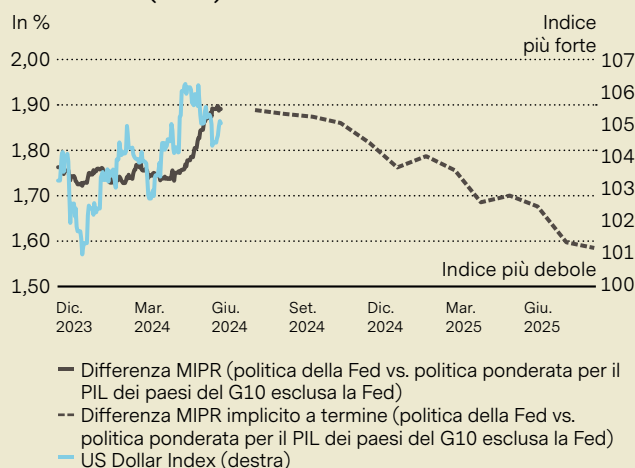
Il mercato ha già scontato la probabilità di un taglio dei tassi da parte della BCE anticipato rispetto alla Fed, che potrebbe non essere sufficiente per portare il tasso di cambio euro/dollaro alla parità. Perché questo accada, servirebbe un ulteriore orientamento della Fed verso tassi più alti e/o una significativa contrazione dell'economia dell'Eurozona. Tuttavia, non è questo lo scenario che prevediamo.

Grafico 1: Performance delle valute a pronti rispetto al dollaro da inizio anno



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati aggiornati al 24 maggio 2024.

Grafico 2: Differenziale del tasso di interesse implicito nel mercato (MIPR)



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati aggiornati al 24 maggio 2024.

14 Previsioni

Economia e mercati finanziari 2022 – 2025

Il seguente elenco illustra valori, tassi di cambio e prezzi effettivi dal 2022 al 2023 e le previsioni del consensus per il 2024 e il 2025 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 %)	2022	2023	ATTUALE ¹	CONSENSUS 2024	CONSENSUS 2025
Globale (G20)	2,9	3,0	2,3	2,7	2,6
Eurozona	3,4	0,4	0,4	0,7	1,4
USA	1,9	2,5	3,0	2,4	1,8
Giappone	1,0	1,9	-0,2	0,6	1,1
Regno Unito	4,5	0,3	0,2	0,5	1,2
Svizzera	2,7	0,7	0,6	1,2	1,5
Australia	3,8	1,9	2,1	1,4	2,2
Cina	3,0	5,2	5,3	4,9	4,5

INFLAZIONE	2022	2023	ATTUALE ²	CONSENSUS 2024	CONSENSUS 2025
Globale (G20)	7,5	4,4	5,7	5,2	3,2
Eurozona	8,4	5,5	2,4	2,4	2,1
USA	8,0	4,1	3,4	3,1	2,4
Giappone	2,5	3,3	2,5	2,4	1,8
Regno Unito	9,1	7,3	2,3	2,5	2,2
Svizzera	2,8	2,2	1,4	1,3	1,2
Australia	6,6	5,7	3,6	3,4	2,8
Cina	2,0	0,2	0,3	0,7	1,5

TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %)	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
EUR	2,50	4,50	4,50	3,60	2,80
USD	4,50	5,50	5,50	5,25	4,35
JPY	-0,10	-0,10	0,08	0,07	0,26
GBP	3,50	5,25	5,25	4,85	3,80
CHF	1,00	1,75	1,50	1,09	0,90
AUD	3,10	4,35	4,35	4,30	3,70
CNY	3,65	3,45	4,35	4,25	n.a.

RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO, 10 ANNI (IN %)	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
EUR (Germania)	2,6	2,0	2,60	2,25	2,21
USD	3,9	3,9	4,47	4,20	3,92
JPY	0,4	0,6	1,01	0,99	1,16
GBP	3,7	3,5	4,26	3,81	3,55
CHF	1,6	0,7	0,82	0,78	0,89
AUD	4,1	4,0	4,31	4,16	3,91

TASSI DEI CAMBI	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
CHF per EUR	0,99	0,93	0,99	0,99	1,00
CHF per USD	0,94	0,84	0,92	0,92	0,91
CHF per 100 JPY	0,72	0,60	0,58	0,61	0,62
CHF per GBP	1,12	1,07	1,16	1,16	1,16
USD per EUR	1,06	1,10	1,08	1,07	1,10
JPY per USD	130,00	141,00	157,00	152,00	146,00
USD per AUD	0,67	0,68	0,66	0,67	0,68
GBP per EUR	0,88	0,87	0,85	0,86	0,86
CNY per USD	6,91	7,10	7,24	7,22	7,15

MATERIE PRIME	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
Brent, USD per barile	86	77	81	85	82
Oro, USD per oncia troy	1'824	2'063	2'336	2'200	2'200
Rame, USD, per tonnellata metrica	8'372	8'559	10'418	9'000	9'800

¹ Ultimo trimestre disponibile

² Ultimo mese disponibile, dati G20 solo trimestrali

Fonte: Vontobel, rispettivi uffici di statistica e banche centrali; al 24 maggio, 2024

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 verificarsi modifiche impreviste, ad esempio, a causa dell'emergere di pressioni competitive, variazioni nella domanda di prodotti di un emittente, sviluppi tecnologici, attività macroeconomica, oscillazioni del tasso di cambio o addirittura una modifica nella concezione morale di una società. Eventuali modifiche a livello di normativa o legislazione fiscale possono avere conseguenze gravi e impreviste. La discussione relativa ai metodi di valutazione e ai fattori di rischio non ha pretesa di essere esaustiva. Per ulteriori commenti/informazioni sugli approcci metodologici utilizzati nella nostra analisi finanziaria e sul sistema di rating, si rimanda a vontobel.com/CH/EN/Companies-institutions-research-equity-research.

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.

16 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.

Glossario e fonti

- ¹ Per soft landing si intende un'economia in fase di rallentamento ciclico che riesce a evitare una recessione, spesso nel contesto della politica monetaria e dell'inflazione.
- ² In una spirale salari-prezzi, le richieste salariali più elevate dei dipendenti innescano un'inflazione ancora maggiore (perché le aziende trasferiscono i costi degli incrementi salariali ai clienti, aumentando i prezzi).
- ³ Il tasso Fed fund è il tasso di interesse al quale gli istituti di deposito prestano i saldi presso la Fed ad altri istituti di deposito durante la notte.
- ⁴ Fonte: Ederer, Florian & Pellegrino, Bruno, The Great Startup Sellout and the Rise of Oligopoly (11 gennaio 2023). AEA Papers & Proceedings, Vol. 113, maggio 2023. ssrn.com/abstract=4322834
- ⁵ Fonte: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) 2021: www.oecd-ilibrary.org/sites/75f92d89-en/index.html?i-temId=/content/component/75f92d89-en
- ⁶ Secondo la Heritage Foundation, in una società libera sotto il profilo economico gli individui sono liberi di lavorare, produrre, consumare e investire come desiderano. I governi di tali società consentono la libera circolazione di manodopera, capitali e beni e si astengono dal limitare o restringere tale libertà oltre quanto necessario per tutelare e preservare la libertà stessa. L'indice della libertà economica si basa su 12 fattori quantitativi e qualitativi che sono divisi in quattro categorie (stato di diritto, dimensione del governo, efficienza normativa, mercati aperti).
- ⁷ Fonte: Articolo International Monetary Fund, pubblicato l'8 febbraio 2023: www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/02/08/charting-globalizations-turn-to-slowbalization-after-global-financial-crisis
- ⁸ Fonte: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) 2 maggio 2024: www.oecd.org/newsroom/economic-outlook-steady-global-growth-expected-for-2024-and-2025.htm
- ⁹ Gran parte delle materie prime è negoziata in dollari USA. Se il dollaro si deprezza quando i prezzi delle materie prime denominate in dollari salgono, l'incremento nei prezzi delle materie prime nelle economie fuori dagli USA, misurato in valuta locale, risulta inferiore (le materie prime divengono, dunque, più interessanti per le economie diverse dagli USA).
- ¹⁰ Il termine «priced to perfection» descrive una situazione in cui si ritiene che un'attività, come un'azione o un'obbligazione, sia scambiata a un prezzo che riflette pienamente la sua performance futura ottimale. In sostanza, ciò implica che l'attività è valutata in modo da anticipare tutti i migliori risultati futuri possibili, tra cui una forte crescita, profitti elevati o altre metriche finanziarie positive.
- ¹¹ Il livello di breakeven spread indica un margine di sicurezza per le obbligazioni societarie. Si tratta del livello a cui lo spread dovrebbe salire perché i rendimenti in eccesso siano negativi nell'arco di 12 mesi.
- ¹² Il PE forward è un multiplo utilizzato per valutare la valutazione delle azioni di una società, calcolato dividendo l'attuale prezzo di mercato del titolo per gli utili per azione previsti per i prossimi 12 mesi.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo
Svizzera
vontobel.com

