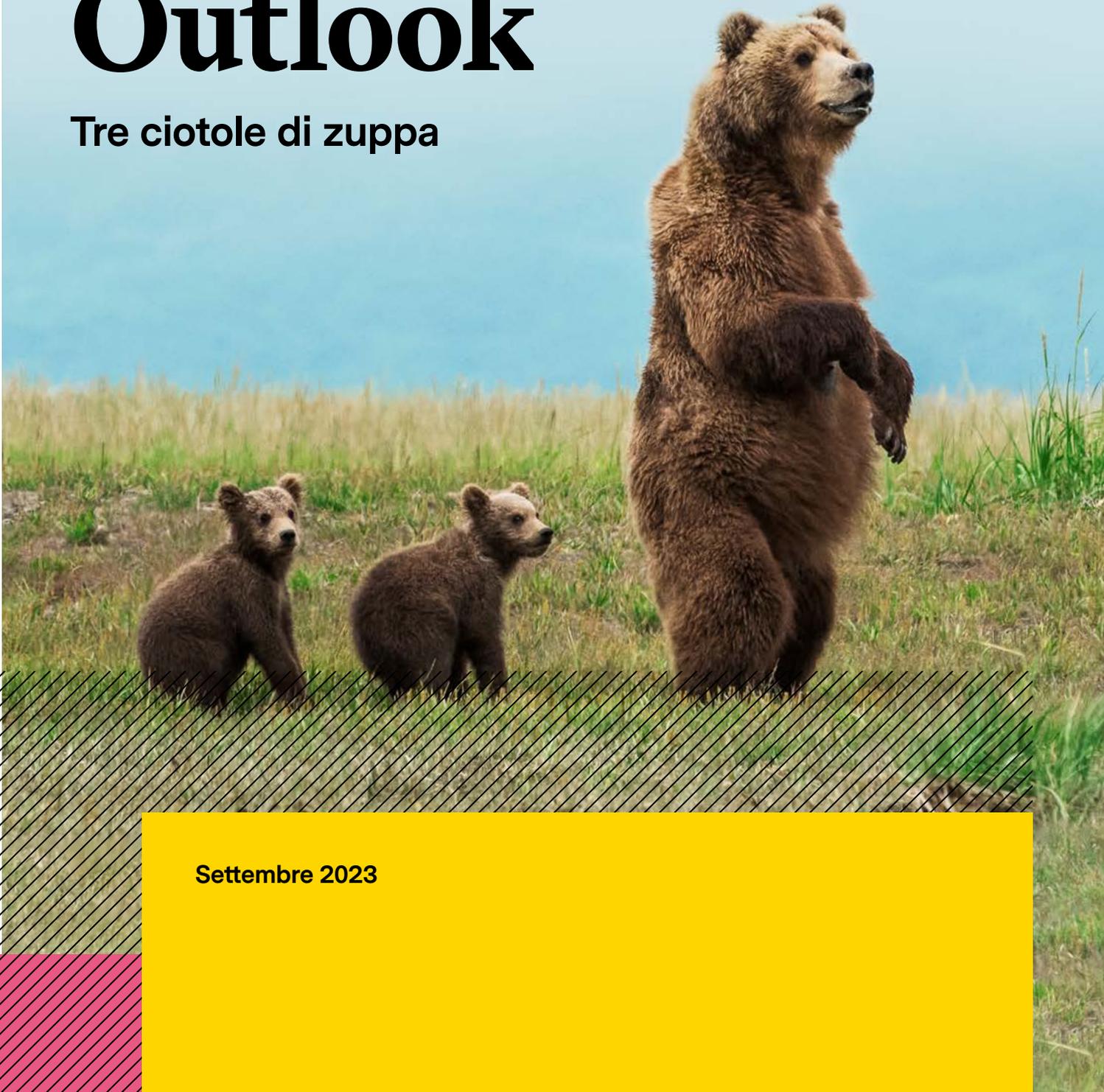


Vontobel

Investors' Outlook

Tre ciotole di zuppa



Settembre 2023

3 Editoriale

4 Strategia d'investimento

Mentre si raffredda...

6 Mercato in sintesi

Inflazione: cosa ci aspetta?

Un percorso saporito o una svolta piccante?

8 Asset class sotto la lente

12 Previsioni

Pubblicazione a cura di
Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo

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

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

Frequenza
Dieci edizioni l'anno
(prossima edizione ottobre 2023)

Concept
MetaDesign AG

Grafica e realizzazione
Vontobel

Immagini
Gettyimages,
Vontobel

Termine ultimo per questa edizione
6 settembre, 2023

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

Tre ciotole di zuppa



Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Cari lettori,

con il ritorno di questa pubblicazione, continuano i cambiamenti nell'economia e nei mercati.

Nel giro di un'estate la situazione è cambiata rimescolando le carte in tavola, anche se i temi nella mente degli investitori sono sempre gli stessi: tassi d'interesse, inflazione e possibile recessione. Gli economisti della Fed hanno rivisto al ribasso le proiezioni sulla recessione, data la sorprendente resilienza dell'economia. Molti investitori sono ora propensi a un atterraggio morbido, oltre alla possibilità di tassi elevati per gli anni a venire.

Crediamo ancora in una recessione – i dati ne indicano una – ma rimandata a fine anno circa. L'Inflation Reduction Act ha offerto parecchi incentivi: i consumi sono elevati, i consumatori sembrano voler spendere come atto finale prima del rallentamento previsto e il mercato del lavoro ha continuato a riservare sorprese, tra cui alcune trattative salariali.

È evidente che l'assenza di atterraggio sembra ottima (chi mai vorrebbe una recessione?), ma tale scenario non riuscirebbe probabilmente a domare l'inflazione e la Fed dovrebbe continuare ad aumentare i tassi con il rischio di provocare danni. Dall'altro lato, una profonda recessione innescata da una Fed troppo zelante avrebbe un effetto domino: riduzione degli investimenti da parte delle società e delle spese da parte dei consumatori e impennata dei tassi di default per società e privati. La Fed potrebbe dover tagliare i tassi in modo aggressivo per salvare l'economia, mentre essere in ritardo avrebbe uno scarso impatto immediato e comporterebbe il rischio di un nuovo rialzo dell'inflazione. Un atterraggio morbido rappresenterebbe lo scenario migliore, generando una

distruzione della domanda sufficiente a riportare l'inflazione sotto controllo e consentendo una pausa per le banche centrali, vedi anche un taglio dei tassi, ove necessario. Spianerebbe inoltre la strada a un futuro non volatile per i prezzi degli asset.

Per usare un'analogia a favore degli investitori, la situazione attuale richiede di trovare la giusta temperatura, proprio come nella favola in cui Riccioli d'oro trova finalmente di suo gradimento la terza ciotola di zuppa dei tre orsi, che non è né troppo calda né troppo fredda, ma appunto giusta.

L'economia è alle prese con i suoi punti deboli. La ripresa della Cina, su cui molti investitori riponevano le loro speranze per stimolare la crescita globale, ha subito una battuta d'arresto. Il deludente momentum economico conferma la nostra view per cui Pechino dovrebbe fornire maggiori stimoli, anche se non riteniamo saranno di vasta portata come previsto da molti.

A prescindere dal fatto che si verifichi o meno una recessione, un portafoglio diversificato contribuisce a gestire la volatilità del mercato. Durante l'ultima riunione dell'Investment Committee abbiamo ridotto gli asset rischiosi e incrementato leggermente le partecipazioni in mezzi equivalenti alla liquidità. Questo Investors' Outlook riporta le dinamiche relative a obbligazioni e petrolio e una checklist in merito ai fattori trainanti dell'inflazione.

Siamo lieti di condividere con voi la nostra ciotola di zuppa e cerchiamo di farlo al meglio.

→ Webcast

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

4 Strategia di investimento



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Mentre si raffredda ...

Chi si aspettava che il mese di agosto sarebbe stato tranquillo per i mercati finanziari – come spesso accade – questa volta è stato colto alla sprovvista. Un mix di notizie provenienti dagli Stati Uniti ha fatto caldo e freddo, mettendo in evidenza i forti contrasti che caratterizzano la prima economia mondiale. Da un lato, abbiamo assistito a un declassamento del suo rating del debito a lungo termine a causa del previsto deterioramento fiscale e del crescente onere del debito pubblico, nonché a una riduzione dei rating di diverse banche in seguito alle sfide poste dal netto incremento dei tassi di interesse. Dall'altro, i dati hanno evidenziato quanto segue: le tensioni sul fronte del mercato immobiliare hanno alimentato la spesa edilizia, il solido mercato del lavoro ha creato nuovi posti di lavoro e i consumatori hanno continuato a spendere.

Resta da vedere quanto a lungo potrà andare avanti questa situazione. Sospettiamo che non lo farà ancora per molto. Dai recenti report sul mercato del lavoro sono già emersi gli incrementi mensili di posti di lavoro più deboli in più di due anni e i risparmi in eccesso si sono ridotti. Il ciclo di inasprimento da parte della Fed deve ancora

manifestarsi nella sua interezza e riteniamo che alla fine si concluderà con una recessione verso la fine dell'anno.

Tuttavia, l'economia statunitense si trova ancora in una posizione migliore rispetto alle controparti. Per l'Eurozona si prospetta un quadro preoccupante, poiché sembra che il settore dei servizi abbia seguito quello manifatturiero in territorio di contrazione. La Cina è alle prese con numerose sfide. Oltre alle vendite al dettaglio e alla produzione industriale peggiori del previsto, sta affrontando anche alcune turbolenze nel settore immobiliare e livelli record di disoccupazione giovanile. L'impatto di eventuali ripercussioni cinesi, a sua volta, rappresenta un potenziale problema per l'Europa, che probabilmente ne risentirà maggiormente.

Abbiamo beneficiato di un forte rally e abbiamo deciso che è il momento giusto per ridurre il rischio chiudendo la posizione di sovrappeso in ambito azionario continuando al contempo a cercare opportunità in determinate regioni. Per i dettagli relativi alle variazioni della nostra asset allocation si rimanda a pagina 5.

	SOTTOPESO		NEUTRALE	SOVRAPPESO		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
1 Liquidità			↗			Abbiamo ridotto il rischio nei nostri portafogli. Abbiamo chiuso la posizione di sovrappeso in ambito azionario di lungo corso, trasferendo parte dei proventi in liquidità, che da sottopeso passa a neutrale. Prevediamo di conservare questa liquidità a titolo di riserva da utilizzare in caso di necessità.
2 Obbligazioni			→			I rendimenti dei titoli di Stato sono saliti per tutta l'estate grazie a dati economici statunitensi migliori del previsto, che hanno fatto riflettere gli investitori in merito alla durata del mantenimento dei tassi elevati da parte della Fed. Alla luce del nostro scenario economico di base (ovvero rallentamento della crescita, calo dell'inflazione e inizio del ciclo di tagli da parte della Fed all'inizio del 2024), continuiamo a ritenere che i rendimenti finiranno per scendere. Conserviamo il sovrappeso sui titoli di Stato nonché sulle obbligazioni dei mercati emergenti (ME), rimaniamo neutrali per quanto riguarda l'investment grade e negativi in merito all'high yield. Confermiamo inoltre le obbligazioni dei mercati emergenti, poiché di solito l'indebolimento del dollaro statunitense (ovvero il nostro scenario di base qualora la Fed diventasse accomodante) favorisce questa sub-asset class.
3 Azioni			↘			Dopo un forte rally di quasi il 30% fino alla fine di luglio*, riteniamo ragionevole realizzare alcune prese di profitto. Riduciamo la nostra esposizione ai titoli dei ME passando a neutrale da lievemente in sovrappeso. Mentre alcuni ME continuano a mostrare un momentum positivo, il sovrappeso dell'indice sulla Cina è stato deludente. Abbiamo inoltre ridotto la nostra esposizione ai titoli europei, portandola da neutrale a un doppio sottopeso, a causa del recente peggioramento degli indicatori anticipatori dell'Eurozona e del profilo ciclico più elevato della regione, nonché per via della nostra convinzione che la regione risentirà maggiormente delle eventuali ripercussioni cinesi. Riteniamo tuttavia che vi siano alcune regioni che dimostrano qualità, resilienza e prevedibilità degli utili. Riallochiamo parte del capitale in azioni statunitensi e svizzere. L'economia statunitense continua a registrare risultati migliori rispetto ad altre; sembra essere in anticipo nella lotta all'inflazione e rimane nel complesso una regione difensiva. Prediligiamo le azioni svizzere per il loro carattere difensivo e resiliente e, soprattutto, per il franco svizzero. Entrambe le regioni sono salite passando da neutrali a lievemente in sovrappeso. Ne consegue una view complessivamente neutrale sulle azioni.
4 Oro				→		Dopo un rally impressionante, l'oro ha ceduto parte dei suoi guadagni, principalmente a causa del fatto che i mercati hanno escluso la possibilità di un taglio dei tassi da parte della Fed nel 2023. Poiché continuiamo a prevedere una recessione negli Stati Uniti verso la fine dell'anno e un taglio dei tassi da parte della Fed nel primo trimestre del 2024, riteniamo che un lieve sovrappeso sull'oro sia ancora giustificato.
5 Materie prime			→			Il mese scorso le materie prime hanno registrato una performance solida. Tale risultato è interamente imputabile al comparto dell'energia. L'azione coordinata dell'OPEC, le sempre più numerose prove relative a una contrazione dell'offerta e i timori in merito a un'escalation della guerra tra Russia e Ucraina hanno spinto al rialzo i prezzi del petrolio. Per il momento manteniamo la nostra view neutrale sulle materie prime.
6 Strategie alternative			→			Ribadiamo la nostra view neutrale sugli investimenti alternativi, invariata rispetto al mese scorso.

Variazioni mensili: invariato → in aumento ↗ in calo ↘

* Si riferisce all'indice MSCI ACWI Net Total Return dal 30.09.2022 al 31.07.2023, in USD e in termini assoluti.

Inflazione: cosa ci aspetta?

Un percorso saporito o una svolta piccante?

L'inflazione si muove un po' come sentimenti di fame: va e viene a ondate. Lo abbiamo visto chiaramente durante la «Grande inflazione» che ha colpito gli Stati Uniti tra il 1965 e il 1982. Nell'ultimo periodo l'inflazione è tornata a salire, e questo ci induce a chiederci se stiamo per assistere a una seconda ondata – con tutte le sue conseguenze negative.



—
Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Per rispondere a questa domanda abbiamo redatto una checklist che esamina 10 potenziali fattori trainanti dell'inflazione (tabella 1). Questi fattori non devono necessariamente manifestarsi simultaneamente – se la storia può insegnarci qualcosa, la presenza di due o tre di essi può essere sufficiente a innescare una seconda ondata.

Tabella 1: Inflation: Second wave checklist

	ELEMENTI NECESSARI	CHECK?
Politica monetaria	Massa monetaria in forte crescita
	Tassi di riferimento reali ridotti
	Forte debolezza valutaria
Shock della domanda	Solida crescita economica
	Stimolo fiscale in forte crescita
	Aspettative inflazionistiche non ancorate
Shock dell'offerta	Un altro shock dei prezzi dell'energia
	Problematiche nelle filiere globali	<input checked="" type="checkbox"/>
	Carenza di immobili residenziali	<input checked="" type="checkbox"/>
	Carenza di manodopera

Note: Not all signals have to be fulfilled to see a second wave of inflation, in the extreme case two or three are already enough. However, expansive monetary policy (at least one out of the first three arguments) is a necessary condition for high inflation.

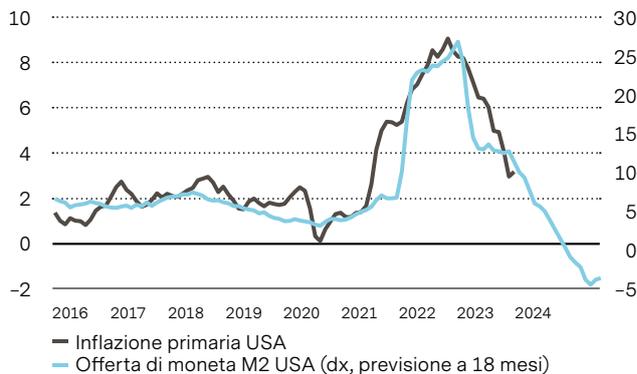
Source: Vontobel

Gli elementi a sfavore di una seconda ondata

Riteniamo che un requisito necessario per una seconda ondata sia una politica monetaria espansiva. Ne sono degli esempi un netto incremento della massa monetaria, tassi di interesse reali ridotti o una significativa debolezza valutaria. A nostro avviso il criterio della «politica monetaria espansiva» non è attualmente soddisfatto. Innanzitutto perché l'attuale crescita della massa monetaria è negativa, e questo in passato ha indicato una traiettoria ribassista nel livello dell'inflazione (grafico 1). In secondo luogo, i tassi di interesse reali sono chiaramente entrati in territorio restrittivo. In terzo luogo, le preoccupazioni circa un ulteriore irrigidimento monetario hanno innescato un nuovo apprezzamento del dollaro. Anche altri fattori ci fanno dubitare della possibilità di una seconda ondata. Secondo l'Università del Michigan, le aspettative sull'inflazione dei consumi rimangono ben ancorate, mentre un indicatore della Federal Reserve di New York indica una continua normalizzazione delle filiere.

Grafico 1: L'attuale crescita monetaria indica un forte calo dell'inflazione in vista

Variazione % annua (entrambi gli assi)



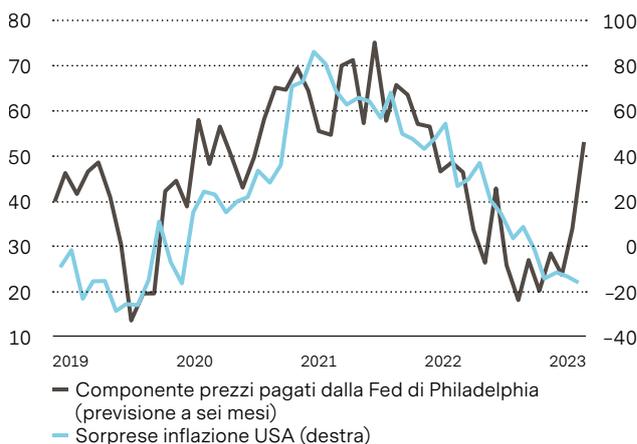
Fonte: LSEG, Vontobel

Gli elementi (ancora) a sfavore di una seconda ondata

Anche la debolezza generale dell'economia globale non gioca (per ora) a favore di una seconda ondata. Alcuni indicatori anticipatori come l'indice dei direttori d'acquisto per il settore manifatturiero globale continuano a mostrare un quadro molto debole. Inoltre la Cina, la seconda maggiore economia mondiale, sta attualmente combattendo contro la deflazione, piuttosto che l'inflazione, e potrebbe quindi esportare una pressione negativa sui prezzi verso il resto del mondo. Tuttavia, alcuni punti dati recenti hanno sollevato qualche dubbio. I son-

Grafico 2: Sulla base dei sondaggi sul settore manifatturiero, l'inflazione potrebbe sorprendere ancora al rialzo

Indice (entrambi gli assi)



Fonte: LSEG, Vontobel

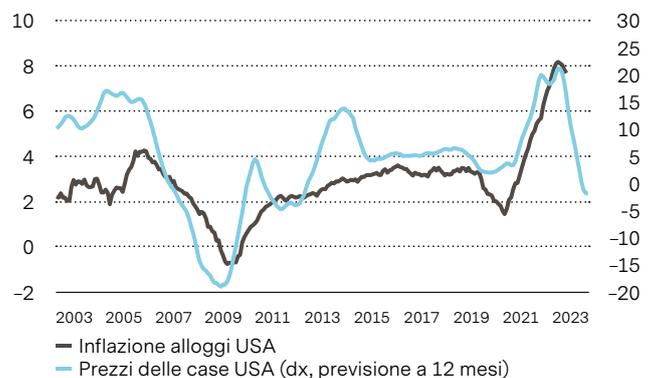
daggi delle banche centrali regionali USA che analizzano la situazione nel settore manifatturiero statunitense indicano, in alcuni casi, un forte incremento dei prezzi pagati e ricevuti dalle aziende. E questo comporta il rischio di sorprese sgradite sul fronte dell'inflazione nei prossimi mesi (grafico 2). È inoltre importante tenere d'occhio i prezzi dell'energia. Ad oggi sia il petrolio che il gas scambiano molto al di sotto dei picchi dello scorso anno. Tuttavia il cartello OPEC+ sembra determinato a tagliare ulteriormente la produzione di petrolio e far contrarre l'offerta, il che ha recentemente determinato un notevole rally dei prezzi. Ad agosto sono saliti nettamente anche i prezzi del gas naturale, dopo che la notizia di possibili scioperi in Australia ha messo in allerta gli investitori.

Gli elementi che destano preoccupazione

La situazione è diversa sul fronte dell'offerta. Ad esempio la cosiddetta inflazione degli alloggi continua a rappresentare circa il 50 percento dell'inflazione core USA. Ma diversi indicatori come i prezzi delle case negli Stati Uniti o l'indice NAHB Housing Market indicano che il mercato immobiliare residenziale sta iniziando a indebolirsi (grafico 3). Un altro fattore che riguarda il lato offerta è il mercato del lavoro ancora molto solido, che potrebbe tenere alta la pressione sui salari e innescare dunque una spirale salari/prezzi. Mentre le aziende continuano ad aggiungere posti di lavoro, i recenti report sul mercato di lavoro hanno mostrato un lento ma inesorabile raffreddamento.

Grafico 3: I prezzi delle case indicano un calo dell'inflazione degli alloggi in vista

Variazione % annua (entrambi gli assi)



Fonte: LSEG, Vontobel

In questo contesto, gli investitori dovrebbero tenere a mente che i loro specifici orizzonti temporali potrebbero essere diversi, e che le circostanze possono modificarsi rapidamente. Per questo è importante considerare tutti i fattori nella nostra checklist che potrebbero innescare una seconda ondata.

La favola dei rendimenti e dei muri delle scadenze



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Nonostante l'attuale momentum del trade ribassista sull'obbligazionario, continuiamo a ritenere che i rendimenti dei Treasury siano vicini a un picco ciclico e che caleranno nei prossimi sei/dodici mesi. L'economia in rallentamento e una Fed meno aggressiva innescheranno un «bull steepening» della curva dei rendimenti, in cui i tassi d'interesse a breve termine calano più rapidamente di quelli a lungo termine.

Oggi, ad attrarre l'attenzione sui mercati obbligazionari è il fatto che il rendimento a 10 anni supera il 4,3%, un picco che non si vedeva da novembre 2007. Poiché l'era degli interessi azzerati è ancora viva nella nostra memoria, questo tasso ci sembra elevato. Eppure, in base agli indicatori storici, non lo è. L'aumento del rendimento a 10 anni è dovuto soprattutto alla sua componente reale, trainata dal rialzo del tasso di riferimento della Fed o da migliori prospettive di crescita, ma con una variazione minima nelle aspettative sull'inflazione. Il tasso di crescita annualizzato su 10 anni del PIL nominale può fungere da riferimento per valutare il trend a lungo termine dei tassi di interesse (grafico 1). Il trend di crescita su 10 anni è rialzista e si attesta oggi al livello più alto dalla crisi Lehman del 2008. Per oltre 20 anni, il rendimento decennale non ha mai chiuso un trimestre sopra il tasso di crescita

nominale su 10 anni. Possiamo quindi desumere che i rendimenti obbligazionari non saliranno ulteriormente nel ciclo attuale.

Non tutti i segmenti del reddito fisso sono uguali

A nostro avviso il potenziale di rendimento assoluto nel reddito fisso rimane interessante, ma favoriamo i segmenti di qualità superiore e più difensivi, come i Treasury. I titoli corporate offrono scarso valore, alle valutazioni attuali, perché i maggiori costi del servizio del debito eroderanno la copertura dei tassi di interesse e dunque la qualità creditizia. I tassi di default stanno salendo con l'irrigidimento degli standard di prestito delle banche.

Le aziende con rating junk corrono contro il tempo per sostituire il debito assunto quando le principali banche centrali avevano tagliato i tassi e rafforzato il QE per supportare l'economia, due anni fa. In media, queste aziende hanno al massimo cinque anni per assicurarsi nuovi finanziamenti, il più breve periodo di sempre. Un indicatore delle obbligazioni in scadenza nei prossimi due anni ha raggiunto il record di USD 127 miliardi (grafico 2). Questo «muro delle scadenze» interessa il 9% del mercato high yield.

Quando le obbligazioni hanno scadenza inferiore a un anno, il debito figura nello stato patrimoniale dell'azienda, con potenziali declassamenti. In genere le variazioni degli spread precedono i declassamenti di uno o due trimestri, la reazione negativa a livello di spread potrebbe iniziare 18 mesi prima della data di scadenza ufficiale delle obbligazioni. Questo imminente muro delle scadenze è destinato a diventare una preoccupazione rilevante per gli investitori high yield il prossimo anno, soprattutto considerando i maggiori costi di finanziamento.

Grafico 1: La crescita del PIL nominale su 10 anni è un indicatore dei rendimenti obbligazionari



Fonte: Bloomberg, Vontobel

Grafico 2: Muro delle scadenze: record di obbligazioni in scadenza nei prossimi due anni (USD 127 miliardi)



Fonte: Bloomberg, BofA Global Research, ICE Data Indices, Vontobel

Adattare la ricetta



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Tradizionalmente, i rialzi e i ribassi dei mercati azionari globali non avvengono mai in maniera lineare. Durante lo straordinario mese di luglio l'indice MSCI ACWI, il principale indice azionario globale di MSCI, ha chiuso saldamente in territorio rialzista. In seguito, il mese di agosto si è rivelato di fuoco e gli investitori che attendevano con ansia argomentazioni a sostegno di una correzione durante il periodo estivo, convenzionalmente «fuori stagione», non sono stati affatto delusi.

I mercati azionari hanno dovuto affrontare l'irripidimento delle curve dei rendimenti statunitensi, valutazioni sempre più eccessive, per lo più sostenute dal re-rating (grafico 1), e dati sull'inflazione di luglio poco incoraggianti che denotavano un moderato rialzo nella maggior parte dei Paesi sviluppati. In seguito, si è verificato il declassamento del credito statunitense da parte dell'agenzia di rating Fitch, da tripla AAA a AA+, unitamente al rimbalzo dei prezzi delle materie prime, all'indebolimento dei dati economici nella maggior parte delle economie sviluppate e, al posto di una ripresa, al peggioramento delle condizioni in Cina, la seconda economia mondiale e principale responsabile della crescita del prodotto interno lordo globale.

Tirando le somme, sembra difficile trovare nel breve termine notizie progressivamente positive a sostegno dei mercati azionari. In effetti, la sorpresa positiva sul fronte degli utili che la stagione di pubblicazione dei risultati del secondo trimestre ha portato con sé è stata di scarso aiuto per tali mercati, che hanno reagito a malapena, a dimostrazione che la maggior parte delle buone notizie sembra essere già stata scontata nel breve termine (grafico 2).

Qual è la nostra previsione? Considerando una delle recessioni più attese degli ultimi decenni, a nostro avviso gli investitori con un orizzonte di investimento di nove mesi dovrebbero mantenere una view costruttiva sull'azionario. Riteniamo che il peggio sia passato per questa asset class, che al momento sta aderendo a un tipico schema di ripresa post-rallentamento: altalenante nel breve termine, ma alla fine in rialzo. Le nostre riflessioni sono supportate dalla prospettiva di una pausa nel rialzo dei tassi da parte della Fed nel terzo trimestre del 2023 e di una svolta già nel primo trimestre del 2024.

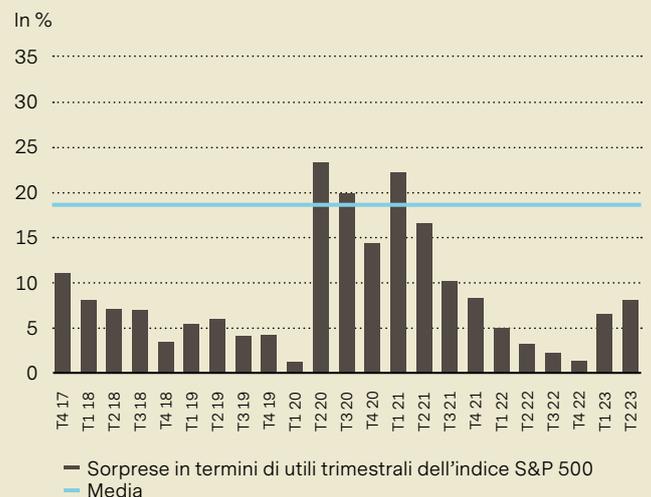
Non dimentichiamo che i mercati sono diventati sempre più efficienti, strutturalmente più solidi e caratterizzati da un'inferiore leva finanziaria rispetto al passato. Detto questo, in assenza di catalizzatori, nel breve termine prevarrà la volatilità. Ciò ha indotto l'Investment Committee di Vontobel a chiudere tatticamente il mese scorso la posizione di sovrappeso in ambito azionario di lungo corso. Abbiamo trasferito parte dei proventi in liquidità, ma continuiamo a cercare opportunità in determinate regioni che dimostrano qualità e una solida prevedibilità degli utili. Per ulteriori dettagli si rimanda a pagina 5.

Grafico 1: Le valutazioni dei P / E forward si sono per lo più ampliate grazie al re-rating dello scorso anno



Fonte: LSEG, Vontobel

Grafico 2: USA: una svolta grazie alle sorprese positive al livello di utili nel 1° trimestre



Fonte: LSEG, Vontobel

Greggio: la dura lotta dell'offerta limitata contro una domanda debole



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Quest'estate è sembrato che i prezzi del greggio salissero di pari passo con le temperature torride. Se a metà luglio il cosiddetto «oro nero» veniva ancora scambiato a circa USD 74/barile, nelle settimane successive ha iniziato un notevole rally, arrivando a sfiorare USD 90 all'inizio di agosto e addirittura superandolo il mese successivo.

La stretta orchestrata dal cartello ha fatto salire i prezzi

La maggior parte dell'impennata è imputabile ai timori in merito all'offerta. Se inizialmente gli operatori di mercato dubitavano che l'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC) e i relativi alleati (OPEC+) avrebbero attuato i tagli alla produzione annunciati in precedenza, i dati pubblicati a luglio hanno dimostrato che si sbagliavano. Secondo la relazione mensile del cartello sul mercato petrolifero, la produzione di greggio dell'OPEC-13 è stata di 27,31 milioni di barili al giorno (bpd) a luglio, con un calo di circa 836.000 bpd rispetto al mese precedente. Tale dato è dovuto principalmente agli aggressivi tagli alla produzione saudita (-968.000 bpd) che, tra gli altri fattori, hanno compensato l'aumento dell'offerta diversa da OPEC+ (grafico 1). L'annuncio iniziale da parte dell'Arabia Saudita di voler prolungare i tagli fino a set-

tembre e i commenti secondo cui la riduzione potrebbe essere «estesa o estesa e intensificata» hanno fatto il resto. All'inizio di settembre ha affermato che continuerà a limitare la produzione per altri tre mesi.

La Russia, che inizialmente aveva prodotto più petrolio del previsto, ha seguito l'esempio. Il secondo esportatore di petrolio al mondo ha dapprima annunciato di voler ridurre le proprie forniture di 300.000 bpd a settembre, per poi prolungare la riduzione fino a dicembre. Nel frattempo, durante l'estate, molte raffinerie statunitensi hanno aumentato i tassi di utilizzo. Ciò ha comportato un aumento dei prelievi di greggio e una diminuzione delle scorte, alimentando i timori in merito a un potenziale deficit nei mesi a venire (grafico 2).

Rischi di rialzo frenati dalla debolezza dell'economia

Finché il cartello OPEC+ continuerà a «gestire» l'offerta di petrolio, i prezzi continueranno a superare la soglia di USD 80. Sebbene gli ultimi tagli alla produzione abbiano colto di sorpresa i mercati e comportino il rischio di deficit di offerta e di ulteriore aumento dei prezzi, ci sono anche fattori che potrebbero frenare questi sviluppi: la crescita economica globale non è ancora uscita dalla crisi e l'economia cinese è ancora alle prese con diversi fattori negativi, tra cui le turbolenze nel settore immobiliare. Inoltre, a nostro avviso, sussiste il rischio di una recessione negli Stati Uniti. Se, contrariamente alle nostre aspettative, la recessione non dovesse concretizzarsi, l'alternativa non sembra migliore: un'economia statunitense più solida potrebbe costringere la Fed a mantenere i tassi d'interesse più elevati per più tempo, il che probabilmente sosterrà il dollaro statunitense e peserà sul petrolio, dato il rapporto inverso che intercorre tra loro.

Grafico 1: Al momento l'Arabia Saudita è la principale responsabile dei tagli

Milioni di barili al giorno

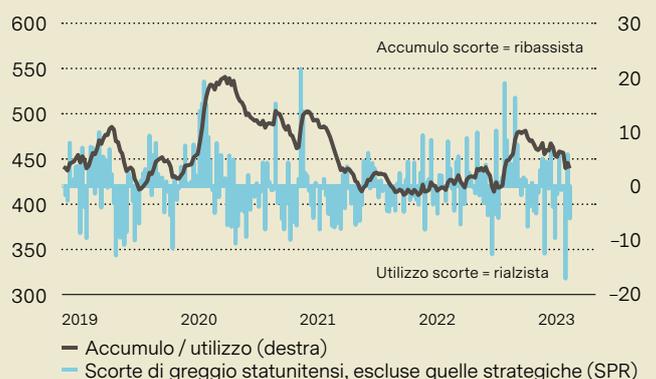


Fonte: LSEG, Vontobel

Grafico 2: Le scorte di petrolio greggio sono sempre più ridotte

Barili (in migliaia)

Variazione settimanale (in migliaia)



Fonte: LSEG, Vontobel

Una nuova view ribassista per il dollaro USA?



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Tassi di interesse USA elevati, un'economia interna robusta e un contesto di investimenti esteri scarsi hanno contribuito alla solidità del dollaro durante l'estate (grafico 1). L'imminente picco dei tassi della Fed e i segnali di cambiamento nell'economia USA dovrebbero ripristinare la view ribassista per il dollaro nella seconda metà dell'anno.

La contrazione della crescita e dei differenziali dei tassi di interesse – fattori fondamentali che hanno spinto al rialzo il dollaro dall'inizio del 2021 – contribuisce all'outlook meno ottimistico per la valuta nei prossimi mesi. Gli spread dei tassi di interesse favorevoli al dollaro si erano già indeboliti considerevolmente a fine 2022, quando le banche centrali europee hanno iniziato a irrigidire la politica monetaria.

Per quanto attiene alle dinamiche cicliche tra USA ed Eurozona, la Fed è più avanti in termini di politica monetaria. Ha infatti iniziato ad alzare i tassi a marzo 2022, mentre la Banca Centrale Europea (BCE) a luglio 2022. I maggiori progressi degli USA nel contrastare l'inflazione sono allineati con la nostra view secondo cui la Fed

raggiungerà il picco dei tassi di interesse prima della BCE ed effettuerà il primo taglio prima della controparte europea. Ad ogni modo, le tempistiche rimangono ancora molto incerte. I dati non controllati dell'Eurozona hanno recentemente ridotto le aspettative di un rialzo della BCE il 14 settembre, ma i mercati continuano a scontare un marginale rischio di rialzo (8 pb) e una probabilità del 50% di un ulteriore rialzo di 25 pb prima di fine anno. Per ora, comunque, manteniamo il nostro outlook positivo sul differenziale di rendimento relativo euro-dollaro (grafico 2).

Il futuro si prospetta incerto

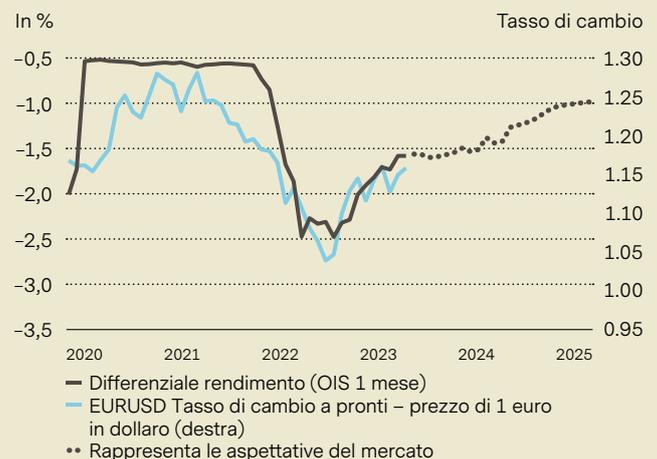
All'inizio di quest'anno, la preoccupazione principale sul mercato era quella di stabilire quando l'inflazione avrebbe raggiunto il picco e stimare le tempistiche del picco dei tassi associato. Tuttavia questa problematica è stata in un certo senso risolta, perché i picchi dell'inflazione si sono già manifestati. Di recente, l'attenzione si è spostata verso le notizie preoccupanti dalla Cina, che potrebbero avere conseguenze di rilievo per il mercato euro-dollaro con l'avanzare dell'anno. Se la situazione in Cina migliorerà, la situazione euro-dollaro potrebbe beneficiarne. Per contro, ulteriori battute d'arresto dopo l'estate potrebbero penalizzare i mercati globali, determinando una maggiore avversione al rischio e aumentando la probabilità di un deprezzamento dell'euro con l'avvio del secondo semestre.

Grafico 1: Il dollaro si rafforza



Fonte: Bloomberg, Vontobel

Grafico 2: Il differenziale di rendimento relativo supporta ancora la view rialzista sull'euro



Fonte: Bloomberg, Vontobel

12 Previsioni

Economia e mercati finanziari 2021 – 2024

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

PIL (IN %)	2021	2022	ATTUALE¹	CONSENSUS 2023	CONSENSUS 2024
Globale (G20)	5,6	2,6	3,5	2,4	2,2
Eurozona	5,3	3,5	0,6	0,6	0,9
USA	5,9	2,1	2,6	2,0	0,8
Giappone	2,3	1,1	2,0	1,6	1,0
Regno Unito	8,5	4,0	0,4	0,2	0,5
Svizzera	4,3	2,0	0,7	0,8	1,4
Australia	5,3	3,6	2,3	1,5	1,4
Cina	8,4	3,0	6,3	5,2	4,6

INFLAZIONE	2021	2022	ATTUALE²	CONSENSUS 2023	CONSENSUS 2024
Globale (G20)	3,5	7,3	3,7	5,1	4,0
Eurozona	2,6	8,4	5,3	5,5	2,5
USA	4,7	8,0	3,2	4,1	2,5
Giappone	-0,3	2,5	3,3	3,0	1,9
Regno Unito	2,6	9,1	6,8	7,4	3,0
Svizzera	0,6	2,9	1,6	2,3	1,6
Australia	2,9	6,6	6,0	5,6	3,2
Cina	0,9	2,0	-0,3	0,8	2,0

TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %)	2021	2022	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
EUR	-0,50	2,00	3,75	3,89	3,41
USD	0,25	4,50	5,50	5,50	4,50
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,07
GBP	0,25	3,50	5,25	5,60	4,95
CHF	-0,75	1,00	1,75	1,97	1,61
AUD	0,10	3,10	4,10	4,25	3,80
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	2,54	2,31	2,13
USD	1,5	3,9	4,25	3,86	3,62
JPY	0,1	0,4	0,66	0,68	0,72
GBP	1,0	3,7	4,45	4,09	3,62
CHF	-0,1	1,6	1,00	1,16	1,11
AUD	1,7	4,1	4,16	3,83	3,39

TASSI DEI CAMBI	2021	2022	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS FINE 2024
CHF per EUR	1,04	0,99	0,96	0,98	0,98
CHF per USD	0,91	0,94	0,89	0,89	0,89
CHF per 100 JPY	0,79	0,72	0,61	0,65	0,65
CHF per GBP	1,23	1,12	1,11	1,13	1,13
USD per EUR	1,14	1,06	1,08	1,11	1,11
JPY per USD	115,00	130,00	146,00	136,00	136,00
USD per AUD	0,73	0,67	0,64	0,68	0,68
GBP per EUR	0,84	0,88	0,86	0,87	0,87
CNY per USD	6,37	6,91	7,29	7,10	7,10

MATERIE PRIME	2021	2022	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
Brent, USD per barile	79	86	84	84	87
Oro, USD per oncia troy	1'829	1'824	1'915	1'975	2'015
Rame, USD per tonnellata metrica	9'720	8'372	8'360	8'500	8'802

¹ Ultimo trimestre disponibile

² Ultimo mese disponibile, dati G20 solo trimestrali

Fonte: Vontobel, rispettivi uffici di statistica e banche centrali; al 25 agosto 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.

14 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

