

Vontobel

Investors' Outlook

Quando la Fed starnutisce ...



Aprile 2023



3 Editoriale

4 Strategia d'investimento

Affrontare il maltempo

6 Mercato in sintesi

Prime crepe sul mercato del lavoro USA

8 Viewpoint

E' il momento di puntare sulla qualità nell'azionario USA

12 Asset class sotto la lente

16 Previsioni

Pubblicazione a cura di

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo

Editor

Corinne Gretler (caporedattore)
Redazione Investment Content

Autori*

Chul Chang,
Portfolio Manager, Senior Research Analyst,
Vontobel

Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel

Ben Falcone
Head of Client Portfolio Manager,
Team Quality Growth Boutique,
Vontobel

Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Frequenza

Dieci edizioni l'anno
(prossima edizione maggio 2023)

Concept

MetaDesign AG

Grafica e realizzazione

Vontobel

Immagini

Gettyimages,
Vontobel

Termine ultimo per questa edizione

5 aprile 2023

Commenti

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

Quando la Fed starnutisce ...



Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Cari lettori,

il periodo di incubazione tra i rialzi dei tassi da parte delle banche centrali e la comparsa dei primi sintomi nell'economia reale è ormai finito.

Gli eventi di questo mese hanno mostrato come non sia possibile innalzare i tassi d'interesse senza conseguenze. La prima ondata di problemi nei mercati delle criptovalute ha avuto ripercussioni sul settore del venture capital per poi contribuire al primo vero crollo nei mercati regolamentati e nel settore bancario; si è quindi diffuso il timore di un possibile contagio ed è scoppiata una crisi di fiducia. La situazione si è rivelata talmente fragile che una semplice dichiarazione tramite cui il primo azionista di Credit Suisse ha escluso la possibilità di ulteriori investimenti è stata sufficiente a innescare una perdita di fiducia e a segnare il destino dell'istituto.

Con il frenetico susseguirsi delle notizie, a forza di cercare su Google lo stato di salute delle aziende alcuni investitori hanno iniziato a chiedersi con preoccupazione se l'infreddatura non fosse il primo segnale di una possibile riedizione della crisi finanziaria globale del 2008.

Quale farmaco abbiamo utilizzato per combattere questo malanno? Avevamo già adottato delle misure di prevenzione. La drastica riduzione dei rischi nei nostri portafogli, l'assunzione di un posizionamento neutro sulle azioni e la conferma di uno sottopesato sulle obbligazioni high yield si sono rivelate le mosse giuste per proteggere gli asset dei nostri clienti in vista del trambusto iniziato nel mese di marzo.

Qual è dunque la prognosi per l'economia globale? Al momento le banche centrali si trovano tra l'incudine e il martello: scegliendo tra stabilità dei prezzi e del sistema finanziario sono costrette a ingoiare una pillola amara. Probabilmente sceglieranno la prima opzione, anche se il cocktail di rallentamento dell'economia e indebolimento dell'inflazione rende più probabile una recessione e, di conseguenza, il taglio dei tassi.

Dato l'inasprimento della volatilità nei mercati, crediamo sia troppo presto per affacciarsi alla finestra e cogliere le opportunità percepite: la situazione potrebbe infatti volgere al peggio.

In questo Investors' Outlook troverete la nostra opinione in merito ai più recenti sviluppi nei mercati e nell'economia. Osserveremo più da vicino la situazione del mercato del lavoro statunitense, dove iniziamo a vedere la comparsa delle prime crepe, e valuteremo i danni fatti finora nel settore bancario cercando di capire se ci aspetta un nuovo 2008. Potrete inoltre conoscere i dettagli della nostra asset allocation e scoprire perché abbiamo deciso di non apportare alcun cambiamento.

Il tema centrale di questo mese saranno le azioni USA e come i colleghi della Boutique Quality Growth possono aiutare i nostri clienti a scovare le migliori opportunità offerte dal panorama azionario del Paese, tema di particolare importanza nell'attuale contesto di mercato.

Sebbene prima di compiere ulteriori mosse intendiamo aspettare che le acque si calmino, continueremo a monitorare la situazione cercando di captare eventuali segnali di ripresa.

Buona lettura e ... salute.

→ Webcast

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



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel



Affrontare il maltempo

La realtà economica sta colmando il divario che ci separa dallo scenario di base da noi presentato alla fine del 2022: i rialzi dei tassi hanno iniziato a creare scompiglio nell'economia reale mietendo già le loro prime vittime. Con una recessione divenuta ormai probabile e il mercato del lavoro USA che mostra i primi segnali di raffreddamento, riteniamo di essere ben posizionati per affrontare questo maltempo con una view neutrale sui titoli azionari prediligendo al contempo titoli di Stato e oro.

Una corsa agli sportelli e un'ondata di panico che ha provocato massicce vendite di titoli del settore finanziario da parte degli investitori hanno portato al fallimento di Silvergate Capital e Silicon Valley Bank (SVB) negli Stati Uniti. Ne è seguita l'acquisizione da parte di UBS della propria concorrente in crisi Credit Suisse orchestrata dalle autorità svizzere nel tentativo di tamponare la crisi, che ha provocato ripercussioni in tutto il mondo indebolendo inoltre la fiducia del mercato.

Il danno è fatto; gli indicatori economici anticipatori sono destinati con tutta probabilità a scendere rispetto ai propri livelli attuali. Nei prossimi mesi il mercato del lavoro USA finirà sotto i riflettori registrando un peggioramento che culminerà in una recessione, fatto che ha portato storicamente a tagli dei tassi destinati a nostro avviso a concretizzarsi nel corso dell'anno.

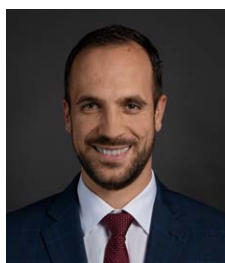
Confermiamo il nostro posizionamento neutrale sui titoli azionari. Le banche centrali hanno iniziato ad assumere toni più accomodanti, ma probabilmente le cose peggioreranno ancora prima di migliorare. In un contesto di rallentamento di crescita economica e inflazione e picco dell'aggressività delle banche centrali, che lascia presagire una riduzione dei tassi e un ampliamento degli spread nei mesi a venire, ribadiamo la nostra view complessivamente neutrale sull'obbligazionario ma con un sovrappeso sui titoli di Stato e un sottopeso sul credito high yield.

È poi ancora opportuna una view neutrale sulle materie prime. Da una parte il rallentamento dell'economia e il picco dell'inflazione implicano che per il momento le migliori performance per le materie prime siano forse alle nostre spalle. Dall'altra la prospettiva di un ritorno sulla scena dal punto di vista economico per la Cina rappresenta un buon argomento a sfavore di un sottopeso. Continuiamo a prediligere l'oro con un posizionamento sovrappesato come copertura efficiente contro rischi di recessione e incertezze geopolitiche rivelatosi particolarmente appropriato nel corso del mese scorso. Per i dettagli si rimanda a pagina 5.

	SOTTOPESO		NEUTRALE	SOVRAPPESO		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
1 Liquidità			→			Per il momento manteniamo invariato il nostro posizionamento sulla liquidità, ma siamo pronti a reinvestire capitale non appena si presenteranno opportunità di ingresso interessanti.
2 Obbligazioni			→			Restiamo neutrali sul reddito fisso e manteniamo il sovrappeso in obbligazioni governative. Il nostro scenario di base è incentrato sul rallentamento di crescita e inflazione e sul raggiungimento di un «picco» della politica monetaria aggressiva delle banche centrali. Tale combinazione lascia presagire una diminuzione dei tassi e un ampliamento degli spread nei prossimi mesi. Pertanto, riteniamo preferibile mantenere una posizione di sovrappeso in obbligazioni governative e una view negativa sulle obbligazioni high yield. Siamo neutrali sul credito investment grade e restiamo leggermente sovrappesati sul debito dei mercati emergenti in valuta forte, assumendo di conseguenza una view complessivamente neutrale sul comparto del reddito fisso, invariata rispetto al mese scorso.
3 Azioni			→			Nella riunione del mese scorso, il Comitato Investimenti di Vontobel ha deciso di realizzare prese di beneficio sul sovrappeso azionario assunto a fine settembre 2022. Abbiamo riportato il peso azionario a neutrale e riallocato i proventi in liquidità, dichiarandoci pronti a reinvestirla qualora dovessero presentarsi opportunità migliori. In assenza di catalizzatori a breve termine, a nostro avviso il rally potrebbe perdere slancio e causare volatilità sul mercato azionario. Le banche centrali hanno iniziato ad assumere toni più accomodanti, ma probabilmente le cose peggioreranno prima di migliorare. Di conseguenza, riteniamo che non sia (ancora) il momento di tornare ad assumere una posizione di sovrappeso. Poiché le nostre previsioni sull'economia mondiale rimangono prudenti e continuiamo ad attenderci una recessione negli Stati Uniti e una svolta della Federal Reserve Bank più avanti, riteniamo ragionevole mantenere la rotta e confermare la nostra view neutrale in tutte le regioni.
4 Oro				→		Manteniamo il sovrappeso nell'oro. Da molto tempo sosteniamo che il metallo giallo sia uno strumento di copertura efficace contro rischi di recessione e incertezza geopolitica e ciò si è rivelato particolarmente vero il mese scorso. Inoltre, ci stiamo avvicinando a un punto di svolta accomodante da parte delle banche centrali – un elemento storicamente positivo per l'oro.
5 Materie prime			→			La crescita economica sta rallentando, mentre l'inflazione ha raggiunto il picco. Questo significa che l'asset class potrebbe essersi lasciata alle spalle i suoi giorni migliori per il momento. Allo stesso tempo, la prospettiva di una ripresa della crescita in Cina – grande consumatrice di materie prime – non è favorevole all'assunzione di una posizione di sottopeso.
6 Strategie alternative			→			Manteniamo una view complessivamente neutrale sugli investimenti alternativi e confermiamo le nostre posizioni nelle sotto-asset class (ovvero moderato sottopeso negli hedge fund e posizione neutrale nel settore immobiliare).

Prime crepe sul mercato del lavoro USA

Nei mesi scorsi il mercato del lavoro statunitense si è dimostrato inossidabile. Non importa con che frequenza e in che misura la Fed innalzasse i tassi: il mercato del lavoro non si è mai lasciato mettere in ginocchio. Ora, però, gli interventi sui tassi operati dalla Fed cominciano a lasciare qualche segno. Quali sono le ripercussioni in termini di crescita e inflazione?



Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel



Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

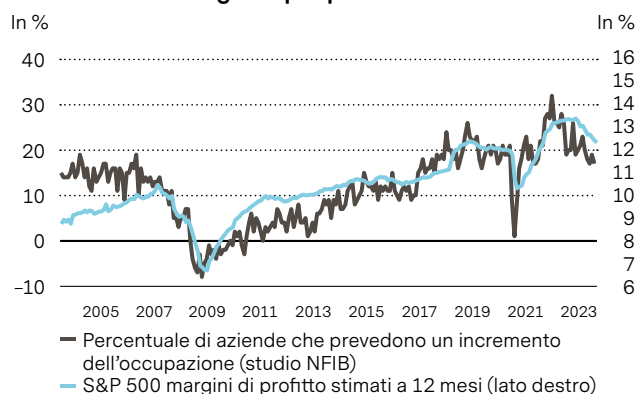
Perché le autorità monetarie e i mercati finanziari dedicano così tanta attenzione a questo segmento inossidabile? Da un canto la disoccupazione in crescita è un indicatore piuttosto attendibile di recessione. Dall'altro, un mercato del lavoro teso si accompagna a una persistente pressione sulle retribuzioni, contribuendo ad alimentare l'inflazione già elevata.

In questo contesto vale la pena osservare come finora le aziende USA non solo abbiano mantenuto la propria forza lavoro, ma anche come, mese dopo mese, abbiano creato nuovi posti. Questo fenomeno è reso evidente dai cosiddetti «non-farm payroll» – gli occupati dei settori diversi dall'agricoltura – sempre a livelli nettamente superiori a quelli pre-pandemia. Se si scorrono questi dati a livello di singoli settori è possibile osservare come finora non si siano registrate perdite di posti di lavoro degne di nota nei settori di rilievo, nemmeno nel comparto dell'edilizia attualmente in forte calo.

Le ragioni alla base di questa robustezza del mercato del lavoro sono molteplici. In primo luogo, si trova a confrontarsi con il classico «problema domanda-offerta». Cosa significa? La politica monetaria della Fed punta a far diminuire la domanda di beni e servizi, il che a sua volta dovrebbe comportare una riduzione della domanda della forza lavoro. Ma la Fed influisce solo in misura limitata

sul lato «offerta» dell'equazione, vale a dire sulla forza lavoro disponibile. Questo fattore si è ridotto notevolmente a seguito della pandemia di Covid-19 ed è ancora a un livello inferiore a quello pre-pandemia, anche perché il numero di lavoratori meno giovani che si sono ritirati dalla vita lavorativa è stato proporzionalmente maggiore.

Grafico 1: I margini di profitto (ancora) non forniscono alle aziende una ragione per procedere a licenziamenti



Inoltre, le aziende si sono finora gestite bene. I margini di profitto si sono contratti, ma continuano a essere elevati rispetto agli standard storici (grafico 1). Ciò permette alle aziende di mantenere la propria forza lavoro o addirittura di occuparne di nuova, quantomeno per ora.

Importante: gli indicatori del mercato del lavoro sono indicatori di ritardo

Tuttavia, il ritardo non implica un annullamento: il mercato del lavoro impiega solitamente un po' di tempo per adeguarsi all'andamento dell'economia nel suo complesso. Un esempio di questo fenomeno è la componente degli ordini in entrata («new orders») dell'Institute for Supply Management (ISM). I dati sull'occupazione non agricola citati in apertura sono in genere in ritardo di tre trimestri rispetto a quelli sui nuovi ordini. Se si fa affidamento sui dati storici, i cosiddetti «non-farm payroll» potrebbero virare in negativo già a maggio 2023.

Un altro indicatore anticipatore per il mercato del lavoro USA è rappresentato dai criteri per la concessione di prestiti, che pure anticipano di tre trimestri il dato relativo alle perdite di posti di lavoro (grafico 2). Negli ultimi mesi le banche hanno sensibilmente inasprito le condizioni per la concessione di prestiti, per cui a breve anche la perdita di posti di lavoro dovrebbe farsi sentire.

Si osservano le prime crepe

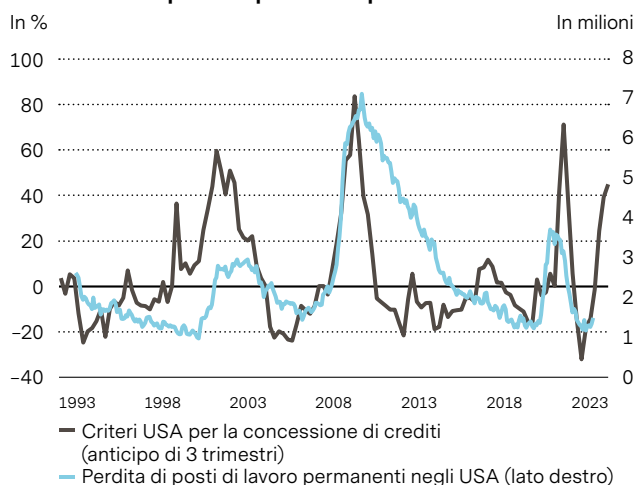
A fine 2022 abbiamo presentato il nostro scenario base per il 2023, segnalando il rischio di recessione. Faceva

parte di tale scenario anche il netto rallentamento del mercato del lavoro USA. Continuiamo a ritenere che gli effetti negativi di tassi più elevati si ripercuoteranno sul mercato del lavoro con un ritardo di nove-dodici mesi, in questo caso quindi nel corso del secondo trimestre.

Attualmente iniziano a moltiplicarsi i segnali che lasciano trasparire come il segmento incrollabile abbia effettivamente cominciato a vacillare. Stando a un rapporto dell'agenzia di reclutamento Challenger, a febbraio i licenziamenti sono stati 77'770, in netto aumento rispetto allo scorso anno. Ulteriori segnali di rallentamento sono la diminuzione del tasso di abbandono del posto di lavoro, che riflette il calo della fiducia nel mercato del lavoro, e la riduzione dell'orario di lavoro settimanale medio.

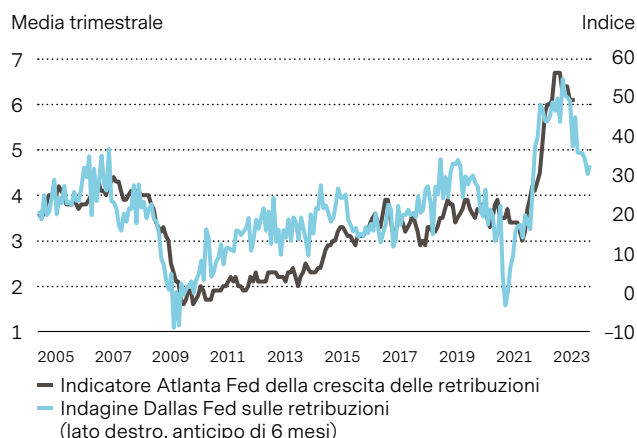
Questa frenata del mercato del lavoro si tradurrà secondo noi in un indebolimento della crescita delle retribuzioni – un importante fattore d'inflazione – rispetto agli attuali valori elevati. Un fenomeno che già si sta delineando all'orizzonte. Il dato della retribuzione oraria media («average hourly earnings») ha iniziato a ridursi. Recentemente è sceso anche il cosiddetto indice del costo del lavoro («employment cost index»), rilevamento effettuato dall'ufficio statunitense di statistica del lavoro avvalendosi dei libri paga dei datori di lavoro. Da sondaggi effettuati dalle Fed Bank regionali – come la Federal Reserve Bank of Dallas – emerge un quadro analogo (grafico 3).

Grafico 2: In passato l'inasprimento dei criteri per i crediti ha comportato perdite di posti di lavoro



Source: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafico 3: Rallentamento della crescita delle retribuzioni in vista





E' il momento di puntare sulla qualità nell'azionario USA

Il 2022 è stato un anno difficile per gran parte dei principali mercati azionari, e gli Stati Uniti non fanno eccezione: i tre indici statunitensi più importanti hanno registrato il loro peggior risultato annuo dal 2008. È stata una tempesta perfetta fatta di un'inflazione persistentemente elevata, rallentamento della crescita economica, aggressivi rialzi dei tassi, prezzi energetici alti e volatili, guerra in Ucraina e inasprimento delle tensioni tra Stati Uniti e Cina. Malgrado l'inizio incoraggiante del 2023, i recenti fallimenti di Signature Bank e Silicon Valley Bank (SVB) negli Stati Uniti, nonché la fusione tra Credit Suisse e UBS, hanno messo in discussione la stabilità del sistema finanziario e lo stato di salute delle banche di tutto il mondo. I mercati evidenziano un certo nervosismo a causa dell'incertezza con cui continuano a dover fare i conti gli investitori. Una ripresa per l'azionario USA è possibile? La Fed dovrà vedersela con un atterraggio duro o morbido? Gli utili hanno superato il loro picco negativo?



Chul Chang
Portfolio Manager,
Senior Research Analyst,
Vontobel



Ben Falcone
Head of Client Portfolio Manager,
Team Quality Growth Boutique,
Vontobel

Invece di rispondere alle domande più pressanti per gli investitori, riteniamo che la migliore linea di difesa in tempi difficili sia concentrarsi sui fondamentali, mantenere una prospettiva a lungo termine e prepararsi al peggio. Per questo puntiamo a investire in società di qualità, con fattori economici sottostanti favorevoli e flussi di utili prevedibili e sostenibili. Negli Stati Uniti continuiamo a trovare aziende che soddisfano i nostri stringenti criteri d'investimento e, a nostro avviso, per affrontare con successo i mercati quest'anno occorrerà un approccio all'azionario statunitense basato sulla qualità.

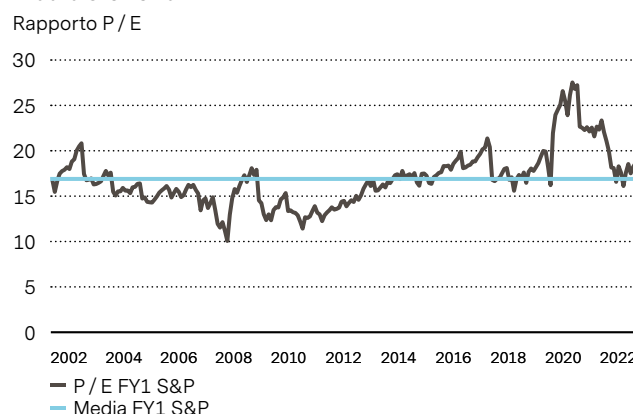
Azionario statunitense: risultati assicurati

Il mercato azionario statunitense rimane il più grande e liquido al mondo. Gli Stati Uniti ospitano un gran numero di aziende leader a livello globale, come Amazon e Alphabet, con un approccio innovativo e in grado di trasformare le proprie idee in prodotti e servizi di successo in tutto il mondo. Investendo in società quotate negli Stati Uniti è possibile acquisire accesso ai mercati internazionali: di fatto le prime 10 aziende statunitensi per capitalizzazione di mercato appartenenti all'indice S&P 500 realizzano in media il 44 per cento dei propri ricavi al di fuori degli Stati Uniti. E' importante sottolineare che secondo gli indici di mercato generali le società statunitensi, nel loro complesso, sono più redditizie dei propri concorrenti.

Le valutazioni dei titoli azionari statunitensi sono notevolmente calate. Questa brusca correzione ha creato un contesto propizio affinché i gestori che puntano sulla qualità possano individuare migliori punti d'ingresso. Il sell off registrato nel settore tecnologico ha giustamente punito molte società speculative e di minore qualità, ma

ha anche pesato indiscriminatamente sulle valutazioni di alcune aziende tech di altissima qualità. Tali dislocazioni creano l'opportunità di rafforzare i propri investimenti in società di qualità a prezzi più convenienti. Non è chiaro se i mercati si stiano avvicinando alla fine di questa compressione delle valutazioni, ma nel corso di quest'anno la debolezza economica inizierà a farsi sentire mettendo sotto pressione gli utili delle aziende (figura 1).

Figura 1: I multipli di mercato sono tornati alle loro medie storiche



Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Fonte: FactSet

I mercati non possono più fare affidamento su un sostegno artificiale

Fin dalla crisi finanziaria globale, gli Stati Uniti e altre economie sviluppate di grandi dimensioni hanno fornito sostegno ai mercati finanziari tramite tassi d'interesse mantenuti storicamente bassi dalle proprie Banche Centrali, che hanno anche espanso i propri bilanci favorendo i mercati obbligazionari, e fornendo stimoli di bilancio quando necessario. Questo forte cocktail ha dato luogo a un mercato caratterizzato da una bassa volatilità, da una ridotta dispersione e, dunque, da un'elevata correlazione tra i rendimenti dei costituenti dell'indice S&P 500 e dal sempre maggior predominio di un approccio passivo tra gli investitori alla ricerca di un'esposizione al mercato USA.

Il risultato sono stati gli ottimi rendimenti di mercato registrati nel corso di tale periodo. Guardando al futuro, tuttavia, dire che un'inflazione persistente, bilanci delle Banche Centrali ipertrofici e un elevato debito pubblico non sono esattamente fattori positivi sarebbe un eufemismo. Il brusco passaggio a politiche di rialzo dei tassi per contrastare l'inflazione, contestualmente alla riduzione degli attivi a bilancio, lascia presagire potenzialmente un contesto più complicato, come indicato dall'attuale inversione della curva dei rendimenti. Iniziamo già a osservare gli

effetti di questo brusco cambiamento, con la rilevazione forzata degli asset obbligazionari deteriorati da parte di SVB che ha reso necessario un aumento del capitale, innescando una corsa agli sportelli e portando, infine, al crollo dell'istituto con ripercussioni percepite in tutto il settore e nel mondo. I mercati azionari statunitensi hanno iniziato a scontare questo scenario con rendimenti negativi nel 2022; eppure, nel corso del 2023, sussiste ancora un disallineamento tra gli utili attesi dal mercato e quelli tipicamente sperimentati nel corso delle recessioni (figura 2).

Prepararsi a quello che ci aspetta

In fasi di recessione non tutte le società subiscono gli stessi effetti. Non facciamo scommesse su specifiche previsioni in merito a inflazione e recessione, bensì andiamo alla ricerca di società in grado di conseguire buone performance in vari scenari macroeconomici plausibili. Evitando i titoli scambiati a multipli esorbitanti, inoltre, si riduce la propria vulnerabilità ai derating dovuti all'aumento dei tassi di sconto.

Miriamo a investire in società con robusti risultati economici, quali elevati rendimenti del capitale proprio e di quello investito, alti indici di conversione dei flussi di cassa disponibili e così via. Ugualmente importante è la

Figura 2: Azioni USA: utili attesi superiori a quelli sperimentati storicamente nel corso delle recessioni

MESE PICCO POSITIVO	MESE PICCO NEGATIVO	MESI DI CONTRAZIONE	TRIMESTRI DI CALO	VAR. UTILI PER AZIONE
Agosto 1957	Aprile 1958	8	4	-17,0%
Aprile 1960	Febbraio 1961	10	7	-11,7%
Dicembre 1969	Novembre 1970	11	5	-12,9%
Novembre 1973	Marzo 1975	16	4	-14,8%
Gennaio 1980	Luglio 1980	6	4	-4,6%
Luglio 1981	Novembre 1982	16	4	-19,1%
Luglio 1990	Marzo 1991	8	10	-36,7%
Marzo 2001	Novembre 2001	8	5	-54,0%
Dicembre 2007	Giugno 2009	18	7	-91,9%
Febbraio 2020	Aprile 2020	2	4	-32,5%
Durata media contrazione (mesi)		10,3		
Calo medio utili per azione (da picco positivo a negativo)				-29,5%
Calo medio utili per azione escl. bolla dot-com (2001) e crisi finanziaria (2007)				-18,7%

Crescita utili per azione S&P 500 di consensus per il 2023 = 9,08%

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri. La correttezza delle previsioni non è garantita; i risultati effettivi potrebbero differire in maniera sostanziale.
Fonte: FactSet, National Bureau of Economic Research (NBER), D.A. Davidson

Per «mese picco positivo» si intende l'ultimo mese di crescita economica prima della contrazione, mentre «mese picco negativo» indica il fondo della contrazione (secondo NBER). «Variazione utili per azione» basata su utili per azione comunicati da società S&P 500 relativi ai quattro trimestri precedenti e aggiornati su base trimestrale.

prevedibilità di tali rendimenti, favorita da una crescita secolare di lungo corso. Ci teniamo poi alla larga dai titoli ciclici, orientamento che storicamente ha ridotto la volatilità a nostro carico. Altra osservazione importante nell'attuale contesto è che una leva finanziaria superiore aumenta l'impatto sugli utili degli aumenti dei costi; pertanto, ci teniamo prudentemente alla larga dalle società eccessivamente indebitate. Detto ciò, ci stiamo preparando a quello che ci aspetta in tre modi:

- **Mitigare il rischio.** Sottoponiamo ogni azienda a stress test per verificare i rischi di ribasso degli utili e di bilancio in uno scenario di recessione. Prevediamo che le società nel nostro portafoglio dimostrino una maggiore resilienza in termini di utili, nel complesso, a fronte del potenziale calo degli utili aggregati da parte dell'S&P 500 come indice di riferimento. Il nostro sovrappeso sui beni di consumo di base e la mancata esposizione all'energia possono poi proteggerlo dalla volatilità. Titoli come Walmart e Becton Dickinson con una domanda meno correlata all'andamento della situazione macroeconomica, hanno evidenziato una sovraperformance nel corso delle flessioni economiche del passato grazie a consistenti quote di mercato, a una domanda stabile e al loro elevato potere di determinazione dei prezzi.
- **Enfasi sul potere di determinazione dei prezzi.** Con l'esaurimento dei propri risparmi in eccesso da parte dei consumatori e l'ulteriore indebolimento dell'economia si assisterà a una maggiore differenziazione tra le imprese in base alla loro capacità di proteggere i propri margini. Per questo puntiamo su aziende con un elevato potere di determinazione dei prezzi. Synopsys, ad esempio, offre soluzioni di automazione della progettazione elettronica che sono insostituibili per i progettisti di chip nel mercato globale dell'elettronica, fornendogli prezzi resilienti. Il potere di determinazione dei prezzi deriva anche da marchi forti, come Coca-Cola e Pepsi, le quali entrambi hanno conseguito rialzi «vischiosi» dei propri prezzi e margini stabili nell'attuale contesto inflazionistico. Ma può anche provenire da imprese con un forte vantaggio competitivo, come nel caso di Vulcan Materials e del suo monopolio locale nel settore estrattivo.

- **Non confondere una narrativa di successo con un'azienda di qualità.** Nel corso di quest'anno alcuni dei titoli più popolari degli ultimi tempi hanno subito cali significativi. A nostro avviso una società con un modello di business interessante ma senza un chiaro track record di crescita redditizia è solo un'altra narrativa di successo. A volte un'azienda con una narrativa di successo si rivela essere Google, altre volte Yahoo. Oltre ad avere in portafoglio Google, che oggi domina il campo dei motori di ricerca, abbiamo Intuit, che fornisce il ben noto software per la compilazione «fai da te» delle dichiarazioni dei redditi Turbo Tax, ma anche QuickBooks, che sta divenendo il sistema operativo fondamentale delle piccole e medie imprese generando consistenti flussi di cassa.

Anche se lo scorso anno il mercato statunitense ha subito una correzione, per affrontare un futuro incerto e diverso dal passato occorre una serie di competenze approfondite. Crediamo che un'esposizione concentrata ad aziende di alta qualità, il cui valore dipende dalla capacità di generare stabilmente utili e non da fattori di sostegno esterni, rappresenti un'interessante opzione per i potenziali investitori.

Netto cambiamento per i Fed Fund dopo le tensioni sul fronte bancario



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Dopo l'audizione al Congresso del Presidente della Fed Jerome Powell, i rendimenti dei biennali hanno superato il cinque per cento. Alla notizia di SVB sono tornati a scendere, registrando il più forte calo dal crollo dei mercati del 1987. Le turbolenze nel settore bancario globale hanno modificato le aspettative sulla tempistica di taglio dei tassi dei Fed Fund (cfr. grafico 1).

Il nostro outlook generale sul reddito fisso rimane neutrale. Prediligiamo la fascia di qualità più elevata del mercato obbligazionario, come i titoli di Stato, sebbene rileviamo opportunità anche nelle obbligazioni dei mercati emergenti. Manteniamo un orientamento difensivo nei confronti dell'allocazione creditizia, con una posizione neutrale rispetto alle obbligazioni IG e un sottopeso sull'HY.

Il mercato obbligazionario prevede una recessione

Dopo le parole di Powell i rendimenti dei biennali hanno sfiorato il cinque per cento, provocando una forte inversione della curva. Il rendimento dei biennali è stato superiore di oltre l'uno per cento rispetto a quello dei decennali, con l'inversione più netta della curva dagli anni Ottanta. Più la Fed aumenta i tassi, maggiori sono le

probabilità di una recessione profonda. Questo si tradurrà in tagli ancora più marcati dei tassi e in rendimenti obbligazionari molto più bassi. La curva dei rendimenti è un indicatore anticipatore di ciò che accade in economia in quel momento, a differenza dei dati economici, che sono un indicatore ritardato e soggetti a revisioni. Se non è saggio utilizzare la curva come strumento di market timing, sarebbe incauto ignorare il suo messaggio. L'inversione della curva tra biennali e decennali è rimasta marcata (-61 pb), livello che suggerisce una recessione imminente.

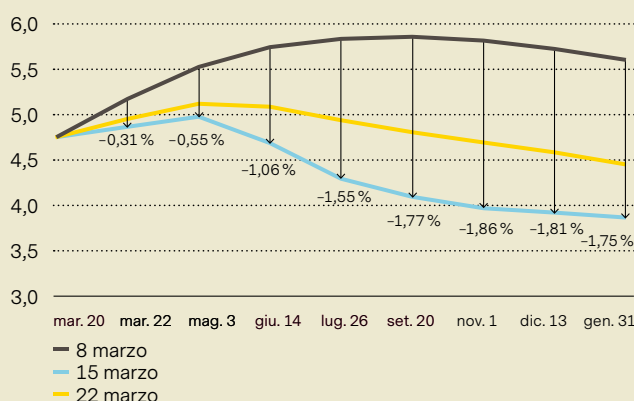
L'andamento dei fondamentali del credito, sempre solidi, è negativo

I fondamentali del credito iniziano a indebolirsi lievemente. I margini di profitto sono in calo nella maggior parte dei settori e gli interessi passivi hanno iniziato a salire, riflettendo il contesto di tassi più elevati. Tuttavia, per ora la leva finanziaria rimane invariata e la crescita del debito prudente. Restiamo fiduciosi in merito allo scenario complessivo dei fondamentali, sebbene la traiettoria sia negativa.

In merito alle valutazioni, sia le obbligazioni IG che quelle HY non dispongono di protezione da un nuovo ampliamento degli spread (cfr. grafico 2).

Grafico 1: Le aspettative per i Fed Fund sono tornate al punto di partenza di fronte a una Fed aggressiva

Prezzi impliciti della Fed, in %



Fonte: Bloomberg, Vontobel

Grafico 2: Lo spread di breakeven dell'HY denota una minore protezione di fronte all'ampliamento degli spread

In pb



Fonte: Bloomberg, Vontobel

Stabilità del sistema finanziario o dei prezzi: il dilemma della Fed



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

Dalla fine di settembre 2022 i mercati azionari hanno registrato un forte rimbalzo. A gennaio le speranze di una svolta anticipata da parte della Fed hanno dato luogo a un rally, andato a scontrarsi a febbraio con lo scetticismo legato alla prospettiva più concreta di tassi più elevati più a lungo del previsto dovuta a sua volta a un'inflazione più persistente delle aspettative. A marzo, poi, qualcosa si è rotto con le ripercussioni del crollo di Silicon Valley Bank (SVB). Siamo tornati al 2008?

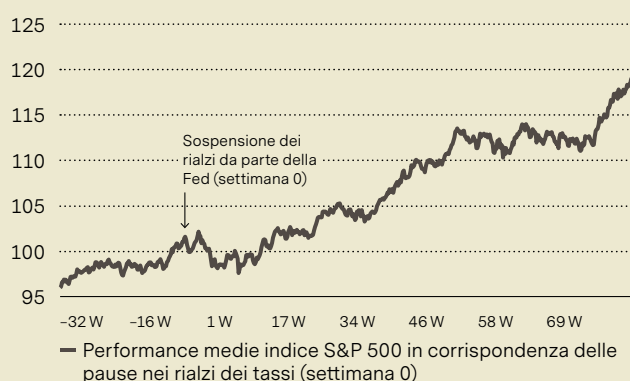
Le recenti turbolenze nel settore bancario hanno destato timori sul difficile compito di trovare un equilibrio tra stabilità del sistema finanziario e dei prezzi con cui sono attualmente alle prese le banche centrali. Questa situazione, a cui si è aggiunta la forte inversione delle curve dei rendimenti, ha determinato un inasprimento della volatilità. Una recessione appare inevitabile, mentre il trambusto provocato dal crollo di SVB potrebbe complicare le decisioni degli istituti centrali spingendoli a ridurre il ritmo dei rialzi dei tassi sebbene un'inflazione elevata renda necessaria la loro prosecuzione. Chiunque si stia chiedendo quale fronte avrà la meglio troverà le risposte nei verbali dell'ultima riunione della Fed, in cui l'istituto ha espresso l'impegno incondizionato e prioritario a mantenere bassa l'inflazione.

Tutto dipende dunque nuovamente da inflazione e rialzi dei tassi. Gli eventi recenti indicano come le banche dovranno in ultima analisi ricalibrare le proprie strategie di erogazione dei prestiti rendendole meno rischiose man mano che l'impatto dei tassi più elevati diverrà più visibile. Imprese e consumatori, con ogni probabilità, ne risentiranno. Gli istituti di credito statunitensi di medie dimensioni svolgono un ruolo cruciale nell'economia, erogando il 60-80 per cento dei prestiti nel segmento residenziale e in quello commerciale (specialmente in ambito immobiliare) e circa il 50 per cento di quelli al consumo. Sul versante positivo, l'attuale crisi bancaria potrebbe divenire un fattore deflazionistico, a sostegno della nostra view secondo cui il trend disinflazionistico osservato a partire da luglio 2022 potrebbe proseguire nel corso di quest'anno. Cercando qualche indicazione nella storia, le banche centrali in genere smettono di innalzare i tassi quando si rompe qualcosa. E nonostante il rialzo giunto dalla Fed lo scorso mese, una pausa nel rialzo dei tassi potrebbe concretizzarsi già verso fine maggio.

Siamo dunque tornati al 2008? A nostro avviso no. Ma nonostante non sembri sussistere alcun rischio sistemico per le banche, non possiamo escludere ulteriori danni collaterali da uno dei cicli di rialzo dei tassi più aggressivi degli ultimi 40 anni. L'ipotesi che la crisi si allarghi fino a colpire altri settori non può essere scartata. In fin dei conti si tratta per definizione del probabile esito di una recessione indotta dalle politiche. Nel breve periodo, senza potenti catalizzatori come un allentamento delle politiche monetarie, i rendimenti azionari rimarranno probabilmente fracchi. Ciò vale anche per una possibile sospensione dei rialzi da parte della Fed in caso di inversione della curva, come sta avvenendo oggi.

Grafico 1: Performance indice S&P 500 in corrispondenza delle pause nei rialzi dei tassi a partire dal 1960

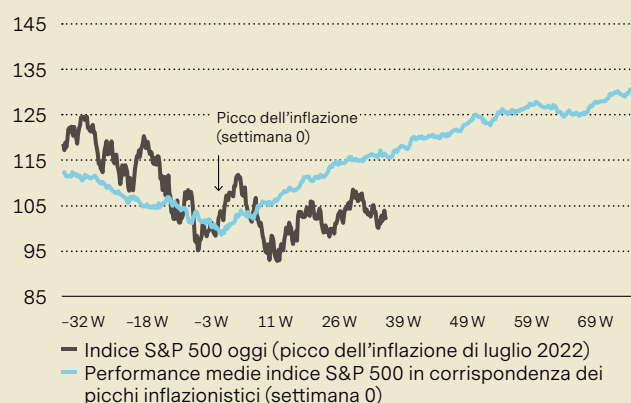
Performance indicizzate in corrispondenza delle pause nei rialzi



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafico 2: Performance medie indice S&P 500 nei periodi di picco dell'inflazione a partire dal 1950

Indice S&P 500 oggi (picco dell'inflazione di luglio 2022)



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

Prezzi alimentari di nuovo in calo dopo un memorabile 2022



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

La «tempesta perfetta» e come si è originata

I prezzi dei beni alimentari sono noti da sempre per la loro volatilità. Prevederne l'andamento non è così semplice, poiché i fattori determinanti sono molteplici. Il prezzo dell'energia è uno dei principali driver. Quotazioni del petrolio elevate non soltanto si riflettono in un aumento dei prezzi di carburanti e fertilizzanti, ma comportano anche uno spostamento dalla produzione alimentare a quella dei biocarburanti. La politica monetaria statunitense rappresenta un altro fattore rilevante. Più alti sono i tassi, meno conviene accumulare scorte e tanto più debole è la speculazione – secondo una stima del Fondo Monetario Internazionale, un aumento del tasso di interesse di riferimento dell'uno per cento determina una diminuzione dei prezzi delle materie prime agricole del 13 per cento dopo un trimestre. Le condizioni meteorologiche costituiscono un terzo elemento: siccità o inondazioni possono causare la perdita dei raccolti. Incidono anche altri shock di offerta, progressi tecnologici e cambiamenti delle abitudini alimentari.

Nel 2022, questo scenario ha fatto da sfondo a una «tempesta perfetta». La situazione era già difficile: nel 2020 alcuni Paesi produttori di cereali hanno introdotto limiti

alle esportazioni per timore di una scarsità di prodotti alimentari, consumatori e imprese hanno iniziato ad accumulare scorte e gli agricoltori sono stati penalizzati dal persistere per il terzo anno consecutivo del fenomeno meteorologico della «Niña», caratterizzato da forti piogge o siccità estrema. Poi è scoppiata la guerra tra Russia e Ucraina, due importanti produttori di frumento. Il conflitto ha comportato un'impennata a livello mondiale dei prezzi alimentari, che hanno raggiunto il massimo storico (Grafico 1).

Perché nel 2023 i prezzi degli alimentari tornano a diminuire?

A nostro avviso, a determinare un'ulteriore diminuzione dei prezzi dei beni alimentari nel corso dei prossimi mesi sarebbero quattro principali fattori:

- Aumenti dei tassi effettuati dalla banca centrale statunitense (Fed).
- Significativa diminuzione dei prezzi dell'energia (Grafico 2).
- Sensibile calo dei prezzi dei fertilizzanti: secondo la società di analisi dei dati DTN/Progressive Farmer, a febbraio i prezzi degli otto principali fertilizzanti sono diminuiti rispetto al mese precedente, cinque dei quali almeno del cinque per cento.
- Nonostante la domanda anelastica, ne va monitorato un certo grado di distruzione: secondo un sondaggio condotto dall'Università di Aarhus, circa il 48 per cento degli intervistati ritiene che la guerra abbia consentito a produttori e rivenditori di beni alimentari di incrementare i propri guadagni. Pertanto, sempre più spesso i consumatori esprimono il loro dissenso rinunciando all'acquisto di alcuni generi alimentari.

Grafico 1: I prezzi degli alimentari sono diminuiti, ma rimangono elevati

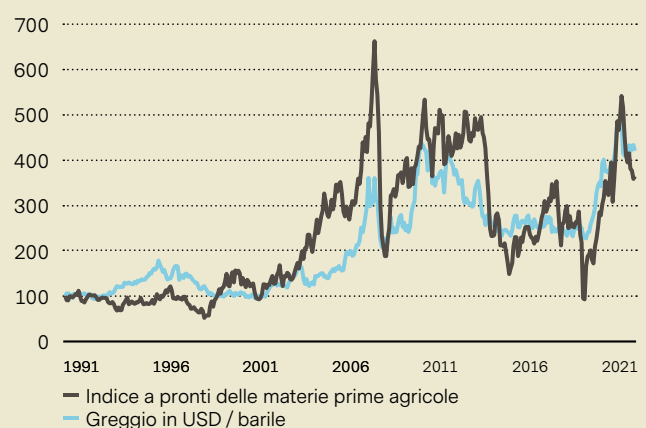
Indice, 2014 – 2016 = 100



Fonte: Organizzazione delle Nazioni Unite per l'alimentazione e l'agricoltura, Vontobel

Grafico 2: Prezzi del petrolio più bassi sono indicativi di prezzi alimentari più bassi

Ribasato a 100



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

La fine del ciclo rialzista della Fed può penalizzare il dollaro



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

I timori sulle vulnerabilità sistemiche del settore bancario innescati dal crollo di SVB, che si sono tradotti in un calo dei rendimenti e in un aumento della volatilità, sono stati il tema di mercato predominante. Sebbene ciò abbia portato a revisioni al ribasso delle previsioni sui tassi per gran parte dei principali istituti centrali, la Banca centrale europea è andata avanti per la propria strada con un rialzo dei tassi di riferimento da 50 punti base in occasione della riunione di marzo. I recenti eventi hanno messo in evidenza il sempre più difficile trade off per le banche centrali tra la necessità di politiche restrittive per contenere l'inflazione e il pericolo di danni sistemici.

Nel medio periodo le performance del dollaro statunitense dipenderanno dalle decisioni di politica monetaria, e rimangono dell'idea che la fine sempre più vicina del ciclo di inasprimento della Fed ne ridurrà verosimilmente l'attrattiva (vedi grafico 1). I segnali più chiari di un rallentamento dell'inflazione negli Stati Uniti creeranno ulteriori difficoltà per la valuta con il sempre maggiore ottimismo dei mercati sulla possibilità di una svolta da parte della Fed. Un contesto più debole sul fronte della propensione al rischio potrebbe tuttavia favorire il dollaro nel medio periodo in quanto bene rifugio.

Probabile un rafforzamento dell'euro

Il drastico repricing del ciclo della Fed ha determinato una significativa diminuzione dei differenziali degli swap EUR/USD a due anni (vedi grafico 2). Dato che i cambi, in genere, sono fortemente influenzati dai tassi nel tratto a breve della curva (che indicano la traiettoria delle rispettive politiche monetarie), la brusca contrazione degli spread dovrebbe portare a un significativo apprezzamento dell'euro. Al momento i mercati scommettono su una svolta a U da parte della Fed, ma scontano anche la possibilità di un maggiore contagio dalle turbolenze nel settore bancario che pesa in ultima analisi sulla propensione al rischio e impedisce per il momento al cambio EUR/USD di virare con decisione verso l'alto.

La presidente della BCE Christine Lagarde ha poi fornito maggiori dettagli sui principali dati di cui terrà conto l'istituto per fissare i tassi, tra cui previsioni sull'inflazione, dati economici e finanziari e dinamiche dell'inflazione sottostante, con un'enfasi sui salari. La BCE sta inoltre monitorando con attenzione la forza del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Sussistono a nostro avviso forti prove che l'aumento dei tassi risk free si stia ripercuotendo rapidamente sui costi di finanziamento per famiglie e imprese, mentre la domanda e l'offerta di credito stanno calando a ritmo sostenuto.

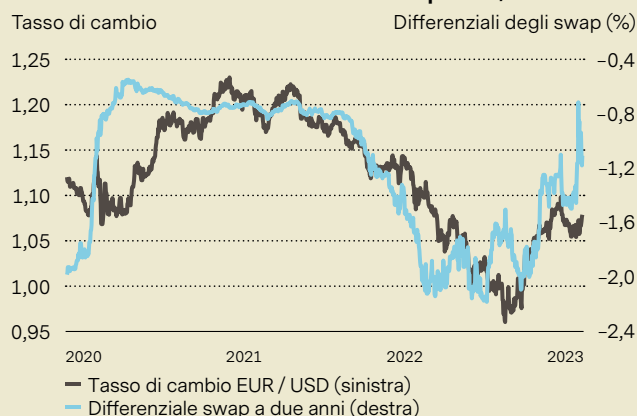
Nell'eurozona, con ogni probabilità, le politiche monetarie rimarranno incisive come in passato; per questo in caso di conservazione della stabilità finanziaria la BCE si prepara a un ulteriore rialzo dei tassi con l'approssimarsi dei mesi estivi.

Grafico 1: La ritirata del dollaro



Fonte: Bloomberg, Vontobel

Grafico 2: Il repricing del ciclo della Fed ha portato a una forte contrazione dei differenziali swap EUR / USD



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.

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

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

TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %)	2021	2022	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
EUR	-0,50	2,00	3,00	3,57	3,51
USD	0,25	4,50	5,00	5,35	4,90
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,08
GBP	0,25	3,50	4,25	4,35	4,05
CHF	-0,75	1,00	1,50	1,69	1,63
AUD	0,10	3,10	3,60	4,00	3,65
CNY	3,80	3,65	4,35	4,30	4,25

RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO, 10 ANNI (IN %)	2021	2022	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
EUR (Germania)	-0,2	2,6	2,20	2,66	2,26
USD	1,5	3,9	3,44	3,66	3,38
JPY	0,1	0,4	0,32	0,64	0,68
GBP	1,0	3,7	3,38	3,49	3,11
CHF	-0,1	1,6	1,14	1,59	1,41
AUD	1,7	4,1	3,19	3,81	3,40

TASSI DEI CAMBI	2021	2022	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS FINE 2024
CHF per EUR	1,04	0,99	0,99	1,01	1,02
CHF per USD	0,91	0,94	0,92	0,92	0,91
CHF per 100 JPY	0,79	0,72	0,70	0,72	0,73
CHF per GBP	1,23	1,12	1,12	1,13	1,14
USD per EUR	1,14	1,06	1,08	1,10	1,12
JPY per USD	115	130	131	127	125,50
USD per AUD	0,73	0,67	0,66	0,71	0,72
GBP per EUR	0,84	0,88	0,88	0,89	0,90
CNY per USD	6,37	6,91	6,88	6,70	6,70

MATERIE PRIME	2021	2022	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
Brent, USD per barile	79	86	75	86,75	95
Oro, USD per oncia troy	1'829	1'824	1'959	1'875	1'875
Rame, USD per tonnellata metrica	9'720	8'372	8'922	8'500	9'350

¹ Ultimo trimestre disponibile

² 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.

Fondamento e metodi di valutazione

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

2. Disclaimer e fonti

Sebbene il produttore ritenga che le informazioni di cui al presente documento si basano su fonti attendibili, non può accettare alcuna responsabilità per la qualità, la precisione, la tempestività o la completezza delle informazioni in esso contenute. La presente relazione di ricerca ha scopo unicamente informativo e non costituisce un'offerta né una sollecitazione ad acquistare, vendere o sottoscrivere, né una consulenza di investimento o su temi fiscali. La stessa è stata redatta senza tenere in considerazione le circostanze finanziarie dei singoli destinatari. Il produttore si riserva il diritto di modificare e/o ritirare in qualunque momento le opinioni espresse nella presente relazione e sottolinea che le dichiarazioni in essa contenute non devono in nessuna circostanza essere interpretate come una consulenza in materia fiscale, contabile, legale o di investimento. Il produttore non garantisce che gli strumenti finanziari in questa sede discussi saranno accessibili ai destinatari, né che saranno adatti alle loro esigenze. Prima di prendere qualunque decisione di investimento, si raccomanda ai destinatari della presente relazione di rivolgersi a un gestore patrimoniale, a un consulente di investimento o ad altro consulente competente per verificare la compatibilità con le proprie circostanze specifiche e le conseguenze legali, normative e di altra natura. Il produttore non considera clienti i destinatari della presente relazione, a meno che non siano in essere altri rapporti commerciali o contrattuali. L'uso della presente relazione, in particolare la sua riproduzione, in tutto o in parte, o la sua distribuzione a terzi, è permesso solamente con il preventivo consenso scritto di Bank Vontobel AG e citando le fonti per intero. Bank Vontobel AG ha adottato provvedimenti organizzativi interni per prevenire potenziali conflitti d'interesse e, laddove tali conflitti di interesse esistano e siano inevitabili, per comunicarli. Per ulteriori dettagli in merito alla gestione dei conflitti di interesse e al mantenimento dell'indipendenza del dipartimento di analisi finanziaria e per le informative in merito alle raccomandazioni finanziarie di Bank Vontobel AG, si rimanda a vontobel.com/CH/EN/MiFID-Switzerland. I dettagli sulle modalità con cui trattiamo i vostri dati sono disponibili nella nostra attuale politica sulla privacy (vontobel.com/privacy-policy) e sul nostro sito web sulla privacy (vontobel.com/gdpr). La presente pubblicazione è ritenuta materiale di marketing nell'accezione dell'Articolo 68 del Swiss Financial Services Act e viene fornita a scopo unicamente informativo. Nel caso in cui non desideriate più ricevere i nostri Investors' Outlook, contattateci all'indirizzo wealthmanagement@vontobel.com.

3. Linee guida e informazioni per Paesi specifici

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

18 Informazioni legali

Additional information for US institutional clients

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

Additional information for UK clients

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

Informazione per investitori italiani

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

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo
Svizzera
vontobel.com

