

**Vontobel**

# **Investors' Outlook**

**Aspettando Godot.  
Ancora per poco?**

**Maggio 2023**



### 3 Editoriale

### 4 Strategia d'investimento

È ora di rientrare in scena

### 6 Mercato in sintesi

Osservando l'inflazione nell'Eurozona col fiato sospeso

### 8 Viewpoint

Una breve attesa con ritorni allettanti

### 12 Asset class sotto la lente

### 16 Previsioni



#### **Pubblicazione a cura di**

Bank Vontobel AG  
Gotthardstrasse 43  
8022 Zurigo

#### **Editor**

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

#### **Autori\***

**Chris Bowie,**  
Partner, Portfolio Management,  
TwentyFour Asset Management

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

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

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

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

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

#### **Frequenza**

Dieci edizioni l'anno  
(prossima edizione giugno 2023)

#### **Concept**

MetaDesign AG

#### **Grafica e realizzazione**

Vontobel

#### **Immagini**

Gettyimages,  
Vontobel

#### **Termine ultimo per questa edizione**

3 maggio 2023

#### **Commenti**

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

# Aspettando Godot. Ancora per poco?



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

Cari lettori,

I mercati finanziari hanno messo in scena uno spettacolo fatto sia di resilienza che di ritorno alla stabilità. La volatilità di marzo ha lasciato gli investitori sulle spine, alla ricerca di un senso e di una direzione: un'attesa angosciante che, come impresso nel nostro immaginario culturale collettivo da Samuel Beckett con il suo «Aspettando Godot», è spesso accompagnata da confusione e incertezza.

È possibile però che l'attesa stia per finire? Grazie ai sempre maggiori segnali di una prossima conclusione dei rialzi dei tassi da parte delle banche centrali possiamo smettere di tenere il fiato sospeso. Il costante arretramento dell'inflazione e l'effetto positivo di una ripresa più robusta del previsto in Cina hanno contribuito a creare un contesto di ritrovata fiducia tra gli investitori.

Sebbene sia aumentata la probabilità che si verifichi quella che è ormai la recessione più attesa e vociferata di sempre, gli investitori sono pronti ormai da tempo. Quando essa finalmente arriverà non sarà di certo una sorpresa e, secondo le nostre previsioni, sarà breve e di lieve entità.

Nell'Investors' Outlook di questo mese analizziamo in dettaglio i motivi per cui l'inflazione nell'Eurozona appare destinata a scendere, le prospettive per il petrolio a seguito di un taglio della produzione a sorpresa e la traiettoria del dollaro statunitense nel prossimo futuro. Illustrando la nostra asset allocation spieghiamo perché i margini di profitto storicamente elevati delle aziende ci hanno spinto a ridurre in parte la liquidità accantonata e ad incanalarla verso i mercati emergenti, un'area che mostra trend di crescita economica superiori.

Il tema centrale del mese di maggio è il credito investment grade a breve scadenza, con le opinioni dei nostri colleghi di TwentyFour Asset Management sulle opportunità offerte da questo particolare segmento del mercato obbligazionario.

Mentre affrontiamo il secondo trimestre di quest'anno sappiamo che gli investitori aspettano ormai da tempo il loro Godot, che si tratti di una sospensione dei rialzi da parte della Federal Reserve statunitense, di un vero e proprio cambio di rotta dell'Istituto, di una recessione o di migliori opportunità di mercato.

Siamo ormai pronti all'arrivo di Godot. Non mancheremo all'appuntamento.

---

## → Webcast

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

---



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

# È ora di rientrare in scena

**C'è voluto del tempo, ma le iniziative delle banche centrali stanno finalmente mettendo un freno all'inflazione. Con i livelli dei prezzi – compresa l'inflazione inerziale e quella relativa agli alloggi – destinati a calare ulteriormente e la crescita economica su una traiettoria discendente, prevediamo che la Fed inizierà a ridurre i tassi nella seconda metà dell'anno. E questo ci offre la possibilità di riemergere dalle retrovie e cogliere opportunità nell'azionario dei mercati emergenti.**

Ora che inizia a manifestarsi una certa debolezza nel mercato immobiliare, nel mercato del lavoro e nel sistema bancario, l'economia è in fase di rallentamento. Se da un lato alcuni investitori potrebbero focalizzarsi sulla recessione incombente, già in parte scontata dai mercati, il principale fattore trainante delle nostre decisioni di investimento nel corso dell'anno sarà la politica delle banche centrali.

Alcuni membri votanti della Fed hanno già adottato un tono più accomodante, dichiarando che un ulteriore singolo rialzo dei tassi potrebbe essere un punto di partenza ragionevole, o che l'attuale incertezza richiede un approc-

cio prudente e paziente alla politica monetaria. A nostro avviso questo è il momento giusto per riallocare parte del capitale ai mercati azionari, che ad oggi hanno raggiunto valutazioni neutrali su scala globale. Peraltro, gli investitori rimangono molto cauti sulle azioni, il che di norma rappresenta un segnale positivo per la performance di medio periodo. Abbiamo, dunque, rivisto al rialzo (da neutrale a sovrappeso) la nostra esposizione alle azioni dei mercati emergenti, che sono destinate a beneficiare della riapertura dell'economia cinese e vantano uno slancio di crescita più solido rispetto alle loro controparti dei mercati sviluppati. Un supporto aggiuntivo sarà offerto dall'indebolimento del dollaro USA e dall'allentamento della politica monetaria da parte della Fed verso la fine dell'anno.

Rimaniamo neutrali sul reddito fisso in generale, pur preferendo i titoli di Stato e le obbligazioni dei mercati emergenti. Continuiamo altresì a prediligere l'oro, che si è dimostrato all'altezza della sua reputazione di bene rifugio. Per i dettagli della nostra asset allocation si rimanda a pagina 5.

	SOTTOPESO		NEUTRALE	SOVRAPPESO		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
<b>1</b> <b>Liquidità</b>		↘				Negli ultimi mesi abbiamo mantenuto un approccio invariato alla liquidità, ribadendo l'intenzione di reinvestire il capitale in caso di opportunità d'ingresso più interessanti. Il calo dell'inflazione e il deterioramento del mercato del lavoro rendono possibile un allentamento della politica monetaria durante l'anno, una buona opportunità per riallocare parte del capitale nei mercati azionari. Il nostro posizionamento tattico sulla liquidità passa da neutrale a un leggero sottopeso.
<b>2</b> <b>Obbligazioni</b>			→			Rimaniamo neutrali sul reddito fisso e sovrappesati sui titoli di Stato. Il nostro scenario base si fonda su rallentamento della crescita, calo dell'inflazione e picco dell'aggressività delle banche centrali, che determineranno un calo dei tassi e un ampliamento degli spread nei prossimi mesi. La crisi del mercato immobiliare e del sistema bancario dovrebbe gettare le basi per un irrigidimento degli standard di prestito e un aumento dei tassi di default in futuro. Manteniamo il sovrappeso sui titoli di Stato e la view negativa sull'high yield. Rimaniamo neutrali sul credito investment grade e leggermente sovrappesati sul debito dei mercati emergenti in valuta forte. Ritenendo prematuro intensificare il rischio, manteniamo una view neutrale sul reddito fisso.
<b>3</b> <b>Azioni</b>				↗		Il nostro approccio all'azionario è ora positivo. Ribadiamo il nostro scenario base per il 2023: confermiamo una possibile recessione e prevediamo che l'inflazione continuerà a calare e la Fed inizierà a tagliare i tassi nel secondo semestre. Per l'orizzonte di nove mesi del nostro Investment Committee, quest'ultimo è l'elemento che detterà la direzione dei mercati azionari nel medio periodo. Una recessione probabile ma ampiamente prevista a fine 2023 sembra già in parte scontata dai mercati. Le valutazioni azionarie si sono normalizzate e gli analisti hanno ridotto le stime. Abbiamo deciso di riallocare parte del capitale nei mercati azionari, rivedendo l'esposizione ai ME da neutrale a sovrappesata. Tutte le altre view regionali rimangono invariate. Ne risulta una view complessivamente positiva sull'azionario rispetto al precedente posizionamento neutrale.
<b>4</b> <b>Oro</b>				→		Manteniamo il nostro sovrappeso. Da tempo riteniamo l'oro una copertura efficace contro rischi di recessione e incertezza geopolitica, come confermato durante la recente crisi bancaria. La volatilità sui mercati obbligazionari è salita alle stelle e l'oro è stato spinto nettamente al rialzo. Inoltre, ci stiamo avvicinando a una virata accomodante dalle banche centrali, da sempre un buon incentivo per l'oro.
<b>5</b> <b>Materie prime</b>			→			I segnali a favore di una view più positiva sull'asset class (dati dalla Cina migliori del previsto, limitazioni dell'offerta e continuo indebolimento dell'USD) sono più che compensati dal rischio di recessione e dal calo dell'inflazione. Confermiamo la nostra view neutrale sulle materie prime.
<b>6</b> <b>Strategie alternative</b>			→			Nel complesso manteniamo la nostra view neutrale sugli investimenti alternativi e ribadiamo tutte le view sui sotto-segmenti: un moderato sottopeso sugli hedge fund e una posizione neutrale sull'immobiliare.

Variazioni mensili:

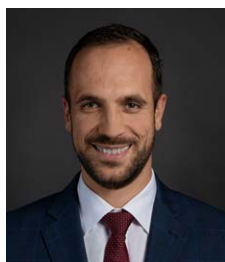
invariato →

in aumento ↗

in calo ↘

# Osservando l'inflazione nell'Eurozona col fiato sospeso

**Gli investitori continuano a monitorare con ansia l'andamento dell'inflazione. Di recente Eurostat, l'Istituto di statistica Europeo, ha pubblicato un dato incoraggiante: a marzo il livello dei prezzi nell'Eurozona si è ridotto ad «appena» il 6,9 per cento su base annua. Si tratta di un significativo rallentamento rispetto a febbraio, quando l'inflazione era ancora all'8,5 per cento. Quale traiettoria possiamo aspettarci, dunque, da qui in poi?**



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



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

La moderazione dell'inflazione è dovuta principalmente al consistente calo dei prezzi energetici (grafico 1). Tuttavia, uno sguardo più ravvicinato ai dati ha smorzato l'entusiasmo iniziale. Nell'arco dello stesso periodo l'inflazione inerziale sottostante, che non tiene conto delle componenti più volatili come generi alimentari ed energia ed è dunque reputata più importante dalla Banca Centrale Europea (BCE), è cresciuta dal 5,6 al 5,7 per cento. Chiunque abbia seguito le dichiarazioni dell'Istituto nelle ultime settimane sa che difficilmente devierà dal proprio percorso di rialzo dei tassi d'interesse.

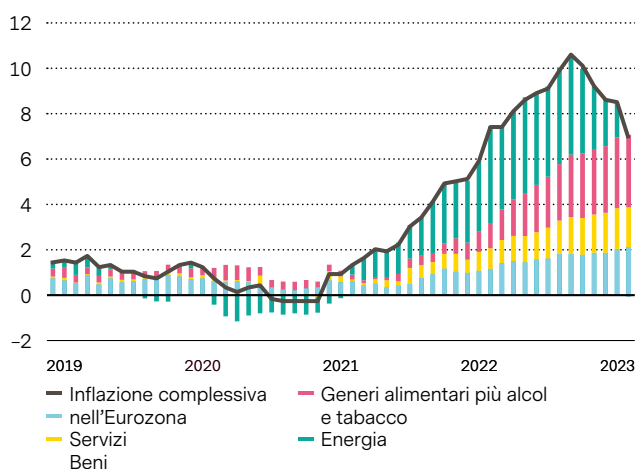
Riteniamo che nei prossimi mesi l'inflazione sia destinata a indebolirsi ulteriormente. Alla base di questa previsione ci sono diverse motivazioni.

## I segnali di una riduzione dell'inflazione nell'Eurozona

Innanzitutto c'è l'indebolimento della crescita economica in Europa. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero europeo, in genere, anticipa l'inflazione di nove mesi. Con ogni probabilità, nei mesi a venire, la marcata flessione dell'attività economica frenerà l'inflazione.

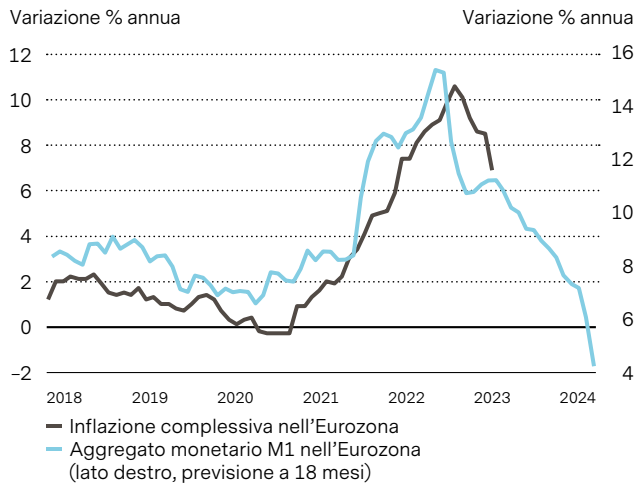
## Grafico 1: L'inflazione nell'Eurozona non è più trainata dai prezzi energetici

Dettagli in base alle componenti principali, variazione % annua



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

## Grafico 2: La diminuzione dell'aggregato monetario nell'Eurozona lascia presagire un calo dell'inflazione



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

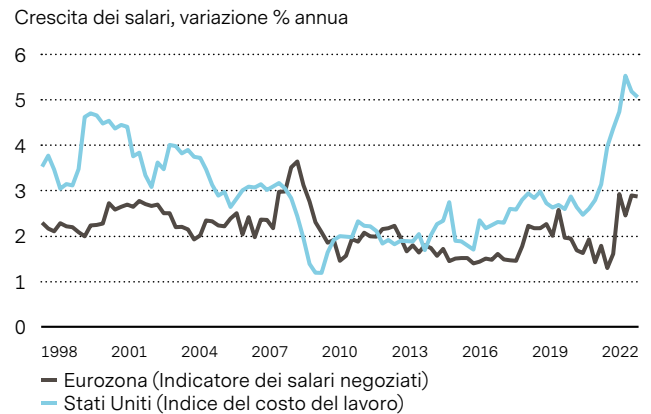
Un altro segnale è l'orientamento restrittivo della BCE. Da quando la banca centrale ha dato inizio alla stretta monetaria la crescita dell'aggregato monetario M1 (la somma tra moneta in circolazione e depositi overnight) nell'Eurozona, dato che anticipa tipicamente l'inflazione di 18 mesi (grafico 2), è significativamente diminuita.

Altre indicazioni provengono dall'andamento dei tassi di cambio. Nel 2022, per effetto dell'indebolimento dell'Euro, i prezzi dei fattori produttivi per imprese e consumatori europei sono notevolmente aumentati. Grazie al recente apprezzamento della moneta unica, tuttavia, nei prossimi mesi l'inflazione importata dovrebbe subire una battuta d'arresto.

Negli ultimi tempi le indagini su aziende e consumatori, che rappresentano storicamente un buon indicatore dell'andamento dell'inflazione inerziale, hanno segnalato una riduzione del potere di determinazione dei prezzi in capo alle imprese. Le pressioni sui prezzi appaiono poi destinate ad attenuarsi anche nei mercati delle materie prime. I prezzi di gas ed elettricità sono considerevolmente scesi grazie a un inverno più mite del previsto e al livello sufficiente delle scorte.

Il 2022 è stato caratterizzato dal repentino rincaro dei generi alimentari dovuto in parte alla guerra tra Russia e Ucraina, che ha spinto al rialzo il costo del grano (in tempo di pace il 28 per cento del grano commerciato a livello mondiale veniva fornito dai due Paesi) e dei fertilizzanti (nel 2019 la Russia era responsabile del 10, del 15 e del 14 per cento delle esportazioni rispettivamente di potassio, azoto e fosforo). Alla luce del significativo calo a livello globale degli ultimi mesi, riteniamo che i prezzi dei generi alimentari in Europa – e, quindi, l'inflazione alimentare della regione – andranno nuovamente incontro a una moderazione.

## Grafico 3: L'Eurozona è alle prese con pressioni salariali inferiori rispetto agli Stati Uniti



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

L'Europa, infine, non ha un mercato del lavoro così rigido come gli Stati Uniti. Dando un'occhiata al tasso di partecipazione della forza lavoro emerge che Paesi come gli Stati Uniti hanno perso lavoratori a causa della pandemia. In Europa, invece, è possibile attendersi un loro aumento. Questo fatto, a nostro avviso, rende la cosiddetta «spirale prezzi-salari», in cui l'inflazione è alimentata dalla domanda di salari più elevati, un'eventualità meno probabile (grafico 3).

### Cosa potrebbe andare storto?

I rischi in grado di mettere in discussione le nostre ipotesi di un ulteriore calo dell'inflazione nell'eurozona sono tre. In primo luogo, l'inflazione potrebbe riacquisire slancio a causa delle massicce misure di stimolo (come quelle per contrastare la crisi energetica). In secondo luogo, i prezzi dell'energia potrebbero subire una nuova impennata nel contesto della guerra tra Russia e Ucraina o a causa di altri shock esterni per l'offerta, come ad esempio lo scoppio inatteso di conflitti in Medio Oriente o altri tagli alla produzione da parte del cartello OPEC+. In terzo luogo, un eventuale surriscaldamento del mercato del lavoro europeo potrebbe inasprire le pressioni sui salari e innescare una spirale prezzi-salari in grado di alimentare ulteriormente l'inflazione.





—  
**Chris Bowie**  
Partner, Portfolio Management,  
TwentyFour Asset Management

# Una breve attesa con ritorni allettanti

Appare sempre più evidente che il rapido ritiro di liquidità, legato sia alla fine del Quantitative Easing (QE) nel 2022 sia agli effetti tardivi dei forti rialzi dei tassi a livello mondiale a cui abbiamo assistito lo scorso anno, si sta estendendo all'economia reale. Il fallimento della società di criptovalute FTX, i recentissimi fallimenti bancari negli USA e il netto peggioramento dei dati sull'attività manifatturiera rilevato dall'Empire State Survey, suggeriscono uno scenario in cui l'aumento del costo del capitale conta molto. Conta naturalmente ai fini della liquidità, ma anche di un'efficiente allocazione del capitale verso un uso produttivo a lungo termine e non solo per soluzioni alternative a breve termine costituite da asset finanziari (o virtuali) rischiosi. Lo scorso anno il mercato obbligazionario, con la sua miriade di comparti, è stato sia l'epicentro sia la frontiera estrema del problema: il 2022 è stato l'anno peggiore di sempre per le obbligazioni. Il 2023 potrebbe essere altrettanto negativo per altre asset class?

# 10 Viewpoint

È molto difficile prevedere quali asset, o asset class, potrebbero essere le prossime vittime del ritiro di liquidità e dell'aumento dei costi del capitale, anche se gli immobili commerciali rappresentano forse uno dei principali candidati. Lo scorso anno, a fronte dei rialzi aggressivi dei tassi di interesse da parte della Fed e della Banca d'Inghilterra, i proprietari di immobili commerciali hanno incontrato delle difficoltà nell'attuare le coperture dei tassi di interesse e molti di coloro che ne erano privi hanno violato o sono stati vicini a violare i covenant sui tassi d'interesse dei loro prestiti, a causa dell'impennata dei costi.

La compiacenza diffusa nel mercato nel 4° trimestre 2022 e a gennaio 2023 su scenari di «soft landing», o addirittura di «no landing», oggi appare del tutto inappropriata. Anche durante la presentazione del bilancio di primavera da parte del Cancelliere britannico traspariva una certa soddisfazione poiché, secondo le previsioni aggiornate, il Regno Unito probabilmente riuscirà a evitare la recessione nel 2023 – cosa che potrebbe senz'altro accadere, ma è ancora troppo presto per stappare lo champagne. La rapida conclusione dei 13 anni di denaro facile e conveniente, e il conseguente livello di indebitamento, non sono stati ancora pienamente percepiti e sicuramente ci sorprenderanno in vari modi nei prossimi 12 mesi. C'è qualcosa a cui gli investitori possono guardare quest'anno per preservare il capitale e ottenere un rendimento soddisfacente?

Il credito Investment Grade (IG) a breve termine offre una storia avvincente. In primo luogo, il forte aumento dei rendimenti dello scorso anno, in linea con i rialzi dei tassi, indica che le attuali valutazioni sono storicamente estreme; in secondo luogo, il tradizionale profilo di rendimento rettificato per il rischio favorevole che questo segmento ha offerto costantemente è sempre benvenuto nei portafogli e soprattutto adesso, in quello che probabilmente rimarrà un contesto volatile; in terzo luogo, attualmente le curve dei rendimenti sono piatte e ciò significa che, nel complesso, il credito a più lunga termine non offre extra rendimenti, quindi perché assumere un rischio aggiuntivo sul capitale quando possiamo conseguire lo stesso rendimento investendo a breve termine?

## **Aumento dei rendimenti**

Il 2022 è stato un anno crudele per gli investitori nel reddito fisso. La teoria secondo cui l'inflazione sarebbe stata un fenomeno soltanto «transitorio» si è rivelata sbagliata e la banca centrale americana è stata costretta ai maggiori rialzi dei tassi degli ultimi decenni. La Fed si è adeguata alla realtà – e sembra che non abbia ancora finito. La deviazione dell'inflazione e, di conseguenza,

dei tassi, ha causato fortissime perdite nel comparto del reddito fisso. Le perdite dell'IG sono state quasi il doppio rispetto all' high-yield (HY) – una sottoperformance che non si era mai vista prima in questo secolo. Sia nei periodi di calma che in quelli di stress, l'IG ha costantemente sovraperformato l'HY, con minori drawdown e volatilità inferiore. Ma nel 2022, la duration doppia dell'IG rispetto all'HY ha causato perdite doppie, mentre l'aumento dei rendimenti risulta comparabile. Questo grande sell-off di un'asset class tradizionalmente più sicura è, dunque, indicativa di una straordinaria opportunità di acquisto?

Dipende da dove vogliamo posizionarci sulla curva dei rendimenti. La fine del QE e il relativo ritiro di liquidità da mercati ed economie indicano che il credito a lungo termine è ancora costoso, a fronte di curve dei rendimenti molto piatte. La prolungata diminuzione dei rendimenti (remunerazione) durante il QE era compensata da un corrispondente aumento della duration (rischio di tasso di interesse) del mercato obbligazionario. Di conseguenza, a fine 2020 i rendimenti erano bassi e la duration così elevata (con un trade-off tra rischio e rendimento fortemente distorto).

Non significa che il mercato obbligazionario a più lungo termine sia privo di rischi, soprattutto se il QE non sarà reintrodotta nei prossimi due anni nel caso in cui l'inflazione di base dovesse rimanere al di sopra del 5 per cento. Senza QE, qual è il range «normale» dei rendimenti? L'attuale contesto sarebbe più in favore di strumenti a bassa duration.

## **Le costanti caratteristiche rettificcate per il rischio dell'IG a breve termine**

L'analisi dei rendimenti a lungo termine rettificati per il rischio generati dal reddito fisso in USD dall'inizio di questo secolo evidenzia che il credito IG è stato una delle migliori fonti di rendimento aggiustato per il rischio. Ha prodotto più rendimento e meno volatilità allo stesso tempo, rispetto ad altri asset come HY e titoli di Stato, con IG a breve termine che ha la volatilità più bassa di tutti questi asset.

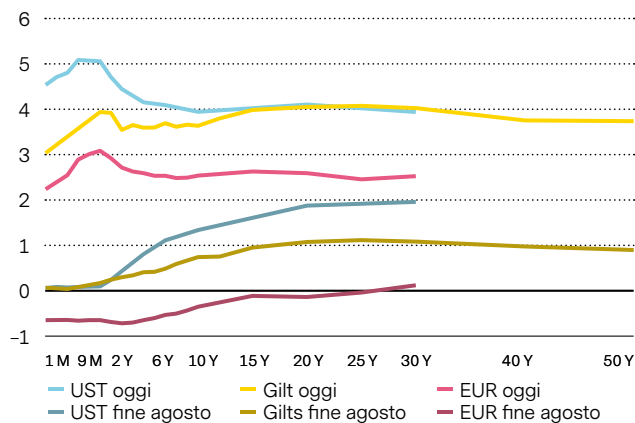
Per questi motivi l'IG a breve termine dovrebbe costituire una componente fondamentale di qualunque portafoglio – i solidi rendimenti rettificati per il rischio costantemente generati sono difficili da battere e, su base rettificata per il rischio, da inizio secolo l'IG ha ampiamente sovraperformato gli HY e i Treasury statunitensi.

### Breakeven massimizzati nell'IG a breve termine

Durante la frenesia dei rialzi dello scorso anno e a fronte dei conseguenti timori di rallentamento economico e recessione generalizzata, nel 2022 le curve dei rendimenti hanno registrato una netta inversione di tendenza, mantenuta anche dopo i recenti fallimenti bancari negli Stati Uniti. Ciò significa non soltanto che i rendimenti hanno raggiunto il picco nel tratto a brevissimo termine della curva, ma anche che gli investitori non ottengono alcun extra rendimento a fronte del rischio di maggiori perdite di capitale assunto investendo in obbligazioni con duration più lunga. La forma della curva dei rendimenti è molto insolita nel contesto storico poiché normalmente le curve dei rendimenti sono inclinate verso l'alto. Ora abbiamo le curve dei rendimenti invertite, dove i rendimenti a breve termine sono superiori a quelli a lungo termine (grafico 1).

### Grafico 1: Forma e variazione della curva dei rendimenti da agosto 2021 al 23 febbraio 2023

Rendimento in %



Fonte: TwentyFour, Bloomberg

Una duration, o rischio di tasso d'interesse, più bassa è un altro vantaggio rispetto ad altre obbligazioni. Ciò significa che, a fronte di un determinato aumento del rendimento, le obbligazioni a più breve scadenza hanno perdite di capitale inferiori e, se a ciò si associa un rendimento più elevato, la protezione del breakeven è massimizzata. Un rendimento più elevato e un capitale di rischio inferiore insieme producono un interessante rendimento di pareggio, che protegge i portafogli dalle perdite.

È possibile migliorare ulteriormente la protezione di breakeven indirizzandosi verso un indice di obbligazioni a breve termine, una gestione attiva e un approccio selettivo delle opportunità. Infatti, è piuttosto probabile che il rendimento in USD su un portafoglio attivo possa superare il 7 per cento nei prossimi mesi, reinvestendo, ad esempio, il capitale obbligazionario in scadenza a 18 mesi o 2 anni (tavola 1).

### Tavola 1:

INDICI ICE/BAML IG CORPORATE	1-3 ANNI	1-5 ANNI	TUTTE LE SCADENZE
Yield to worst (USD)	5,5%	5,5%	5,5%
Duration (anni)	1.79	2.57	6.74
Rendimento ÷ Duration (breakeven)	+307 pb	+214 pb	+81 pb
Rendimento identico?	Si	Si	Si
Grado di protezione rispetto alle perdite?	Si	Si	No

Fonte: TwentyFour, ICE/BAML

Mantenendo una duration corta (che contribuisce a proteggere il capitale), investendo nel credito IG (che ha offerto rendimenti rettificati per il rischio costantemente positivi e presenta un rischio di default contenuto) e investendo nel tratto a breve della curva (che consente di massimizzare il rendimento) è davvero una bella scelta per quest'anno. Il punto di forza dell'attuale opportunità è che, anche se alla fine le altre asset class dovessero sovraperformare l'IG a breve termine nel 2023, quest'ultimo consente comunque di conseguire un rendimento interessante e, allo stesso tempo, mantenere il capitale relativamente protetto e la volatilità bassa.

### Leggi l'analisi completa qui

[am.vontobel.com/it/insights/why-short-dated-IG-is-the-best-game-in-town](https://am.vontobel.com/it/insights/why-short-dated-IG-is-the-best-game-in-town)

## Titoli di Stato e mercati emergenti sotto la lente



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

**Le previsioni di una fine sempre più vicina del ciclo di rialzo dei tassi negli Stati Uniti in un contesto di raffreddamento di inflazione e attività economica creano condizioni interessanti per i titoli di Stato. Ciò vale anche per le obbligazioni dei mercati emergenti, che dovrebbero beneficiare altresì di un indebolimento del dollaro statunitense.**

Confermiamo un posizionamento complessivamente neutrale sull'obbligazionario, con una predilezione per titoli di Stato e dei mercati emergenti rispetto alle obbligazioni societarie. Manteniamo poi un orientamento difensivo nei confronti delle obbligazioni societarie, con un posizionamento neutro sull'investment grade e di sottopeso sull'high yield.

### Rendimenti dei titoli di Stato USA destinati a calare

I rendimenti dei Treasury statunitensi decennali, a nostro avviso, sono troppo elevati, oscillando da circa sei mesi a questa parte tra il 3,4 e il 4,2 per cento. A far sì che scendano presto al di sotto dell'estremo inferiore di quest'intervallo e a dare loro slancio saranno verosimilmente diversi fattori. In primo luogo, l'economia, per lo

meno negli Stati Uniti, continua a indebolirsi. In secondo luogo, l'inflazione continua a diminuire e si è ridotta molto più di quanto emerge dai rendimenti dei titoli di Stato (grafico 1). In terzo luogo, prevediamo una recessione. Se la storia degli ultimi 70 anni ci insegna qualcosa, è possibile aspettarsi che i rendimenti calino in media del 2,5 per cento.

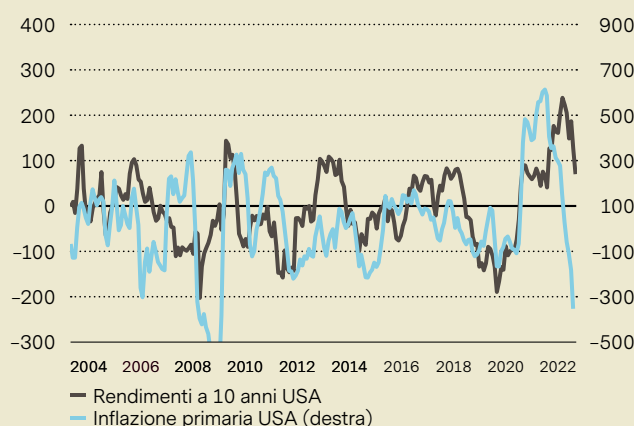
Anche qualora riuscissimo a evitare una recessione ci sono ottimi motivi per credere che i rendimenti non continueranno a salire in maniera significativa. Al momento sono scambiati ben al di sopra del «tasso neutrale» ipotizzato dalla Fed del 2,5 per cento, ovvero il livello stimato dei tassi d'interesse in corrispondenza del quale l'economia è in equilibrio. L'intenzione della Fed, alla base del suo tentativo di riportare sotto controllo l'inflazione, era proprio questa. Ma è opinabile che l'economia riesca a sopportare tassi d'interesse così alti nel lungo periodo.

### L'attrattiva delle obbligazioni dei mercati emergenti

Rimaniamo in sovrappeso anche sui titoli di Stato dei mercati emergenti, ma per diversi motivi. Di sicuro qualora il nostro scenario recessionistico si concretizzerà questa asset class dovrà fare i conti con una serie di criticità, ma al momento remunera gli investitori a fronte di tali rischi molto più delle obbligazioni societarie. Le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta forte, poi, dovrebbero beneficiare anche di un indebolimento del dollaro statunitense (grafico 2). Con la fine del ciclo di rialzo dei tassi negli Stati Uniti il biglietto verde andrà probabilmente incontro a un deprezzamento.

**Grafico 1: Il calo dell'inflazione tende a far scendere anche i rendimenti**

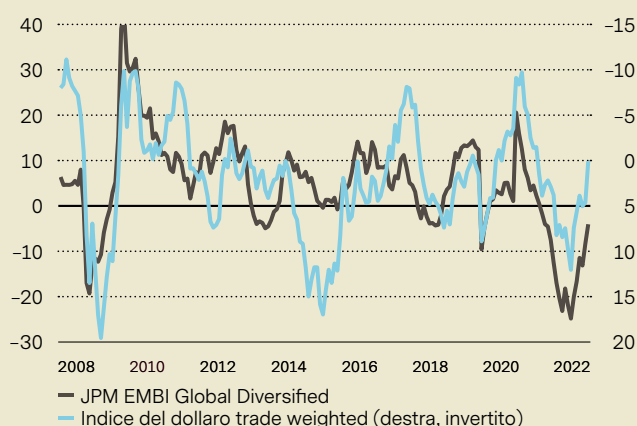
Variazione annua, punti percentuali (entrambi gli assi)



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

**Grafico 2: Le obbligazioni dei mercati emergenti vanno meglio nelle fasi ribassiste del dollaro**

Variazione % annua (rend. complessivo, USD)      Variazione % annua



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

# Allentamento della politica monetaria in vista



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

**Data la crescente probabilità che le banche centrali allentino la politica monetaria verso la fine dell'anno, insieme a una ripresa economica più solida del previsto in Cina, rivediamo al rialzo la nostra posizione sull'azionario dei mercati emergenti, passando da neutrale a sovrappeso.**

Da metà marzo, i mercati azionari hanno proseguito indisturbati su una traiettoria rialzista. L'evidente rotazione settoriale in termini di stili di investimento verso i segmenti quality e growth nei primi mesi dell'anno si è fatta ancora più netta con il manifestarsi della crisi bancaria negli USA. Gli investitori hanno preferito le grandi aziende caratterizzate da una marcata visibilità degli utili, una crescita solida, una robusta generazione di cassa e una leva molto ridotta o – ancor meglio – posizioni nette di liquidità.

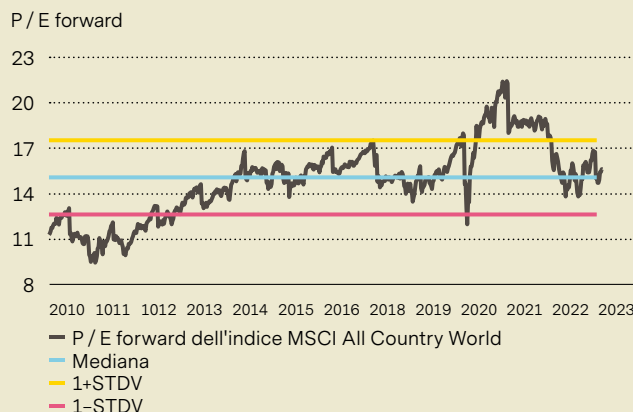
L'ottimo primo trimestre archiviato dall'indice MSCI World Technology – la migliore performance trimestrale in quasi 15 anni – ne è la dimostrazione. I multipli di valutazione sui mercati azionari non appaiono eccessivi (grafico 1), le stime sugli utili sono state tagliate in media del 15 per cento circa dallo scorso luglio e le previsioni di crescita per il 2023 sono in territorio negativo

(grafico 2). Finora, la stagione degli utili delinea un quadro incoraggiante. Eppure, gli ultimi sondaggi mostrano che il sentiment degli investitori rimane negativo. La sottospesizione all'azionario tra gli investitori istituzionali è vicina al livello di marzo 2009, mentre le posizioni nette short si stanno avvicinando di nuovo a livelli estremi.

E ora cosa succederà? A nostro avviso, tre fattori dettano la direzione dei mercati azionari nel medio periodo. In primo luogo, l'inflazione, che sta lentamente ma inesorabilmente calando; in secondo luogo, l'approssimarsi di una pausa nei rialzi della Fed – probabilmente già a partire da giugno; in terzo luogo, l'ampiezza della tanto attesa recessione, che potrebbe abbattersi sull'economia reale verso la fine dell'anno. In combinazione con un indebolimento del dollaro USA, questo dovrebbe favorire i settori growth e ciclici come l'IT, i servizi di comunicazione, i beni di consumo discrezionali e i beni materiali e industriali. L'indebolimento del dollaro dovrebbe supportare i titoli dei mercati emergenti, che hanno un'esposizione del 50 per cento a questi settori, e in particolare l'IT. In questo contesto abbiamo riallocato parte del capitale nei mercati azionari.

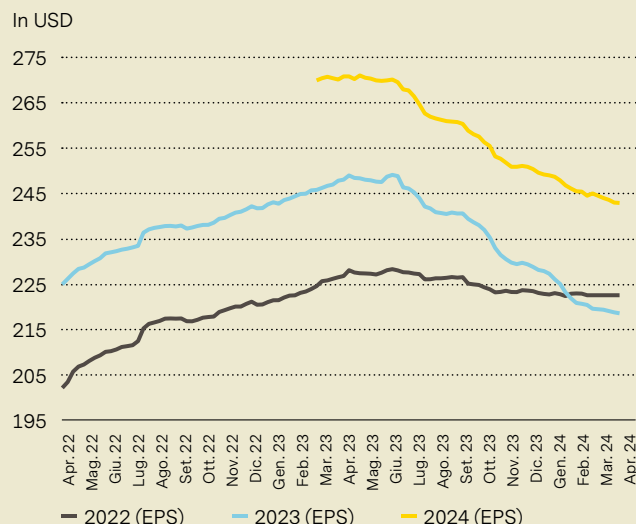
A nostro avviso la strategia migliore è quella di rivedere al rialzo i titoli dei mercati emergenti, passando da neutrale a sovrappeso. I mercati emergenti dovrebbero beneficiare della riapertura dell'economia cinese e presentano ad oggi un momentum di crescita più solido rispetto ai mercati sviluppati. L'accelerazione dei flussi di credito, il miglioramento dei dati macro per famiglie e consumatori e indicatori del sentiment di mercato molto più solidi creano una valida combinazione che dovrebbe spingere al rialzo l'azionario cinese.

**Grafico 1: Le valutazioni dell'azionario globale sembrano normalizzate**



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

**Grafico 2: Revisioni degli utili per l'Indice S&P 500**



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

# Niente più «America first»: arriva «OPEC+ First»



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

**La decisione dell'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC) e dei suoi alleati (OPEC+) di tagliare la produzione di circa 1,16 milioni di barili al giorno a partire da maggio ha preso alla sprovvista i mercati, spingendo al rialzo le quotazioni dell'«oro nero». L'iniziativa ha messo in evidenza ancora una volta il potere di mercato del cartello, inviando un chiaro messaggio a Washington.**

Alla base del taglio dei volumi di produzione ci sono diverse motivazioni. Stando alla versione ufficiale dell'OPEC+ si tratta di una misura per «stabilizzare» i mercati del petrolio, ma ufficiosamente a motivarla sono stati anche i timori di un indebolimento della domanda globale. Poco prima dell'annuncio, il prezzo del petrolio era sceso a quota USD 70 al barile in un contesto di crisi del settore bancario e crescenti timori di una recessione. Un altro fattore è stato il deterioramento dei rapporti tra Arabia Saudita, membro dell'OPEC di primaria importanza, e Stati Uniti. Questi avevano recentemente segnalato l'intenzione di iniziare a rimpinguare le proprie riserve strategiche di petrolio, snobbando così l'Arabia Saudita (grafico 1).

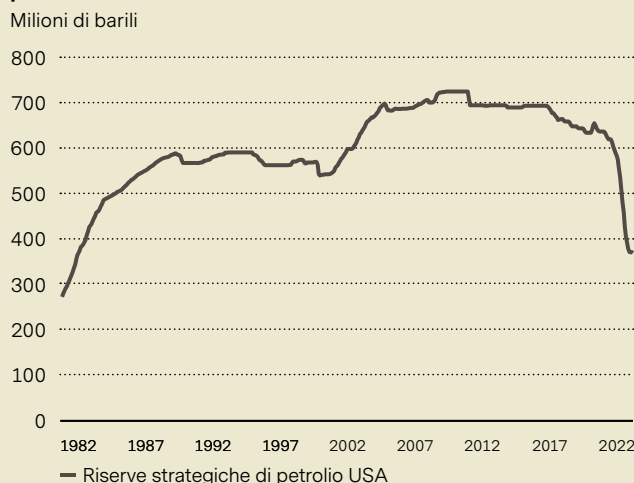
A svolgere un ruolo importante dovrebbe essere anche la transizione ecologica, capitanata dai Paesi occidentali: l'abbandono delle fonti fossili significa, infatti, meno ricavi futuri per l'OPEC+. Forse, però, la motivazione più importante si trova proprio negli Stati del Golfo. La popolazione dell'Arabia Saudita, ad esempio, è cresciuta di oltre il 770 per cento dal 1960 al 2021. Un tale popolo in costante crescita ha esigenze da soddisfare: per riuscirci il regno ha bisogno di un bilancio solido... e di un prezzo del petrolio superiore a USD 80 (grafico 2).

Tutto ciò è reso possibile dalla posizione di mercato dominante di tali Paesi. Si stima che l'80,4 per cento delle riserve di petrolio mondiali si trovi negli Stati membri dell'OPEC; nel 2021 il cartello produceva quasi il 38 per cento del greggio al mondo.

## Quali conseguenze per il prezzo del petrolio?

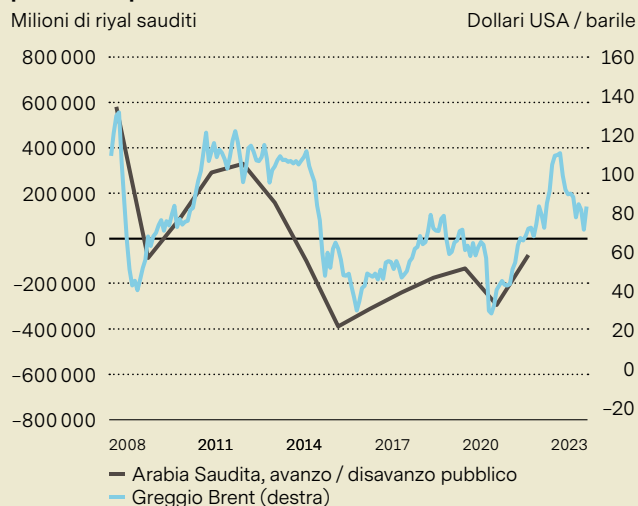
- Il prezzo di USD 80 al barile rappresenta una linea invalicabile che il cartello continuerà a difendere.
- La riduzione operata dall'OPEC e le minori forniture provenienti dalla Russia ammonteranno insieme a un taglio delle quote di produzione pari a 1,6 milioni di barili al giorno. A meno che non si verifichi una recessione grave a livello globale, verso fine anno il prezzo del petrolio potrebbe superare USD 90 al barile per il restringimento dell'offerta. Affinché ciò accada, gli Stati membri dovranno agire all'unisono e dare effettivamente seguito ai tagli annunciati (lo scorso anno, per esempio, la Russia ha immesso sul mercato molto più petrolio di quanto ci si aspettasse).
- La volatilità rimarrà elevata.

**Grafico 1: Il ripetuto ricorso USA alle riserve di petrolio può aver infastidito l'OPEC+**



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

**Grafico 2: L'Arabia Saudita ha bisogno di un prezzo del petrolio superiore a USD 80**



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

# Prospettive di indebolimento per il dollaro statunitense



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

**La ripresa dei mercati azionari iniziata lo scorso ottobre ha portato a un notevole indebolimento del dollaro statunitense. L'aumento della propensione al rischio va spesso a braccetto con un biglietto verde più fiacco e viceversa. Un'eventuale recessione negli Stati Uniti potrebbe imprimere uno slancio temporaneo alla valuta. I fattori di lungo periodo lasciano, però, presagire un'ulteriore svalutazione.**

Il dollaro è la valuta di riserva indiscussa del pianeta. Questo status verrà messo in discussione con ogni probabilità dall'emergere di un ordine mondiale multipolare, ma cambi di guardia come questo non avvengono da un giorno all'altro. Il biglietto verde rimane di fondamentale importanza anche per i mercati finanziari. Gran parte delle materie prime a livello mondiale, ad esempio, è ancora denominata in dollari.

## Quali prospettive per il biglietto verde?

Al momento il dollaro risulta sopravvalutato. Questo fatto è rispecchiato dal valore delle valute a parità di potere d'acquisto, basato sul confronto tra i prezzi dei principali beni di consumo nei diversi Paesi. Il fatto che negli Stati Uniti l'inflazione sia più elevata che in Svizzera, per esem-

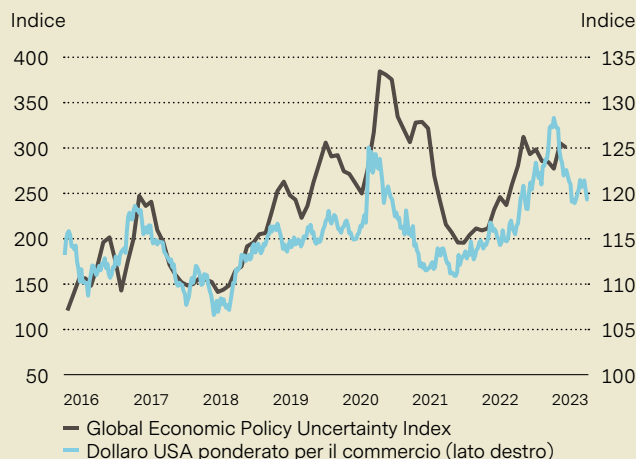
pio, ha spinto significativamente al ribasso il fair value del dollaro negli ultimi due anni. Poiché nel lungo periodo i tassi di cambio oscillano intorno al fair value, il biglietto verde dovrebbe perdere valore. Il tasso attuale, tuttavia, può discostarsi da tale valore ancora per svariati mesi, come dimostra quanto accaduto negli ultimi due anni.

Ma per l'outlook di medio periodo sono più importanti le prospettive economiche. Il grafico 1 mostra la tendenza del dollaro ad apprezzarsi in periodi di incertezza. Il Global Economic Policy Uncertainty Index quantifica, tra le altre cose, il grado di copertura giornalistica dell'incertezza legata alle politiche economiche. A nostro avviso, quest'anno si verificherà una recessione che inasprirà ulteriormente l'incertezza, imprimendo uno slancio temporaneo al dollaro.

Molto probabilmente, però, l'effetto negativo derivante dai differenziali tra i tassi d'interesse sfavorevoli per il dollaro sarà altrettanto forte (grafico 2). Dallo scorso autunno in poi, ovvero in corrispondenza del picco del biglietto verde, i tassi d'interesse a due anni negli Stati Uniti sono saliti meno che altrove. In Germania, ad esempio, i tassi a breve termine crescono più che negli Stati Uniti, spingendo al rialzo il tasso di cambio EUR/USD. I differenziali tra i tassi d'interesse lasciano già presagire un dollaro più debole, tendenza destinata con ogni probabilità a proseguire quando la Fed avrà posto fine al proprio ciclo di rialzo dei tassi.

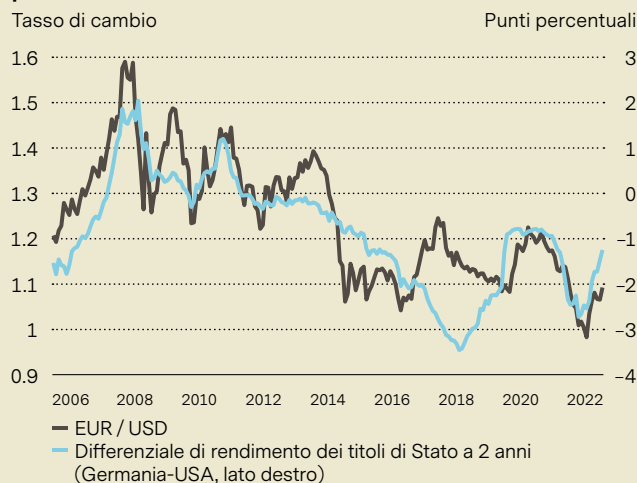
Anche nell'eventualità di una recessione i tassi negli Stati Uniti scenderanno verosimilmente più che in altre aree, per il semplice fatto che la Fed è stata la banca centrale che negli 12 ultimi mesi li ha incrementati di più.

**Grafico 1: L'aumento dell'incertezza rafforza il dollaro USA**



Fonte: Baker, Bloom, Davis, Refinitiv Datastream, Vontobel

**Grafico 2: Differenziali tra i tassi d'interesse sfavorevoli per il dollaro**



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

# 16 Previsioni

## Economia e mercati finanziari 2021 – 2024

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

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

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

<b>TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>ATTUALE</b>	<b>CONSENSUS A 3 MESI</b>	<b>CONSENSUS A 12 MESI</b>
EUR	-0,50	2,00	3,00	3,64	3,29
USD	0,25	4,50	5,00	5,20	4,10
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,09	-0,07
GBP	0,25	3,50	4,25	4,35	3,85
CHF	-0,75	1,00	1,50	1,84	1,64
AUD	0,10	3,10	3,60	3,85	3,60
CNY	3,80	3,65	4,35	4,30	4,25

<b>RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO, 10 ANNI (IN %)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>ATTUALE</b>	<b>CONSENSUS A 3 MESI</b>	<b>CONSENSUS A 12 MESI</b>
EUR (Germania)	-0,2	2,6	2,45	2,44	2,21
USD	1,5	3,9	3,53	3,55	3,31
JPY	0,1	0,4	0,47	0,65	0,66
GBP	1,0	3,7	3,74	3,41	3,12
CHF	-0,1	1,6	1,12	1,44	1,26
AUD	1,7	4,1	3,46	3,62	3,31

<b>TASSI DEI CAMBI</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>ATTUALE</b>	<b>CONSENSUS A 3 MESI</b>	<b>CONSENSUS FINE 2024</b>
CHF per EUR	1,04	0,99	0,98	1,00	1,01
CHF per USD	0,91	0,94	0,89	0,91	0,91
CHF per 100 JPY	0,79	0,72	0,67	0,72	0,72
CHF per GBP	1,23	1,12	1,11	1,13	1,14
USD per EUR	1,14	1,06	1,10	1,11	1,12
JPY per USD	115	130	134	127	125
USD per AUD	0,73	0,67	0,67	0,70	0,71
GBP per EUR	0,84	0,88	0,88	0,89	0,89
CNY per USD	6,37	6,91	6,89	6,75	6,70

<b>MATERIE PRIME</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>ATTUALE</b>	<b>CONSENSUS A 3 MESI</b>	<b>CONSENSUS A 12 MESI</b>
Brent, USD per barile	79	86	81	86,75	90
Oro, USD per oncia troy	1'829	1'824	1'986	1'946	1'946
Rame, USD per tonnellata metrica	9'720	8'372	8'881	8'820	9'100

<sup>1</sup> Ultimo trimestre disponibile

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

Fonte: Vontobel, rispettivi uffici di statistica e banche centrali; al 25 marzo 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](http://vontobel.com/CH/EN/Companies-institutions-research-equity-research).

## Fondamento e metodi di valutazione

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

## 2. Disclaimer e fonti

Sebbene 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](http://vontobel.com/CH/EN/MiFID-Switzerland). I dettagli sulle modalità con cui trattiamo i vostri dati sono disponibili nella nostra attuale politica sulla privacy ([vontobel.com/privacy-policy](http://vontobel.com/privacy-policy)) e sul nostro sito web sulla privacy ([vontobel.com/gdpr](http://vontobel.com/gdpr)). La presente pubblicazione è ritenuta materiale di marketing nell'accezione dell'Articolo 68 del Swiss Financial Services Act e viene fornita a scopo unicamente informativo. Nel caso in cui non desideriate più ricevere i nostri Investors' Outlook, contattateci all'indirizzo [wealthmanagement@vontobel.com](mailto:wealthmanagement@vontobel.com).

## 3. Linee guida e informazioni per Paesi specifici

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

# 18 Informazioni legali

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

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

## **Additional information for UK clients**

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

## **Informazione per investitori italiani**

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



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

