

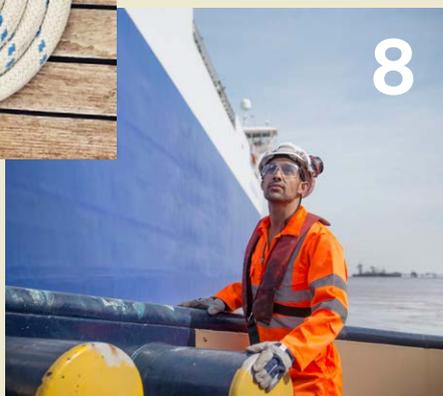
**Vontobel**

# Investors' Outlook

**È tempo di lasciare le vele**

**Marzo 2023**

## 2 Indice



### 3 Editoriale

### 4 Strategia d'investimento

Le prospettive migliorano, ma...

### 6 Mercato in sintesi

Soft landing o recessione?

### 8 Viewpoint

Unions 101: un'analisi degli attuali rischi del mercato del lavoro

### 12 Asset class sotto la lente

### 16 Previsioni

## Impressum

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

Bank Vontobel AG  
Gotthardstrasse 43  
8022 Zurigo

#### **Editor**

Elena Berton  
Sarah Davies  
Corinne Gretler  
Thomas Mahn  
Gabriela Mayer

#### **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

##### **Sudhir Roc-Sennett**

Head of Thought Leadership &  
ESG Quality Growth Boutique,  
Vontobel

##### **Dan Scott**

Head of Vontobel Multi Asset,  
Vontobel

#### **Frequenza**

Dieci edizioni l'anno  
(prossima edizione aprile 2023)

#### **Concept**

MetaDesign AG

#### **Grafica e realizzazione**

Vontobel

#### **Immagini**

Gettyimages,  
Vontobel

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

1 marzo 2023

#### **Commenti**

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

# È tempo di lasciare le vele

Gentili lettori,

I mercati hanno iniziato il 2023 a vele spiegate: la fiducia degli investitori è migliorata grazie ai segnali di un rallentamento dell'inflazione negli USA, a dimostrazione che la Federal Reserve potrebbe aver completato la maggior parte dei rialzi dei tassi di interesse. I mercati hanno inoltre beneficiato enormemente dell'ottimismo legato alla riapertura in Cina che supporterà l'economia globale.

I livelli dell'inflazione e le iniziative delle banche centrali volte a contrastarla rimangono al centro della scena, ma le prospettive per l'economia globale sono migliorate rispetto a un mese fa, con l'allentamento delle pressioni inflazionistiche. Ne sono un esempio il mercato del lavoro statunitense, che si è dimostrato straordinariamente resiliente, o il sentiment dei consumatori in fase di miglioramento. Pur continuando a prevedere una recessione e un taglio dei tassi entro la fine dell'anno da parte della Fed, questo contesto aumenta la probabilità di un cosiddetto «soft landing» – e questo significa che qualunque allentamento della politica monetaria ad opera delle banche centrali potrebbe iniziare più tardi di quanto previsto. Si sono formate due fazioni. I rialzisti prevedono un soft landing con inflazione ridotta. I ribassisti intravedono la possibilità di una recessione e un'inflazione persistentemente elevata. La verità sta probabilmente nel mezzo. In ogni caso, i mercati azionari scontano oggi un atterraggio morbido di breve durata, e potrebbero essersi fatti prendere un po' la mano. Al momento vediamo maggiori rischi di ribasso, opportunità più scarse e valutazioni più elevate, e abbiamo ridotto il nostro posizionamento sull'azionario da sovrappeso a neutrale. Abbiamo dunque realizzato parte dei profitti ottenuti dal passaggio a sovrappeso effettuato alla fine di settembre e reinvestito i proventi in liquidità in attesa di individuare un punto d'ingresso interessante.



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

In questo Investors' Outlook troverete la nostra opinione in merito ai più recenti sviluppi nei mercati e nell'economia. Potrete altresì trovare i dettagli relativi alla nostra asset allocation, ivi inclusa la decisione di ridurre l'esposizione alle azioni USA e rimanere neutrali sul reddito fisso in generale, e il motivo per cui continuiamo a favorire l'oro in un contesto in cui i rischi geopolitici abbondano, come ha dimostrato il recente incidente del pallone-spia. Vi invito a leggere il nostro approfondimento sul ruolo dei sindacati e la review sugli attuali rischi del mercato del lavoro. Come ci ha dimostrato febbraio, anche un mese breve può essere denso di eventi. Siamo pronti a navigare i mercati mentre ci avviamo verso la fine del primo trimestre 2023.

---

## → Webcast

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

---



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



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

# Le prospettive migliorano, ma ...

**Nonostante sia il mese più breve dell'anno, febbraio è stato senza dubbio denso di eventi. La Fed ha iniziato con un rialzo di 25 punti base, portando il tasso sui Fed Fund in un intervallo target compreso tra il 4,5 e il 4,75 per cento. Il Presidente della Fed Jerome Powell ha preso atto della disinflazione nelle sue fasi iniziali, ma ha segnalato «un paio di ulteriori rialzi» nei prossimi mesi. La Banca Centrale Europea e la Bank of England hanno alzato i rispettivi tassi di riferimento di 50 punti base ciascuna.**

La creazione di 517'000 nuovi posti di lavoro negli USA a gennaio ha sottolineato la resilienza del mercato del lavoro. In base alla nostra valutazione, questo si tradurrà in una virata della Fed più tardiva del previsto – nel quarto trimestre – e in un terminal rate più alto rispetto a quello atteso. C'è il rischio che le buone notizie possano trasformarsi in cattive, specialmente perché i mercati potrebbero essersi fatti prendere troppo la mano.

Dopo un andamento positivo dal passaggio a sovrappeso sull'azionario di fine settembre (i pianeti si erano allineati e i mercati avevano una valutazione sostanzialmente perfetta) abbiamo ora realizzato una presa di profitto, riducendo la nostra esposizione all'azionario USA. Tutte le altre view regionali rimangono invariate. Ne risulta un

posizionamento nel complesso neutrale sull'azionario, con i proventi investiti in liquidità, che saremo pronti a reimpiegare non appena si presenteranno opportunità interessanti.

Proseguiamo con il nostro approccio neutrale sul reddito fisso in generale e manteniamo un posizionamento sovrappeso sui titoli di Stato. Rimaniamo fedeli alla nostra view leggermente positiva sul debito dei mercati emergenti in valuta forte considerandone gli spread interessanti. Anche se continuiamo a prevedere una recessione, siamo consapevoli che i bilanci delle aziende sono decisamente solidi. Nel prosieguo dell'anno dovrebbe emergere un punto di ingresso migliore per rafforzare l'esposizione al credito, pertanto rimaniamo neutrali sul segmento investment grade e sottopesati sull'high yield.

Manteniamo un posizionamento neutrale sulle materie prime perché sono trainate al ribasso dalle preoccupazioni a breve termine per la crescita economica, e sovrappeso sull'oro come copertura. Rimaniamo infine neutrali sull'immobiliare e negativi sugli hedge fund. Per i dettagli si rimanda a pagina 5.

	SOTTOPESO		NEUTRALE	SOVRAPPESO		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
<b>1</b> <b>Liquidità</b>			↗			Dopo il passaggio da sovrappeso a neutrale nell'azionario, abbiamo riallocato i proventi in liquidità, alzandola di un notch da sottopeso a neutrale. Non prevediamo variazioni ma siamo pronti a reinvestire il capitale in caso di interessanti opportunità di ingresso.
<b>2</b> <b>Obbligazioni</b>			→			In un orizzonte di 12 mesi, prevediamo rendimenti obbligazionari inferiori (che si muovono inversamente ai prezzi), non solo in ragione della nostra previsione di indebolimento dell'economia USA, ma anche della nostra convinzione sul «picco dell'inflazione», il cui calo è storicamente seguito da un calo dei rendimenti. Rimaniamo neutrali sul reddito fisso. Siamo sovrappesati sui titoli di Stato e manteniamo una view leggermente positiva sul debito dei mercati emergenti in valuta forte considerando gli spread interessanti. Rimaniamo neutrali sulle obbligazioni investment grade e negativi sull'high yield, in attesa di opportunità di ingresso migliori durante l'anno.
<b>3</b> <b>Azioni</b>			↘			Il nostro sovrappeso sull'azionario risale a fine settembre 2022. Dall'implementazione delle negoziazioni, gli indici MSCI World Net Total Return e S&P 500 Net Total Return hanno guadagnato quasi il 18 e il 15 per cento rispettivamente (al 16 febbraio in USD). Il rally è stato stimolato dalla convinzione che il picco dell'inflazione USA potesse tradursi in una politica monetaria meno restrittiva e una maggiore probabilità di soft landing invece della tanto temuta recessione profonda. Ma da settembre le previsioni degli utili aziendali 2023-24 sono state ridimensionate e il trend potrebbe proseguire nel breve periodo. In assenza di catalizzatori a breve, il rally potrebbe esaurirsi e portare a una nuova volatilità del mercato azionario. Abbiamo dunque ridimensionato l'esposizione ai titoli USA da sovrappeso a neutrale, realizzando tatticamente alcuni profitti e mantenendo prudenza in relazione all'economia globale, a una possibile recessione negli USA e a una svolta tardiva della Fed. Tutte le altre view regionali rimangono invariate: siamo neutrali sui titoli svizzeri, europei, giapponesi e dei mercati emergenti. Ne risulta una ponderazione nel complesso neutrale sull'azionario.
<b>4</b> <b>Oro</b>				→		Rimaniamo sovrappesati sull'oro. Il metallo giallo ha faticato a guadagnare terreno lo scorso anno, perché l'approccio aggressivo della Fed ha ridotto le aspettative inflazionistiche, spinto al rialzo i rendimenti reali e incentivato il dollaro. L'oro dovrebbe beneficiare di una virata della Fed durante l'anno e di tutti gli eventi correlati, come l'indebolimento del dollaro. Apprezziamo altresì l'oro come copertura dai rischi geopolitici come la guerra Russia-Ucraina o i rapporti USA-Cina, che si sono inaspriti quando i «palloni meteorologici» cinesi hanno fatto ripetute incursioni nello spazio aereo statunitense.
<b>5</b> <b>Materie prime</b>			→			Rimaniamo neutrali sulle materie prime. Se da un lato l'andamento a lungo termine rimane invariato grazie ad anni di sotto-investimenti e al loro ruolo nella transizione verde (specialmente i metalli di base), l'andamento a breve è ancora dominato dai timori legati alla crescita economica globale.
<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, ossia di moderato sottopeso sugli hedge fund e neutrale sull'immobiliare.

Variazioni mensili:

invariato →

in aumento ↗

in calo ↘

# Soft landing o recessione?

**Gli investitori si pongono oggi una domanda importante: stiamo entrando in recessione o no? Nelle ultime settimane i mercati finanziari hanno escluso la probabilità di una recessione, propendendo verso un soft landing per l'economia. Da parte nostra, manteniamo il nostro scenario recessionistico riconoscendo tuttavia che la probabilità di un soft landing è recentemente aumentata.**



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

## **La recessione più attesa di sempre è posticipata**

Prevedere il futuro è difficile. Lo stesso vale per le recessioni. Gli economisti spesso reagiscono troppo tardi, o comunque in ritardo rispetto ai mercati finanziari. E questo rende ancor più interessante il quadro di fine anno, quando gli esperti hanno presentato le loro previsioni per il 2023. Più di tre esperti su quattro ritenevano che la recessione fosse dietro l'angolo. Lo pensavamo anche noi. Ma «la recessione più attesa di tutti i tempi», come era definita dai più scettici con un certo scherno, non si è manifestata.

Non ancora, potreste obiettare, perché l'anno è appena iniziato. Ad ogni modo la probabilità di una recessione è calata nelle scorse settimane, come si può dedurre dagli ultimi dati economici che hanno superato le attese. Sempre più spesso sentiamo parlare di «soft landing», un rallentamento economico senza un aumento della disoccupazione. Nelle ultime settimane i mercati finanziari hanno già escluso una recessione. Ad esempio, i titoli ciclici hanno recentemente realizzato una performance molto migliore rispetto a quelli difensivi (cfr. grafico 1). In sostanza, i mercati finanziari stanno mettendo in dubbio la tesi di una recessione nel 2023.

## **Il nostro scenario base per il 2023: recessione**

Alla fine dello scorso anno avevamo numerose ragioni per prevedere una recessione. Innanzitutto, la curva dei rendimenti invertita. Dal 1955, le recessioni si sono verificate quasi sempre quando i rendimenti dei titoli di Stato decennali scambiavano sotto il tasso sui Fed Fund USA – con la famosa eccezione del 1967 a confermare la regola. Con una curva dei rendimenti invertita, gli investitori obbligazionari prevedono rendimenti inferiori in futuro, perché un'economia più debole con inflazione ridotta induce le banche centrali a tagliare i tassi.

Il fatto che i tassi di interesse siano saliti troppo velocemente e nettamente è stata la nostra argomentazione chiave per spiegare perché l'economia si sarebbe raffreddata notevolmente, penalizzando i settori particolarmente sensibili ai tassi di interesse. Ora non ci sono più dubbi. L'attività nel mercato residenziale USA è collassata e le vendite di nuove case sono deboli come nelle recessioni più severe. I prezzi delle case sono inoltre in calo in molti Paesi del mondo. In casi estremi, la debolezza del settore residenziale potrebbe innescare un circolo vizioso e una grave recessione.

Ma l'aumento dei tassi di interesse influisce anche su altre aree dell'economia. Secondo l'ultimo «Senior Loan Officer Survey» della Fed, le banche segnalano la

domanda più scarsa di nuovi prestiti dalla crisi finanziaria (cfr. grafico 2), dovuta tra le altre cose a una minore propensione dei consumatori a investire. Anche le banche stesse hanno inasprito le condizioni per la concessione del credito date le prospettive economiche negative. A nostro avviso, manca inoltre uno stimolo monetario o fiscale necessario per una ripresa sostenuta dell'economia. Le banche centrali continuano ad alzare i tassi di interesse a causa dell'inflazione elevata. I governi di tutto il mondo non hanno ragione di sprecare le loro risorse ora, data la solidità del mercato del lavoro. Inoltre non vogliono ostacolare le misure anti-inflazionistiche delle banche centrali.

### La tesi di un soft landing si è rafforzata

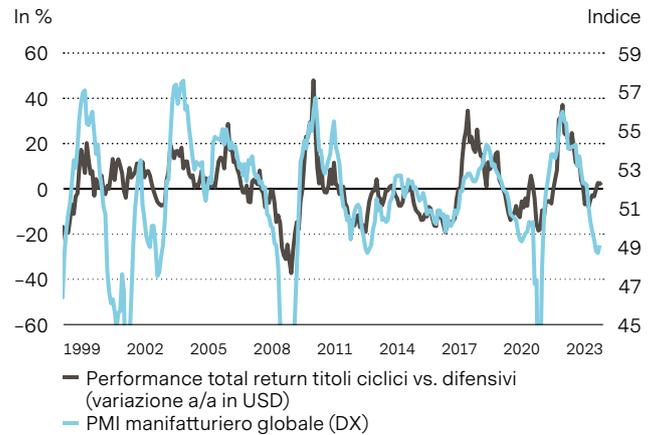
La ripresa dell'economia cinese potrebbe mettere in discussione il nostro scenario di recessione. Infatti, la fine della politica «zero Covid» con la riapertura del motore di crescita della Cina è avvenuta molto più rapidamente del previsto. Il recente miglioramento dei dati sulla mobilità in Cina conferma il quadro positivo. L'outlook per il mercato immobiliare cinese sta migliorando, traducendosi in prospettive chiaramente positive per l'economia globale. Ad ogni modo, lo slancio di crescita cinese difficilmente basterà a prevenire una recessione. A spostare l'ago della bilancia sarà la disponibilità del consumatore statunitense a spendere a sufficienza. Ciò dovrebbe essere favorito dal calo dell'inflazione, che potrebbe incrementare i salari reali (cfr. grafico 3). Ad ogni modo il fattore determinante per il consumatore sarà probabilmente lo stato del mercato del lavoro: se l'indebolimento dell'economia farà salire la disoccupazione, i consumi potrebbero essere penalizzati.

Al momento, il mercato del lavoro USA rimane estremamente solido. Gli ultimi dati sulla disoccupazione sono scesi a livelli che non si vedevano dagli anni Sessanta, soprattutto perché l'offerta di manodopera è molto inferiore rispetto a prima della pandemia a causa dei prepensionamenti, del calo dell'immigrazione e dell'aumento della popolazione impossibilitata a lavorare.

Dall'altra parte anche la domanda di manodopera si sta già raffreddando. I margini e i profitti delle aziende sono in calo da diversi mesi, in un contesto di inflazione elevata e rallentamento dell'economia. Per quanto tempo le aziende potranno sopportare questa situazione prima di iniziare a congedare i dipendenti è difficile da prevedere. I sondaggi, da parte loro, mostrano già che la disponibilità ad alzare i salari sta calando. E questo non è un bene per il sentiment dei consumatori.

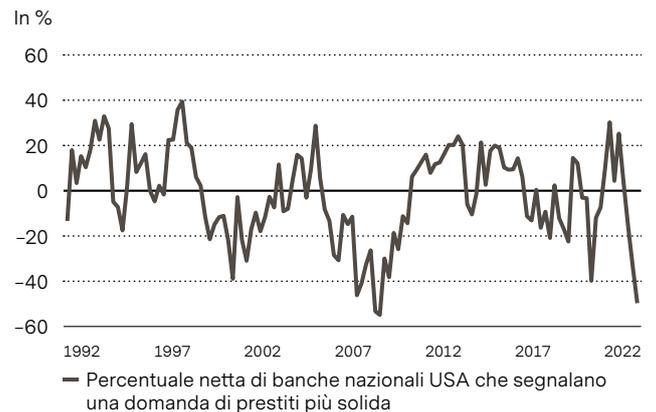
La possibilità di evitare una recessione, come scontano oggi i mercati finanziari, potrebbe dipendere in ultima analisi dalla politica della banca centrale USA. Se l'inflazione tornerà nel target della Fed, i tassi di interesse potrebbero essere ridotti nel corso dell'anno, offrendo lo stimolo monetario necessario, in un ciclo normale, per incentivare sostenibilmente l'economia.

### Grafico 1: I mercati azionari hanno scontato un soft landing dell'economia nelle ultime settimane



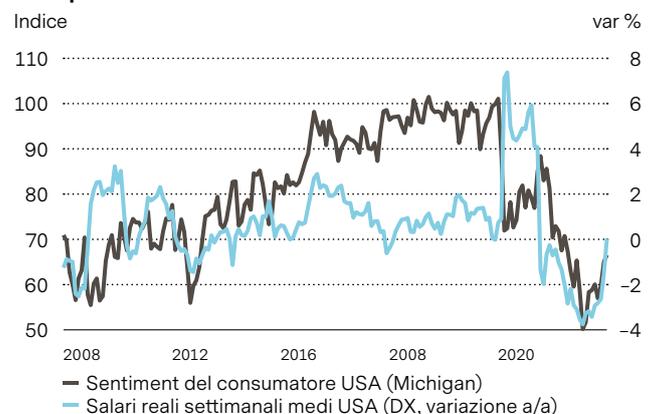
Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

### Grafico 2: Domanda di nuovi prestiti negli USA ai livelli della crisi finanziaria



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

### Grafico 3: Salari reali più alti migliorano il potere d'acquisto dei consumatori



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

# Unions 101: un'analisi degli attuali rischi del mercato del lavoro

Il mondo post-pandemia ha inaugurato una sorta di revival del movimento sindacale. Spinti da antichi timori su salario e sicurezza, i lavoratori di prima linea di tutto il mondo hanno alzato compatti il pugno per chiedere con forza condizioni migliori. Negli ultimi anni le aziende hanno dovuto sostenere un aumento del costo del lavoro, sia per coprire posizioni vacanti, sia per contenere l'insoddisfazione tra i lavoratori esistenti, dai camionisti alle infermiere, agli operai, ai baristi. Diamo un'occhiata più da vicino alle caratteristiche chiave dei sindacati a livello globale, ai fattori che ne trainano la domanda e alle modalità con cui gli investitori possono individuare i rischi.





**Sudhir Roc-Sennett**

Head of Thought Leadership &  
ESG Quality Growth Boutique,  
Vontobel

La spinta alla sindacalizzazione in aziende globali come Starbucks e Apple fa sicuramente notizia. Questa visibilità ha dato nuovo vigore agli sforzi organizzativi a livello mondiale – ma non tutti i settori, le regioni o le aziende affrontano la stessa minaccia o la stessa stretta sul costo del lavoro. Le disparità salariali possono provocare scontento, bassa produttività e alto tasso di rotazione, che penalizzano il valore di un'azienda. Ci sono aziende con un organico completamente sindacalizzato che possono trasferire l'aumento del costo del lavoro ai clienti finali.

Il periodo d'oro dei sindacati nella maggior parte dei mercati sviluppati è tramontato da tempo. Negli ultimi 20 anni (e dal picco di adesioni degli anni Cinquanta) la percentuale di iscritti ai sindacati è diminuita in tutto il mondo, tranne in Nord Africa e Sud America. Se da un lato mercati tesi, Covid-19 e inflazione hanno innescato un revival in alcune aree (secondo un sondaggio di Gallup del 2022, l'approvazione nei confronti dei sindacati negli USA è ai massimi dal 1965) il rischio reale di un ritorno del potere dei sindacati è nei Paesi in via di sviluppo, dove la contrattazione collettiva è viva e vegeta. Esiste un rapporto tra copertura della contrattazione collettiva all'interno delle aziende e redditività (cfr. grafico 1): maggiore è la copertura, minori sono i rendimenti. Inoltre, l'impatto di un aumento inatteso dell'adesione ai sindacati può essere significativo per le aziende che non sono in grado di trasferire i nuovi costi ai loro clienti.

Un recente esempio dimostra qual è il pericolo per le multinazionali che sottovalutano il rischio associato al movimento dei lavoratori. La parigina Teleperformance, principale operatore di call center globale, conta 420'000 dipendenti nel mondo. Lo scandalo legato a un business di «moderazione dei contenuti» relativamente nuovo ha provocato un brusco crollo a doppia cifra della quotazione e un danno d'immagine. Le notizie riportate dai media sul servizio in outsourcing di controllo delle immagini scioccanti per i clienti dei social media hanno destato grande preoccupazione per l'impatto psicologico su dipendenti e salari, sia tra i politici che tra gli investitori. Questo ha consentito all'UNI Global di persuadere con successo il management a siglare un accordo globale.

### Perché i lavoratori vogliono iscriversi a un sindacato

I sindacati sono organizzazioni indipendenti nate per difendere e promuovere gli interessi dei membri attraverso le negoziazioni con i datori di lavoro. I sindacati si sono lentamente evoluti nelle economie industrializzate, dopo che innumerevoli episodi di violenza e sofferenza hanno contribuito a creare condizioni lavorative «normali» che i mercati più ricchi danno per scontate – giornata lavorativa di otto ore, congedi per malattia e ferie retribuiti, ambienti di lavoro sicuri, fine del lavoro minorile. I sindacati hanno contribuito a ridurre la necessità per i colletti blu di competere tra loro per un lavoro, negoziando fino in fondo. I sindacati rappresentano una forza significativa, con circa 214 milioni di iscritti, più altri 300 milioni in Cina, e un enorme potenziale di nuove adesioni nei Paesi in via di sviluppo.

Ai lavoratori nella fascia più bassa della piramide della ricchezza, la contrattazione collettiva può offrire assoluti fondamentali, come un salario sufficiente per vivere e condizioni di lavoro sicure. Ed è particolarmente preziosa in assenza di una normativa applicata – è il caso, ad esempio, della protezione contro gli incendi nelle fabbriche tessili. Tuttavia, nei mercati più ricchi, dove molte condizioni di base dei lavoratori sono state codificate in legge nel tempo, i sindacati hanno dovuto estendere il loro campo d'azione per attirare lavoratori disposti a pagare la quota di adesione. Esempi di temi popolari sono il superamento dei gap normativi tra i mercati (ad esempio, gli USA sono uno dei soli due Paesi dell'OCSE a non avere un congedo malattia retribuito a norma di legge a livello nazionale per i dipendenti a tempo pieno) o l'offerta di benefit – in mercati nord-europei come Danimarca, Svezia e Finlandia, l'assicurazione di disoccupazione è volontaria e non gestita dallo Stato, bensì dai sindacati.

Per le aziende quello che conta è la quota di dipendenti «coperti» da un accordo collettivo. Con una copertura del 100 per cento, per un'azienda non fa molta differenza l'aumento dei dipendenti aderenti a un sindacato, poiché sono già coperti per quanto riguarda temi importanti come il salario. Il grafico 2 mette a confronto le due misure. I mercati con una densità sindacale e una copertura inferiore presentano un maggiore potenziale di aumento dei costi in caso di aumento della densità sindacale. I sindacati hanno conquistato spazio in nuovi mercati sfruttando le federazioni sindacali nazionali e internazionali. I sindacati locali affiliati formano confederazioni nazionali che, a loro volta, possono essere coordinate da un'organizzazione federativa globale. Ciascun livello apporta una particolare specializzazione per negoziare o influenzare controparti diverse. Esistono almeno nove federazioni internazionali principali focalizzate su settori specifici. Gli investitori dovrebbero osservare con attenzione queste organizzazioni, che hanno il peso e la sofisticatezza per supportare i sindacati affiliati locali nel confrontarsi con una multinazionale grazie a un'ampia portata geografica.

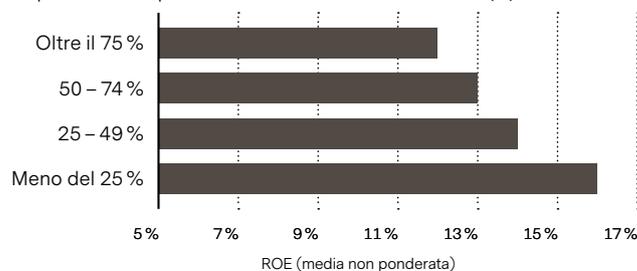
### Il mercato del lavoro USA

La più grande economia mondiale ha una densità sindacale e un tasso di copertura molto bassi. Gli ultimi 50 anni sono stati frustranti per i lavoratori statunitensi, in un contesto di globalizzazione, concorrenza sul costo del lavoro sotto forma di importazioni, maggiore automazione e diffusione della gig economy. La quota di lavoratori manifatturieri è scesa al 9 per cento nel 2019, dal 22 per cento nel 1979. Anche se in 47 anni i colletti blu non hanno visto alcun aumento del potere di acquisto, rettificato per l'inflazione, lo US Bureau of Labor Statistics ha registrato una partecipazione sindacale del 10 per cento, il livello più basso mai raggiunto dalla prima registrazione che risale al 1983 (quando il livello si attestava al 20 per cento). Cosa sta succedendo?

A parte l'assenza di controlli, che ha danneggiato la reputazione dei sindacati in termini di governance (Jimmy Hoffa e altri) e il lavoro manifatturiero sotto pressione per le importazioni tedesche e giapponesi, la goccia che ha fatto traboccare il vaso per il movimento sindacale statunitense è arrivata nel 1981, quando la PACTA ha rifiutato una generosa proposta dell'amministrazione del neo-eletto Presidente Ronald Reagan, ha deciso di correre un rischio e ha indetto uno sciopero. Il Presidente Reagan ha reagito duramente licenziando i controllori, e la marea è cambiata. Da allora la densità sindacale è crollata, complice l'ampia autonomia concessa alle aziende per scoraggiare la sindacalizzazione. Oggi le leggi sul diritto al lavoro rappresentano una struttura particolarmente importante, che vieta l'obbligatorietà di iscriversi a un sindacato o pagare le quote di adesione come condizione di impiego. 27 Stati su 50 hanno adottato leggi sul diritto al lavoro, che interessano poco più della metà della popolazione e creano una concorrenza a livello statale basata su un costo del lavoro inferiore. Un esempio evidente delle conseguenze di queste leggi è quello di Detroit, dove molti contratti sindacali nel settore auto sono migrati a sud negli Stati che adottano le leggi sul diritto al lavoro, trasformando la città in un guscio vuoto.

### Grafico 1: ROE per livello di copertura della contrattazione collettiva (MSCI ACWI)

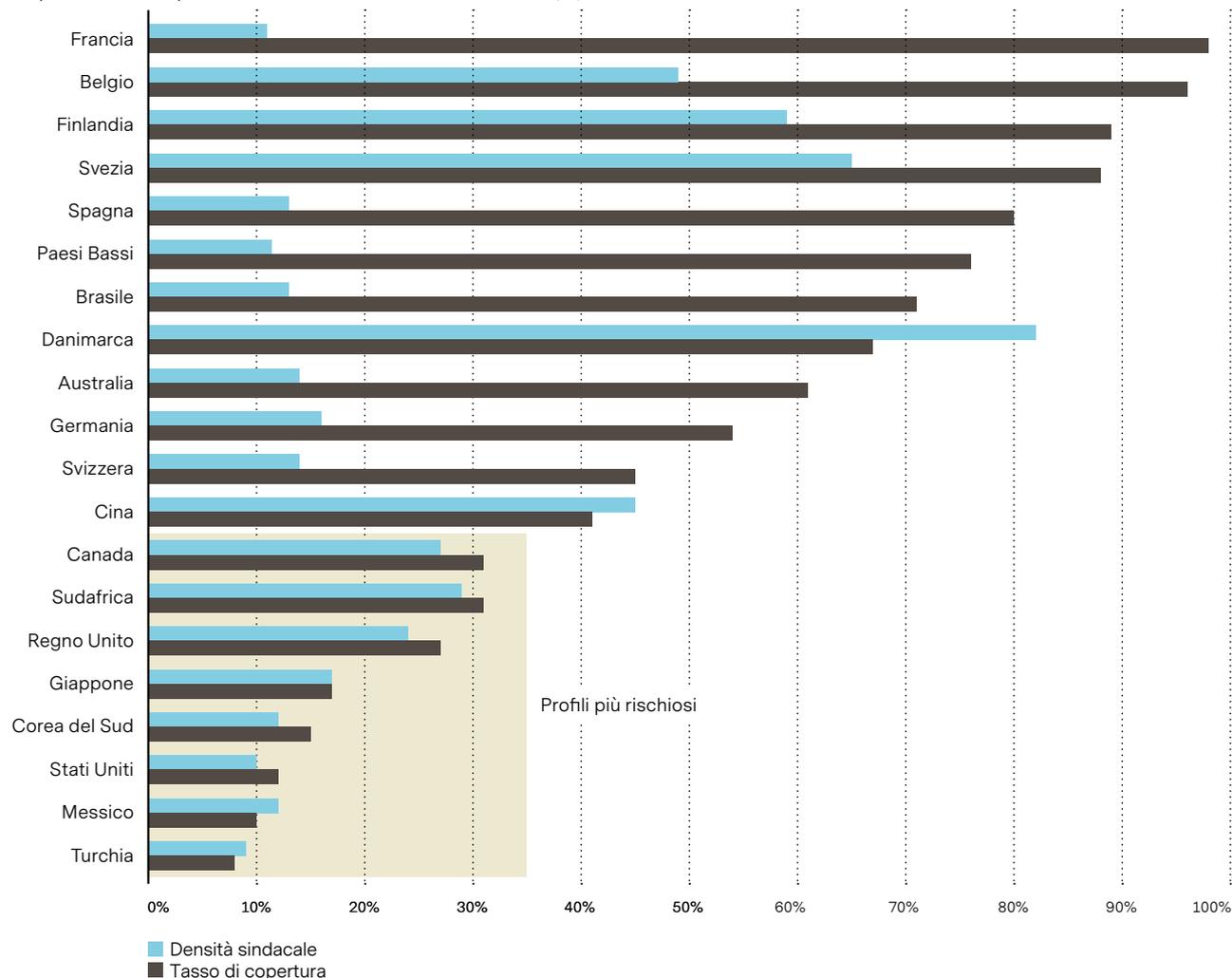
Copertura dei dipendenti – Contrattazione collettiva (%)



Fonte: MSCI ESG Research, FactSet.

## Grafico 2: Tasso di copertura contrattazione collettiva vs tasso di densità sindacale

Copertura dei dipendenti – Contrattazione collettiva (%)



Fonte: OCSE.

[oecd.org/employment/ictwss-database.htm](https://oecd.org/employment/ictwss-database.htm)

Come possiamo quindi individuare i rischi? Non esistono database che forniscano in anticipo segnali di allarme affidabili e tempestivi sulle problematiche legate al lavoro. I dipendenti preoccupati sembrano essere il proverbiale canarino in miniera. I fattori di cui tenere conto includono, ad esempio, ampi flussi di notizie sul malcontento dei dipendenti, costi del lavoro elevati come proporzione del costo totale del venduto, scarso potere di determinazione dei prezzi per trasferire i costi aggiuntivi.

Trovare un equilibrio sostenibile tra esigenze e desideri produce un beneficio reciproco per lavoratori e datori di lavoro. Se un'azienda tratta i suoi dipendenti sufficientemente bene da motivarli senza un sindacato può operare senza interruzioni causate da trattative o attriti evitabili. Tuttavia, l'arrivo o la forte espansione di un sindacato può determinare una perdita di valore per le aziende

che non sono in grado di trasferire i costi. A fronte dei cambiamenti rivoluzionari in vista nel nostro modo di lavorare e del maggiore riconoscimento dei salari come essenziali per la crescita economica, gli investitori non possono più pensare che la questione del lavoro sia soltanto un'altra voce di costo. Devono tenere le orecchie ben aperte: il movimento dei lavoratori è grande e sta evolvendo.

Leggete qui l'articolo completo.

[am.vontobel.com/it/insights/unions-101-a-review-of-current-labor-risks](https://am.vontobel.com/it/insights/unions-101-a-review-of-current-labor-risks)

## Manteniamo la rotta sull'obbligazionario



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

**Di recente i rendimenti sono saliti e gli spread si sono ampliati perché i dati solidi hanno dimostrato che la strada per riportare l'inflazione al target potrebbe essere lunga e accidentata. Gli investitori hanno inoltre ridimensionato l'aspettativa di un hard landing.**

Il nostro outlook sul reddito fisso rimane neutrale. Siamo sovrappesati sui titoli di Stato e le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta forte, neutrali sulle obbligazioni corporate investment grade, sottopesati sull'high yield. I rendimenti dei Treasury rimarranno molto sensibili alla guidance della Fed, ma riflettono già un calo ciclico dello slancio economico e un forte declino delle aspettative inflazionistiche a lungo termine. Lo spread di rendimento negativo sulla curva USA indica un maggiore rischio di recessione e una domanda globale in calo. Lo spread dei tassi d'interesse tra i T-bill a 3 mesi e i Treasury USA a 10 anni è divenuto negativo a ottobre, preceduto dallo spread di rendimento tra le obbligazioni a due anni e quelle a 10 anni. La curva dei rendimenti invertita segnala la preoccupazione degli investitori per i rialzi della Fed, che alimenta la probabilità di una recessione. È improbabile che i rendimenti obbligazionari a breve termine si muoveranno molto al ribasso, a meno di un ulteriore deterioramento dello slancio di crescita.

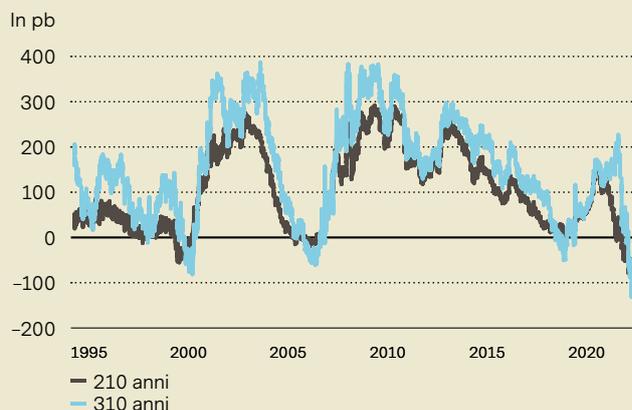
Gli spread delle obbligazioni corporate si sono contratti a livelli insufficienti a proteggere dal calo dello slancio di crescita. La recente performance delle obbligazioni corporate rispetto al debito sovrano non coincide con gli indicatori di crescita previsionali, in un momento in cui la Fed mira a inasprire la politica monetaria per rallentare la domanda e raffreddare l'inflazione. Una politica monetaria restrittiva generalmente non favorisce la performance del mercato del credito.

**Gli standard di prestito peggiorano (condizioni più rigide), a indicare un ampliamento degli spread**

L'assenza di valutazioni interessanti, i maggiori rischi ciclici per la redditività delle aziende e i rischi di declassamenti e default associati ci inducono a sottopesare l'high yield.

Un tema caldo è il recente «Senior Loan Officer Survey on Bank Lending Practices» della Fed: il report ha indicato un inasprimento degli standard di prestito, che rende più difficile per alcune aziende accedere a prestiti commerciali e industriali (C&I), con un potenziale rialzo di rendimenti e spread. Standard più rigidi sono storicamente correlati a un aumento degli spread (cfr. grafico 2). I prestiti C&I possono offrire finanziamenti d'emergenza alle aziende in caso di bisogno, e senza di essi alcune potrebbero essere in difficoltà a rimborsare il debito. Le valutazioni delle obbligazioni dei mercati emergenti stanno migliorando e sono ora interessanti, con spread di breakeven che offrono una certa protezione. Dato il mix di rendimenti elevati, valutazioni interessanti e contesto globale più favorevole per il reddito fisso l'outlook per il debito dei mercati emergenti è migliorato.

**Grafico 1: I rendimenti dei Treasury riflettono già un calo ciclico dello slancio economico**



Fonte: Bloomberg, Vontobel

**Grafico 2: Gli standard di prestito peggiorano (condizioni più rigide), a indicare un ampliamento degli spread**



Fonte: Bloomberg, Vontobel

# «Should I Stay or Should I Go» – prendiamoci una pausa



—  
Mario Montagnani  
Senior Investment Strategist,  
Vontobel

**Il leggendario brano della band punk rock inglese The Clash è stato scritto nel 1981, quasi un anno dopo che l'inflazione dei prezzi al consumo negli USA aveva raggiunto un picco superiore al 14 percento a marzo 1980. In quel periodo l'indice S&P 500 ha guadagnato oltre 30 punti percentuali, in termini assoluti. Dal picco dell'inflazione negli USA di fine estate 2022, stiamo assistendo a qualcosa di simile. È tempo di abbandonare il campo e prendere profitto?**

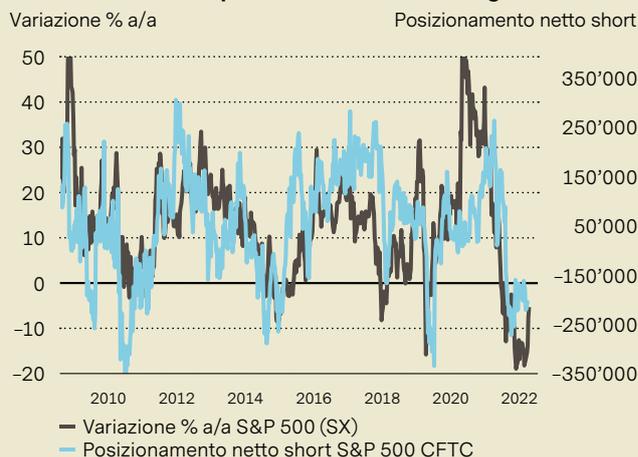
I mercati azionari hanno beneficiato di un rally significativo dalla fine di settembre 2022 grazie a una serie di fattori positivi tra cui i segnali di un calo dell'inflazione negli USA e in Europa, l'indebolimento del dollaro, la riapertura dell'economia cinese, l'allentamento delle restrizioni della filiera, dati economici migliori del previsto, un calo dei prezzi dell'energia accompagnato da una stagione invernale più mite delle attese in Europa e, non da ultimo, un moderato aumento della liquidità aggregata delle banche centrali. Questi fattori hanno aumentato la probabilità di un soft landing, allontanando la prospettiva della tanto temuta (seppur tanto attesa) recessione profonda. Ciò ha influito favorevolmente sul sentiment degli investitori fortemente negativo alla vigilia del nuovo

anno, che si rifletteva in un posizionamento corto sull'azionario (cfr. grafico 1).

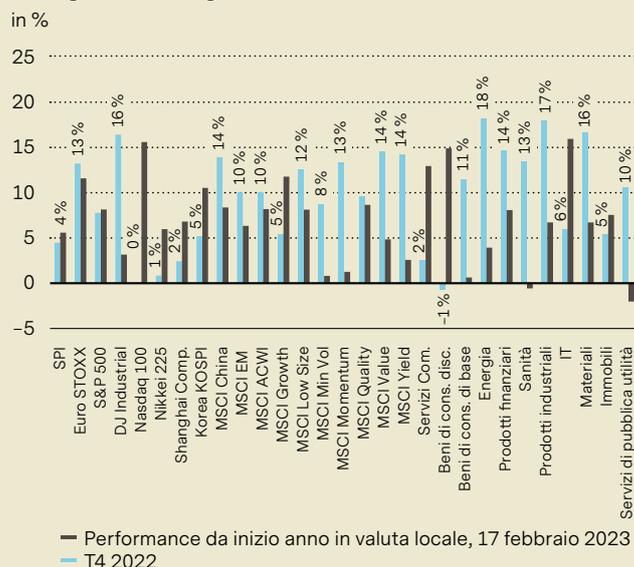
Dall'inizio di gennaio il calo dei rendimenti, insieme a una riunione di febbraio del Federal Open Market Committee più accomodante del previsto, ha innescato una sostanziale rotazione verso settori più ciclici e orientati alla crescita, tra cui tecnologia, beni di consumo discrezionali e titoli industriali per citarne alcuni. Al contempo gli stili growth, quality e small size hanno sovraperformato gli stili value, yield e momentum, giocando a favore dell'azionario europeo e statunitense, seguito dai mercati emergenti (cfr. grafico 2). A livello corporate, le previsioni di utile per il 2023-24 hanno proseguito su un trend discendente da settembre, nonostante un inizio leggermente incoraggiante per la stagione di reporting e l'outlook 2023. In assenza di un reale supporto a livello di fondamentali, questo ha inevitabilmente comportato un sostanziale re-rating nei multipli di valutazione su gran parte dei mercati.

Da un lato, gli indicatori tecnici per i mercati azionari rimangono moderatamente favorevoli nel breve periodo. Dall'altro, è previsto un ulteriore deterioramento della crescita economica che dovrebbe penalizzare gli utili e il sentiment, determinando volatilità sui mercati azionari. Siamo quindi propensi per il «to go», considerando il nostro outlook ancora prudente per l'economia globale, che incorpora la possibilità di una recessione negli USA e lo scenario di una virata della Fed più tardiva del previsto. Con un'azione opportunistica, stiamo effettuando qualche presa di profitto ridimensionando la nostra posizione sull'azionario, dal sovrappeso di fine settembre a neutrale.

**Grafico 1: Le posizioni corte nel quarto trimestre erano simili alla crisi europea o la crisi finanziaria globale**



**Grafico 2: Il Nasdaq con grande presenza di società tech ha registrato il migliore inizio d'anno un due decenni**



# L'outlook per il petrolio: venti contrari a breve termine, venti favorevoli a lungo termine



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

Negli ultimi due anni, il petrolio ha goduto di un posto al sole. Dopo il crollo associato alla pandemia nel 2020, quando il prezzo del petrolio è precipitato in territorio negativo a -37 dollari a barile, alla fine del 2021 l'oro nero è risalito a circa 75 USD per poi superare addirittura i 120 USD in certi periodi dello scorso anno. Tuttavia, da alcuni mesi, nuvole scure si stanno addensando all'orizzonte.

## Venti contrari a breve termine: minaccia di una recessione, scorte solide, produzione russa

Oltre alle continue preoccupazioni legate a una recessione, anche le scorte abbondanti penalizzano il prezzo dell'oro nero. La Cina ha ancora riserve a sufficienza dopo anni di politica zero-Covid. Anche gli USA sono in una situazione solida: il governo ha di recente annunciato l'immissione sul mercato di altri 26 milioni di barili dalla sua Riserva strategica. Le scorte non comprese nella Riserva strategica sono a loro volta aumentate nettamente (cfr. grafico 1).

Un altro vento contrario potrebbe essere rappresentato dalla Russia. Diversamente da quanto previsto, la produzione di petrolio russo non è calata lo scorso anno bensì è aumentata di due punti percentuali pieni (passando a 535 milioni di tonnellate o a 10.7 milioni di barili al giorno). Mentre i Paesi occidentali si sono tenuti alla larga dal petrolio degli Urali russo, l'India e la Cina hanno tratto vantaggio dal netto sconto rispetto ad altri gradi. In ragione del tetto di prezzo e delle sanzioni, i ricavi della Russia dal settore del gas e del petrolio sono scesi significativamente. In questo contesto, il taglio di produzione recentemente annunciato di 500'000 barili al giorno risulta sensato (perché un irrigidimento dell'offerta potrebbe spingere al rialzo i prezzi del petrolio).

## La scarsità di investimenti dovrebbe supportare i prezzi del petrolio nel lungo periodo

Nonostante questi venti contrari a breve termine, le prospettive di più lungo periodo per il petrolio rimangono positive. Anche se le Big Oil hanno più che raddoppiato i loro profitti lo scorso anno (arrivando a 219 miliardi di dollari USA), appaiono riluttanti a investire in nuova capacità produttiva alla luce della maggiore regolamentazione e di altri fattori (cfr. grafico 2). Piuttosto, rimangono focalizzate sul soddisfare gli investitori con dividendi abbondanti e programmi di riacquisto di azioni. E questo potrebbe perpetuare anni di investimenti insufficienti nel settore e determinare un rischio di rialzo a lungo termine per i prezzi del petrolio.

### Grafico 1: Le scorte di petrolio USA sono recentemente aumentate

Milioni di barili

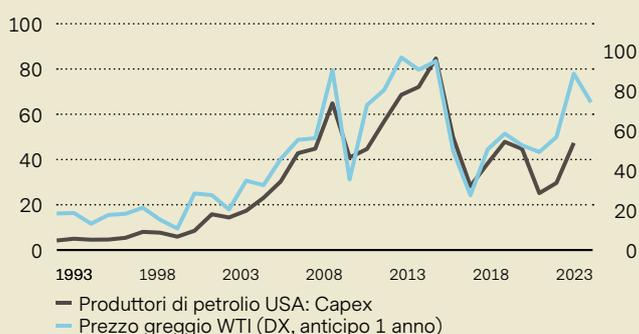


Fonte: US Department of Energy, Vontobel  
Al 17 febbraio 2023

### Grafico 2: Crescita capex destinata a rimanere scarsa, aziende che restituiscono il denaro agli azionisti

In miliardi di dollari USA

USD a barile



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel  
Al 17 febbraio 2023

# Cosa c'è dietro il rally del dollaro?



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

**Il dollaro continua a recuperare lentamente parte delle ampie perdite registrate da ottobre. La svolta è stata chiaramente trainata dalla rivalutazione del ciclo della Fed, dove la fazione «più alti più a lungo» risulta dominante. Ma qual è la tendenza sottostante?**

La maggior parte degli investitori si aspetta che i tassi USA rimarranno più alti per un periodo più lungo rispetto a quanto previsto, sulla scia delle continue dichiarazioni aggressive della Fed. L'incrollabile retorica della BCE inoltre incoraggia un rendimento in euro positivo, ma il differenziale euro-USA relativo si è indebolito, mantenendo esposto il cambio euro-dollaro dopo un rally trainato dai rendimenti negli ultimi tre mesi. I mercati finanziari stanno ascoltando i corvi della Federal Reserve USA e apportando significativi aggiustamenti al ciclo della Fed perché i dati sui prezzi e sull'attività economica negli USA si stanno dimostrando più solidi del previsto. A nostro avviso l'attuale rally del dollaro è probabilmente una correzione di una sottostante tendenza ribassista nel 2023.

Nel complesso prevediamo che l'Indice USD si muoverà lateralmente nelle prossime settimane in un contesto di fondamentale incertezza, mentre i rischi rimangono orientati verso una debolezza del dollaro piuttosto che verso una spinta sostenuta al rialzo. Un rally del dollaro USA più sostenibile richiederebbe un deterioramento significativo nell'outlook macroeconomico globale.

## E l'euro?

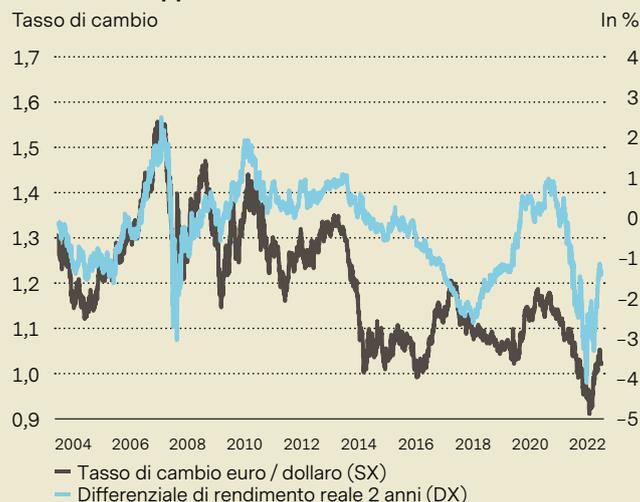
L'euro si è apprezzato sulla scia delle crescenti evidenze del fatto che l'economia regionale ha superato la crisi dell'energia molto meglio rispetto a quanto molti temevano, e questa minaccia si è ora dissipata. Più di recente, l'euro si è consolidato. La BCE ha ribadito in occasione dell'ultima riunione di politica monetaria che persegue «un approccio di rialzo dei tassi di entità significativa e ritmo sostenuto.» Infatti, dopo essere rimasta indietro rispetto alla Fed dopo la pandemia, la BCE è ora determinata ad alzare i tassi di interesse per tenere sotto controllo l'inflazione. Si tratta di un fattore positivo per l'euro, perché avrà molto più da scontare in termini di rialzi dei tassi rispetto al dollaro USA.

**Grafico 1: Il dollaro recupera parte delle ampie perdite registrate da ottobre**



Fonte: Bloomberg, DB, Vontobel

**Grafico 2: Il trend dei differenziali dei tassi d'interesse continua a supportare l'euro**



Fonte: Bloomberg, DB, Vontobel

## Economia e mercati finanziari 2021 – 2024

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

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

<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	2,50	3,33	3,21
USD	0,25	4,50	4,75	5,10	4,30
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,09	-0,08
GBP	0,25	3,50	4,00	4,25	3,95
CHF	-0,75	1,00	1,00	1,48	1,45
AUD	0,10	3,10	3,35	3,65	3,45
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	2,34	1,97
USD	1,5	3,9	3,81	3,62	3,29
JPY	0,1	0,4	0,51	0,61	0,60
GBP	1,0	3,7	3,49	3,30	3,01
CHF	-0,1	1,6	1,45	1,53	1,51
AUD	1,7	4,1	3,81	3,67	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	0,99	1,00	1,01
CHF per USD	0,91	0,94	0,92	0,92	0,92
CHF per 100 JPY	0,79	0,72	0,69	0,72	0,74
CHF per GBP	1,23	1,12	1,11	1,13	1,15
USD per EUR	1,14	1,06	1,07	1,09	1,12
JPY per USD	115	130	134	127	124
USD per AUD	0,73	0,67	0,69	0,71	0,73
GBP per EUR	0,84	0,88	0,89	0,89	0,89
CNY per USD	6,37	6,91	6,86	6,75	6,60

<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	88	88	93
Oro, USD per oncia troy	1'829	1'824	1'845	1'839	1'873
Rame, USD per tonnellata metrica	9'720	8'372	8'988	8'525	9'163

<sup>1</sup> Ultimo trimestre disponibile

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

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

# Informativa e disclaimer

## 1. Conferma analista

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

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

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

