

100
years

Empowering
Investors

Vontobel

Investors' Outlook

Tutto torna a posto

Settembre 2024

2 Indice



3 Editoriale

4 Strategia d'investimento

Le ombre economiche si ampliano

6 Mercato in sintesi

L'inverno sta arrivando

8 Viewpoint

La tigre è il nuovo dragone?

12 Asset class sotto la lente

16 Previsioni

19 Riferimenti

Glossario e fonti

Impressum

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,
Chief Investment Strategist,
Vontobel
Michaela Huber,
Senior 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 2024)

Concept
MetaDesign AG

Grafica e realizzazione
Vontobel

Immagini
Gettyimages,
Vontobel

Termine ultimo per questa edizione
4 settembre, 2023

Commenti
* Cfr. «Conferma degli analisti» in
«Informazioni legali» a pagina 19

Tutto torna a posto



Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Cari lettori,

Con l'estate che volge al termine e la ripresa di questa pubblicazione dopo la pausa, il nostro team ha raccolto le foglie che stanno cambiando colore e che hanno modificato le dinamiche di mercato.

All'inizio del mese scorso, gli investitori hanno dovuto far fronte a una serie di eventi in grado di condizionare l'andamento dei mercati: la debolezza dei dati sull'occupazione USA, il rialzo a sorpresa dei tassi di interesse da parte della Bank of Japan, gli utili deludenti di alcuni dei colossi del settore tecnologico che da tempo sostenevano il mercato azionario e le crescenti tensioni in Medio Oriente. Riaccendendo i timori di recessione, questi sviluppi hanno innescato un sell-off, che è servito a ricordare a tutti che forse alcuni investitori, convinti che l'economia USA avrebbe potuto scongiurare una fase di contrazione, erano stati troppo ottimisti.

Da parte nostra, avendo interpretato il crollo come un sano consolidamento ad alto livello, abbiamo approfittato dell'opportunità per aggiungere strategicamente azioni nei nostri portafogli e abbiamo acquistato sui minimi visto che si prospetta un interessante rialzo dei titoli statunitensi ed europei. Da allora i mercati hanno recuperato terreno.

Dato che in genere il mese di agosto è caratterizzato da volumi di trading ridotti, flussi limitati di notizie e molti investitori in vacanza, è molto probabile che le oscillazioni selvagge siano state esacerbate da queste condizioni illiquide.

Siamo rimasti concentrati e abbiamo lavorato a testa bassa mantenendo un moderato orientamento al rischio, e siamo particolarmente soddisfatti delle nostre posizioni di sovrappeso¹ su oro e titoli di Stato. Nonostante il deterioramento delle prospettive economiche, riteniamo che non sia ancora stato raggiunto un punto di inflessione. Rimaniamo

comunque vigili, consapevoli delle improvvise burrasche che potrebbero creare potenziali problemi a livello geopolitico, dei cambiamenti macroeconomici o della preoccupazione per i deficit pubblici.

Sul fronte positivo, a luglio il tasso di inflazione degli Stati Uniti è sceso per il quarto mese consecutivo, rafforzando le aspettative che la Federal Reserve USA (Fed) possa procedere al tanto atteso taglio dei tassi questo mese. Il discorso programmatico² del presidente Jerome Powell alla riunione annuale della Fed a Jackson Hole, nel Wyoming, ha confermato che il taglio dei tassi è davvero dietro l'angolo, con Powell che ha affermato che «è giunto il momento di adeguare la politica monetaria», poiché l'inflazione è indirizzata verso l'obiettivo del 2 per cento e il mercato del lavoro è in una fase di rallentamento «inequivocabile». Pur non avendo fornito indicazioni sull'entità del taglio o sulla roadmap fino a fine anno, Powell ha chiarito che la Fed non «cerca o accoglie con favore un ulteriore raffreddamento del mercato del lavoro» – dichiarazione che potrebbe aprire a una riduzione dei tassi a un ritmo più rapido.

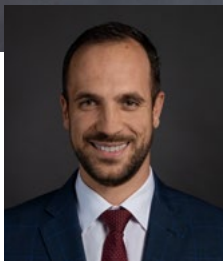
In questo Investors' Outlook esploriamo il mercato del lavoro USA, approfondiamo i substrati dell'economia indiana per capire se un giorno potrebbe eguagliare la forza della Cina e seguiamo i modelli dei mercati valutari.

Mentre le foglie cambiano colore e i venti cambiano direzione, noi restiamo saldamente ancorati a terra a dispetto del nervosismo dei mercati alle prese con i timori di recessione e i cambiamenti politici previsti. Il nostro obiettivo resta aiutare i clienti a cogliere le opportunità che questa stagione porta con sé.

→ Webcast

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

¹ Vedere «Glossario e fonì» a pagina 21



—
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Le ombre economiche si ampliano

Il quadro macroeconomico globale è diventato sempre più preoccupante negli ultimi mesi. Le prospettive economiche dell'Eurozona restano deboli,³ mentre i dati della Cina sono peggiorati,⁴ con poche indicazioni che la People's Bank of China (PBoC) sia pronta a introdurre misure di stimolo significative, anche se prevediamo che i policymaker dovranno intervenire per raggiungere l'obiettivo ufficiale di crescita del 5% fissato per quest'anno. L'attenzione è tuttavia rivolta all'economia più grande del mondo.

C'è stato molto da analizzare. Il mercato del lavoro statunitense, attentamente monitorato, non si è rivelato così forte come si credeva in precedenza,⁵ alimentando i timori che la Fed possa aver ritardato troppo il taglio dei tassi di interesse faticando ora per evitare una recessione.⁶ In precedenza avevamo osservato che il mercato del lavoro statunitense, pur rimanendo solido rispetto agli standard storici, aveva iniziato a mostrare segnali di indebolimento.

Con l'aumento dei tassi di interesse che grava sempre più sulle imprese e sui consumatori, emergono segnali di debolezza in tutta l'economia. Gli indicatori anticipatori del settore dei servizi si sono notevolmente indeboliti⁷ e si registra un notevole aumento delle insolvenze di carte di credito e prestiti auto.⁸

Naturalmente, ci sono anche sviluppi positivi. Con un minor numero di dipendenti che lasciano le loro posizioni, la pressione salariale si è attenuata. Inoltre, anche l'inflazione ha registrato una tendenza al ribasso: la crescita dei prezzi al consumo è rallentata al 2,9% su base annua a luglio, il livello più basso in oltre tre anni.⁹ Tenendo conto di tutti questi fattori, prevediamo che la Fed sarà costretta a tagliare i tassi tre o quattro volte entro la fine dell'anno.

Ci siamo astenuti dall'apportare ulteriori modifiche al portafoglio, avendo già adeguato l'allocazione all'inizio di agosto. Ulteriori dettagli sull'asset allocation sono disponibili a pagina 5, mentre a pagina 6 è riportata un'analisi approfondita del mercato del lavoro statunitense.

	SOTTOPESO		NEUTRALE	SOVRAPPESO		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
1 Liquidità		→				Manteniamo un sottopeso sulla liquidità, prevenendo che altre asset class produrranno rendimenti superiori nei prossimi nove-dodici mesi.
2 Obbligazioni		→				Ribadiamo il sottopeso sulle obbligazioni. Il peggioramento delle prospettive di crescita economica e la lenta normalizzazione dell'inflazione hanno rafforzato le aspettative in merito al ciclo di tagli dei tassi della Fed. I rendimenti obbligazionari sono quindi scesi drasticamente e per i prossimi 12 mesi è scontata una serie di tagli dei tassi d'interesse USA. In ambito obbligazionario continuiamo a sovrappesare i titoli di Stato e le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta forte. I primi rappresentano una solida copertura in caso di recessione, mentre le seconde dovrebbero beneficiare dell'indebolimento del dollaro USA, che è il nostro scenario di base se la Fed opterà per un accomodamento. Rimaniamo negativi sulle obbligazioni investment grade, a causa del loro basso sovrarendimento rispetto ai titoli di Stato, e sull'high yield, dato il difficile contesto economico.
3 Azioni				→		Abbiamo approfittato del recente sell off del mercato azionario per riportare la nostra allocazione al target, utilizzando la tattica che in gergo viene chiamata «buy the dip», ossia acquistare in seguito a un calo. Confermiamo il leggero sovrappeso. Nel breve termine siamo consapevoli di un possibile contesto di volatilità con l'inizio di settembre oltre a considerare l'indebolimento delle prospettive economiche. Un taglio dei tassi della Fed sosterrebbe le azioni. Continuiamo a ritenere che le azioni di Stati Uniti ed Eurozona, entrambe sovrappesate, sovraperformeranno quelle di Giappone, Svizzera e mercati emergenti nei prossimi 12 mesi.
4 Oro				→		Con una posizione di sovrappeso favoriamo l'oro, che dopo un'impressionante ascesa durante l'estate ha raggiunto un livello record alla fine di agosto. Le incertezze economiche e geopolitiche hanno avuto un considerevole impatto, ma il rialzo è stato dettato principalmente dalle speranze di un taglio dei tassi d'interesse negli Stati Uniti. Stranamente, i fattori che hanno trainato la domanda di oro nel recente passato (domanda delle banche centrali e dei mercati emergenti) sembrano diventare meno importanti. È ora supportata da fattori più tradizionali, come i rendimenti reali USA e il dollaro USA. Le nostre aspettative di un calo dei rendimenti reali USA e di un dollaro più debole ci inducono a mantenere un leggero sovrappeso. L'oro, poi, fornisce una copertura contro la recessione e i rischi geopolitici.
5 Materie prime			→			Manteniamo un posizionamento neutrale sulle materie prime dopo un'estate difficile. Il petrolio si è trovato tra l'incudine e il martello, i metalli industriali hanno risentito dell'interazione tra offerta eccessiva e domanda insufficiente e le materie prime agricole hanno dovuto fare i conti con un eccesso di offerta. Sebbene le nostre caute prospettive economiche siano a sfavore di questa asset class ciclica, le aspettative di tagli dei tassi d'interesse negli Stati Uniti e la conseguente riaccelerazione economica, oltre all'indebolimento del dollaro USA, potrebbero fornire un certo sostegno. Continuiamo poi a non sottovalutare la possibilità di ulteriori stimoli cinesi verso fine anno e di sviluppi geopolitici.
6 Strategie alternative			→			Rimaniamo neutrali sui fondi alternativi (con una preferenza per i titoli collegati ad assicurazioni) e sull'immobiliare.

Variazioni mensili:

invariato →

in aumento ↗

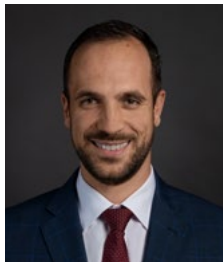
in calo ↘

L'inverno sta arrivando

Il mercato del lavoro USA e l'estate di quest'anno hanno una caratteristica in comune: entrambi sono stati «caldi» per molto tempo. Mentre altre aree dell'economia hanno subito un indebolimento a causa della politica monetaria restrittiva, il mercato del lavoro è rimasto resiliente e teso. Ma anche le estati migliori prima o poi finiscono.



Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel



Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Diversi sondaggi hanno già iniziato a prevedere un clima più fresco. Secondo il Conference Board, i consumatori statunitensi sono sempre più pessimisti in merito al mercato del lavoro¹⁰ (grafico 1), mentre la domanda di personale temporaneo è in calo da un po' di tempo¹¹ – una tendenza che ha spesso anticipato l'avvio dei licenziamenti dei dipendenti a tempo indeterminato.

Un vero brivido è tuttavia arrivato con la pubblicazione del rapporto mensile sul mercato del lavoro di luglio. Secondo il Bureau of Labor Statistics, sono stati creati circa 114.000 nuovi posti di lavoro, un dato nettamente inferiore ai 175.000 previsti¹². Anche i dati di giugno e maggio sono stati rivisti al ribasso. Allo stesso tempo, secondo il rapporto, il tasso di disoccupazione è salito dal 4,1% al 4,3%. Anche il tasso di disoccupazione core,¹³ che esclude dal calcolo chi è solo temporaneamente disoccupato, è salito leggermente, dall'1,40% all'1,44%.

Adesso la domanda urgente è un'altra: quando arriverà l'«inverno» (cioè una recessione negli Stati Uniti)?

Una risposta certa ancora non c'è. Il National Bureau of Economic Research (NBER) utilizza una serie di criteri per valutare se l'economia USA è in recessione e in genere questo processo richiede diverso tempo: in media, sono necessari tra i quattro e i 21 mesi perché il NBER annunci l'inizio di una recessione.

Grafico 1: I consumatori sono più pessimisti sul mercato del lavoro

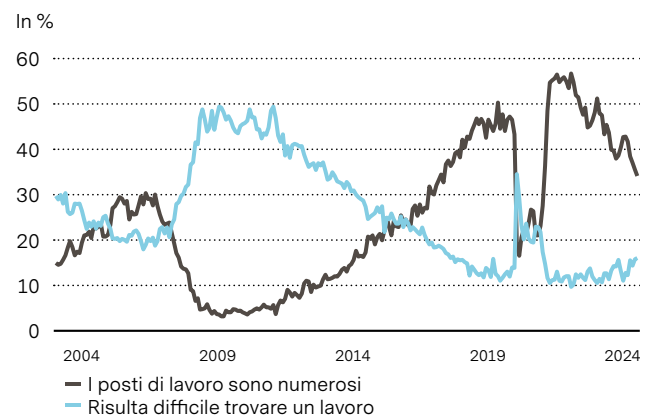
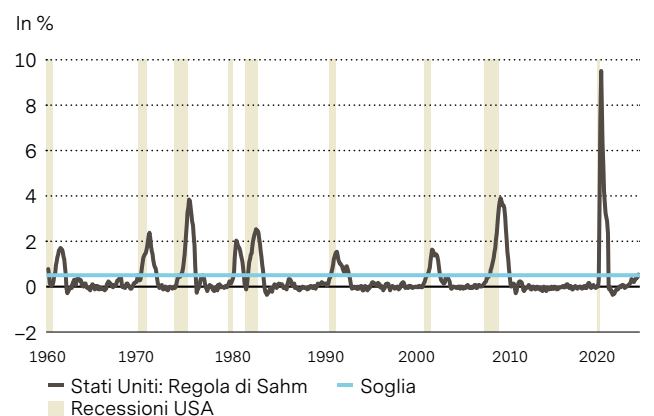


Grafico 2: La regola di Sahm è stata attivata



Se si utilizza la «Regola di Sahm» (un indicatore dal nome dell'economista Claudia Sahm), una recessione sarebbe già all'orizzonte (grafico 2). Questo indicatore si attiva quando la media mobile a tre mesi del tasso di disoccupazione USA aumenta di 50 punti base (pb)¹⁴ rispetto al relativo minimo da 12 mesi. È stato concepito per segnalare alle autorità monetarie le prime fasi di una recessione, indicando quando potrebbe essere necessario intervenire, ad esempio con tagli ai tassi di interesse. Dato che storicamente si è sempre dimostrato preciso (addirittura dagli anni Settanta¹⁵), l'indicatore è diventato uno dei principali argomenti di discussione dopo la pubblicazione del rapporto sull'occupazione di luglio.

Sebbene la debolezza dei dati sul mercato del lavoro a inizio agosto abbia provocato un temporaneo sell-off sui mercati azionari, molti operatori del mercato sembrano ancora fiduciosi che la Fed riuscirà a ottenere il tanto invocato «soft landing» dell'economia, ovvero a far scendere l'inflazione al 2% – obiettivo della Fed – senza provocare una recessione. Questo ottimismo risulta ad esempio evidente nel Global Fund Manager Survey di Bank of America. A luglio il 68% degli intervistati prevedeva ancora un «soft landing»; ad agosto questa percentuale è salita al 76%, in quanto le speranze di tagli ai tassi di interesse sono aumentate dopo la pubblicazione dei deboli dati sul mercato del lavoro.

La stessa Claudia Sahm sembra esitare per il momento a dichiarare una recessione; in particolare, il mese scorso ha sottolineato che l'economia USA si trovava ancora in ottime condizioni e che era improbabile che il paese si trovasse in recessione¹⁶. Ha osservato che «questa volta potrebbe davvero essere diversa. [La regola di Sahm] potrebbe non dirci quello che ci ha detto in passato, a causa di queste oscillazioni che vanno dalla carenza di personale – con le persone che escono dalla forza lavoro – all'arrivo di recente degli immigrati. Tutto ciò può comportare variazioni del tasso di disoccupazione, che è il fulcro della Regola di Sahm.»

Continuiamo a ritenere che i mercati siano troppo ottimisti sulla crescita economica. A prescindere da quando o se verrà dichiarata ufficialmente una recessione, gli ultimi dati sono destinati a esercitare ulteriore pressione sulla Fed affinché tagli i tassi di interesse. In occasione del Simposio economico annuale della Fed di Kansas City a Jackson Hole, è risultato evidente che anche i membri della Fed iniziano ad avvertire qualche brivido.

Secondo il presidente della Fed, Jerome Powell, il rallentamento del mercato del lavoro è «inconfondibile» e un ulteriore rallentamento non è né auspicato né ben accolto. Pertanto, è giunto il momento di tagliare i tassi di interesse.





La tigre è il nuovo dragone?

Sembra una storia di vecchi e nuovi miracoli economici: l'economia cinese è stata a lungo la forza trainante della crescita globale, ma da un po' di tempo a questa parte pare incerta in tale ruolo. Al contrario, la vicina India sembra funzionare come una macchina ben oliata. Di recente il Fondo Monetario Internazionale (FMI) ha rivisto al rialzo le previsioni sul prodotto interno lordo (PIL) indiano per il 2024–2025, portandole dal 6,8% al 7%¹⁷. Viene quindi da chiedersi: l'India, ossia la «tigre», diventerà la «Cina 2.0», ovvero il nuovo «dragone»?



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Storicamente il PIL cinese, il più elevato a livello globale in termini di parità di potere di acquisto,¹⁸ è stato trainato dalla produzione industriale e dalle esportazioni manifatturiere, ma al momento l'economia affronta diversi ostacoli. La crisi immobiliare interna sta decretando un calo dei prezzi degli immobili e una diminuzione della fiducia dei consumatori, a cui si aggiungono le tensioni geopolitiche. Le relazioni con gli Stati Uniti sono tese dall'inizio della guerra commerciale, scoppiata nei primi mesi del 2018. Di recente, anche le relazioni con l'Europa si sono raffreddate in seguito all'annuncio di dazi punitivi sui veicoli elettrici cinesi nel giugno 2024.

Nel frattempo, l'India continua a progredire. Nell'esercizio conclusosi a marzo 2024, il PIL indiano è aumentato dell'8,2%, superando le previsioni del governo pari al 7,6% e consolidando la sua posizione di grande economia in più rapida crescita al mondo. Questa solida performance segue un decennio di forte crescita. Quando il Primo

Ministro Narendra Modi è entrato in carica nel 2014, il PIL pro capite indiano era di USD 1.560; nel 2023 è salito a USD 2.239.

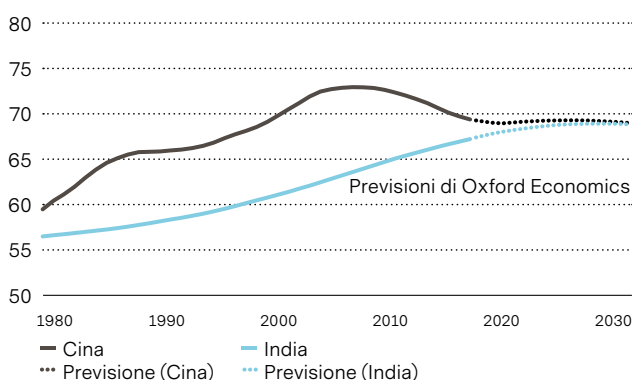
Cosa depone a favore di una «Cina 2.0»?

Sono molti gli argomenti a sostegno della «crescita indiana». Innanzitutto, l'India è ben posizionata dal punto di vista demografico. Con una popolazione di 1,44 miliardi di persone, nel 2023 l'India supererà la Cina come Paese più popoloso al mondo.¹⁹ Il tasso di fertilità indiano è sceso a poco più di due figli per donna,²⁰ ma rimane notevolmente più alto di quello della Cina, pari a 1,17. Secondo le previsioni di Oxford Economics, la forza lavoro indiana dovrebbe continuare a espandersi nei prossimi anni, mentre quella cinese dovrebbe diminuire (grafico 1).

In secondo luogo, l'India vanta ancora un notevole potenziale di urbanizzazione. La popolazione rurale cinese ha raggiunto il picco nel 1991 e da allora è in costante

Grafico 1: Forza lavoro in crescita, quindi anche economia in crescita?

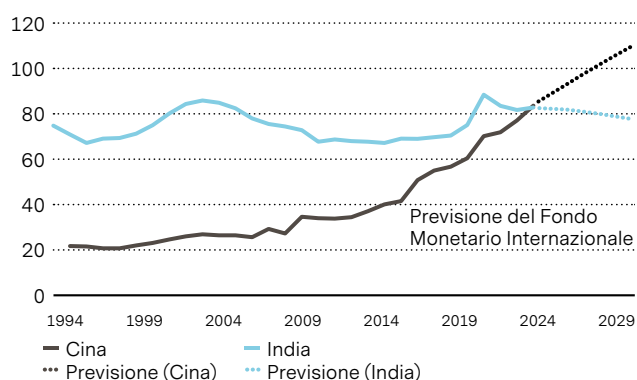
Popolazione in età lavorativa come % della popolazione totale



Fonte: LSEG, Oxford Economics, Vontobel; dati al 23 agosto 2024.

Grafico 2: L'India ha poco margine per stimoli

Debito pubblico lordo in % del PIL



Fonte: LSEG, International Monetary Fund, Vontobel; dati al 23 agosto 2024.

declino, poiché un numero sempre maggiore di persone è migrato verso i centri urbani. In India la tendenza all'urbanizzazione è ancora agli inizi e la popolazione rurale è nettamente superiore a quella urbana.

L'India sembra inoltre ben posizionata a fronte della crescente frammentazione (geo)politica osservata negli ultimi anni. Un esempio è la guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina: mentre gli Stati Uniti hanno ridotto le importazioni dalla Cina e imposto una serie di dazi punitivi, le importazioni dall'India sono aumentate, pur rimanendo una minima parte del volume commerciale cinese. Altro esempio è la guerra tra Russia e Ucraina. Quando le nazioni occidentali hanno imposto sanzioni alla Russia nel 2022, l'India, che considera la Russia un «partner strategico»,²¹ ha scelto di non seguirne l'esempio. Al contrario, ha approfittato della situazione importando grandi quantità di petrolio russo a prezzi scontati.

Confronto tra mele e arance

Riteniamo che un confronto diretto tra il «miracolo economico cinese» e l'ascesa economica dell'India non sia del tutto appropriato. La Cina ha conquistato potere economico in gran parte grazie al solido settore manifatturiero e ai massicci investimenti in infrastrutture. Al contrario, l'economia indiana è dominata dal settore dei servizi,

tra cui l'informatica, che rappresenta oltre il 50% del PIL del Paese. Il settore manifatturiero e l'agricoltura costituiscono la parte restante.

Sebbene negli ultimi anni l'occupazione nel settore dei servizi sia aumentata fino al 26%, l'agricoltura occupa ancora la maggior parte della forza lavoro, con il 42% dei lavoratori, secondo la Banca Mondiale nel 2022. Tuttavia, questo settore non è necessariamente efficiente. Nonostante l'India sia il secondo produttore mondiale di riso, grano e cotone, la resa agricola (la quantità di una coltura prodotta per unità di superficie) è notevolmente inferiore a quella di altri importanti Paesi produttori.

Gli sforzi per rilanciare il settore manifatturiero, compresa l'iniziativa governativa «Make in India»²² del 2014, hanno dovuto affrontare delle sfide. Dal 2014 il tasso di crescita del settore manifatturiero è stato in media del 5,9%, inferiore all'obiettivo del 12-14%. Anche la quota del PIL del settore manifatturiero ha ristagnato.

L'India deve poi affrontare altre difficoltà. Pur avendo compiuto notevoli progressi nel campo dell'istruzione, l'India è ancora in ritardo rispetto alla Cina per quanto riguarda il tasso di alfabetizzazione, ovvero la percentuale di persone di età pari o superiore ai 15 anni in grado di leggere,



scrivere e comprendere una semplice frase sulla vita quotidiana. Secondo la Banca Mondiale, il tasso di alfabetizzazione indiano si attesterà intorno al 76% nel 2022, rispetto a quasi il 100% della Cina nel 2020.²³

Inoltre, il tasso di partecipazione alla forza lavoro delle donne indiane rimane estremamente basso. Tale tasso indica la percentuale della popolazione di età pari o superiore ai 15 anni che è economicamente attiva. Secondo la Banca Mondiale, il tasso di partecipazione alla forza lavoro delle donne indiane si aggira da decenni intorno al 30%, mentre in Cina era superiore al 70% negli anni Novanta e supererà ancora il 60% nel 2023.²⁴ Rimane quindi inutilizzata buona parte del potenziale economico.

Lo stesso mercato del lavoro presenta una serie di sfide. Se da un lato la forte crescita demografica può essere vantaggiosa dal punto di vista economico, dall'altro può diventare rapidamente un'arma a doppio taglio se non sono disponibili abbastanza posti di lavoro per assorbire la forza lavoro in aumento. Quasi il 16% della popolazione giovane urbana di età compresa tra i 15 e i 29 anni sarà disoccupato nel 2022-23.²⁵ Le stime private dipingono un quadro ancora più fosco. Il think tank Centre for Monitoring Indian Economy stima che il tasso di disoccupazione giovanile in India sia superiore al 45%.²⁶

Crediamo che per la crescita futura dell'India siano necessari investimenti. All'inizio degli anni Novanta gli investimenti cinesi rappresentavano oltre il 40% del PIL, per poi raggiungere un picco di poco inferiore al 47% nel 2010 e attestarsi al 42% nel 2023. Gli investimenti indiani erano pari al 33% del PIL nel 2023 e si prevede un calo nei prossimi anni, secondo l'FMI. Una tendenza simile è evidente nella spesa per ricerca e sviluppo (R&S). Secondo la Banca Mondiale nel 2020 la spesa indiana per R&S era pari solo allo 0,6% del PIL, rispetto al 2,4% della Cina e al 3,5% degli Stati Uniti.

Allo stesso tempo, il margine di manovra per gli stimoli di politica fiscale o monetaria sembra essere limitato. Nel 2023 il debito pubblico indiano era pari a quasi l'83% del PIL, simile a quello della Cina (grafico 2). Inoltre, la Reserve Bank of India è tenuta a mantenere l'inflazione primaria al 4%, con un intervallo di tolleranza di 2 punti percentuali al rialzo e al ribasso. Tuttavia, l'inflazione indiana si è attestata per qualche tempo nella parte superiore di tale intervallo, inducendo il tasso repo²⁷ indiano a rimanere al 6,5% dall'inizio del 2023.

12 Viewpoint

L'importanza dell'India per gli investitori multi-asset

Comprendere il contesto economico più ampio è solo una parte dell'equazione. Ma quanto è rilevante l'India dal punto di vista di un investitore? Abbiamo riunito alcuni dei fattori chiave da considerare per le diverse classi di asset in India:

Azioni

Dagli anni Novanta i principali indici azionari includono l'India. Attualmente il Paese rappresenta circa il 2% dell'MSCI All Country World (incluso dal 1994) e circa il 19 dell'MSCI Emerging Markets (incluso dal 1998). Ciò significa che l'India detiene una quota maggiore dell'indice dei mercati emergenti rispetto alla Corea del Sud (12%) e una quota simile a Taiwan (19%), anche se ancora inferiore alla Cina (25%).*

Altri aspetti da tenere in considerazione:

1. Il mercato indiano presenta valutazioni elevate, persino più onerose del mercato azionario statunitense in termini di rapporto prezzo/ utili (P/E) (grafico 3).
2. Il rally azionario è stato accompagnato da un boom del mercato dei derivati azionari. Il fatturato di futures e opzioni in India ha raggiunto la cifra record di USD 6.000 miliardi a febbraio, rispetto ai meno di 150 miliardi di cinque anni fa.²⁸ A fine luglio 2024 le autorità di regolamentazione indiane aumentato l'aliquota fiscale dal 15% al 20% per le azioni detenute per meno di un anno e dal 10% al 12,5% per quelle detenute per più di un anno. La tassa sulle operazioni in derivati azionari è stata anch'essa aumentata, elevando il tasso di tassazione sulle transazioni di titoli dallo 0,0125% allo 0,02% e sulle opzioni dallo 0,0625% allo 0,1% a partire da ottobre.

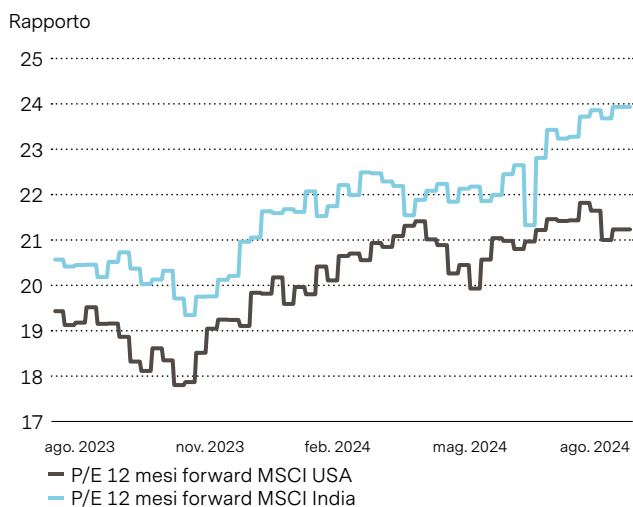
Obbligazioni

Chiunque cerchi l'India in indici come il Bloomberg Global Aggregate si renderà conto che non è rappresentata.

Alcuni aspetti da tenere in considerazione:

1. Il mercato obbligazionario indiano è strettamente regolamentato e presenta uno dei tassi di proprietà straniera più bassi tra i mercati emergenti. Tuttavia, è probabile che le cose cambino in futuro. Il fornitore di indici JP Morgan ha incluso l'India nella sua serie²⁹ di indici globali GBI-EM a partire dal 28 giugno 2024.
2. L'inclusione avverrà su un periodo di 10 mesi (+1% al mese). Le obbligazioni indiane potrebbero quindi avere la massima ponderazione possibile (10%) nell'indice dei mercati emergenti di JP Morgan entro marzo 2025, raggiungendo la stessa ponderazione delle obbligazioni cinesi, indonesiane e messicane (grafico 4).
3. Resta tuttavia da vedere in che misura l'India aprirà il suo mercato obbligazionario. Nel luglio 2024 la banca centrale ha inaspettatamente annunciato, senza fornire motivazioni, il divieto per gli investitori stranieri di acquistare titoli di Stato di nuova emissione con scadenze comprese tra 14 e 30 anni, con effetto immediato.³⁰

Grafico 3: Il mercato azionario indiano non è conveniente



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

* Nota: Le ponderazioni degli indici possono cambiare.

Materie prime

L'India può innescare un altro «superciclo delle materie prime»?³¹

Alcuni aspetti da tenere in considerazione:

1. L'ultimo grande superciclo si è verificato negli anni Duemila ed è stato in gran parte causato dall'aumento della domanda dei mercati emergenti, in particolare della Cina.
2. L'India potrebbe avere un impatto significativo sui mercati globali delle materie prime. Grazie all'ampia popolazione, all'economia in crescita, all'industrializzazione e all'urbanizzazione del Paese, è probabile che la domanda di materie prime come petrolio, metalli e prodotti agricoli aumenti.
3. Tuttavia, la possibilità che si inneschi un nuovo superciclo delle materie prime dipende da una serie di fattori, tra cui il ritmo e l'entità della crescita economica indiana, le condizioni economiche globali e la risposta dei produttori di materie prime.

Oro

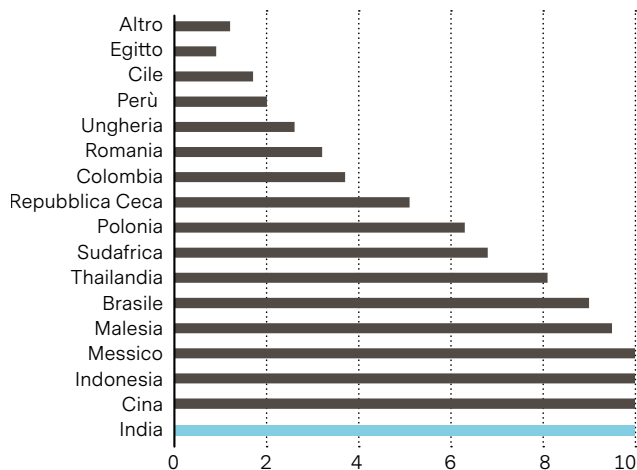
La «Tigre» potrebbe avere un impatto anche sui mercati dell'oro.

Alcuni aspetti da tenere in considerazione:

1. L'oro occupa un posto speciale nella cultura indiana, dove è considerato un portafortuna nelle tradizioni induiste e giainiste. Durante le feste più importanti, come il Diwali, e i matrimoni l'oro abbonda: secondo il World Gold Council, da soli i matrimoni rappresentano circa il 50% della domanda annuale di oro in India.³² Con l'incremento dei redditi delle famiglie indiane, la domanda di oro potrebbe aumentare.
2. Da quando i Paesi occidentali hanno congelato le riserve valutarie russe dopo l'invasione russa dell'Ucraina, la banca centrale indiana ha diversificato le proprie riserve aumentando gli acquisti di oro (grafico 5).
3. Ci sono però altri fattori che influenzano la domanda e i prezzi dell'oro, come la politica monetaria statunitense e l'andamento del dollaro.

Grafico 4: Le obbligazioni indiane: la più alta ponderazione possibile nell'indice EM di JP Morgan*

Ponderazione stimata nell'indice GMB-EM Global Diversified (%)

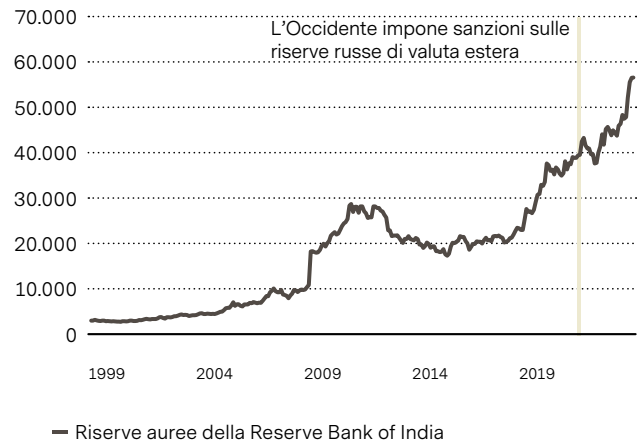


*Nota: Entro marzo 2025.

Fonte: Bloomberg, JP Morgan, Vontobel; dati in giugno 2024.

Grafico 5: La banca centrale indiana ha imparato la lezione

In milioni di USD



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

Segnali di disallineamento dei tassi della Fed?



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

La cosiddetta Regola di Taylor³³, formula che aiuta le banche centrali a bilanciare gli obiettivi di controllo dell'inflazione e di promozione della crescita economica, fornendo una linea guida per determinare i tassi di interesse, suggerisce che al momento il tasso della Fed eccede di 1,7 punti percentuali rispetto a quanto dovrebbe essere, a fronte dell'aumento della disoccupazione e del rallentamento dell'inflazione. Data la volatilità dei mercati e le crescenti aspettative di tagli da parte della Fed, reiteriamo la nostra preferenza per i titoli di Stato in vista dell'allentamento della politica monetaria.

Secondo la classica Regola di Taylor, l'attuale tasso d'interesse di riferimento fissato dalla Fed è di circa 1,7 punti percentuali, pari a sette tagli di un quarto di punto, al di sopra del livello adeguato.

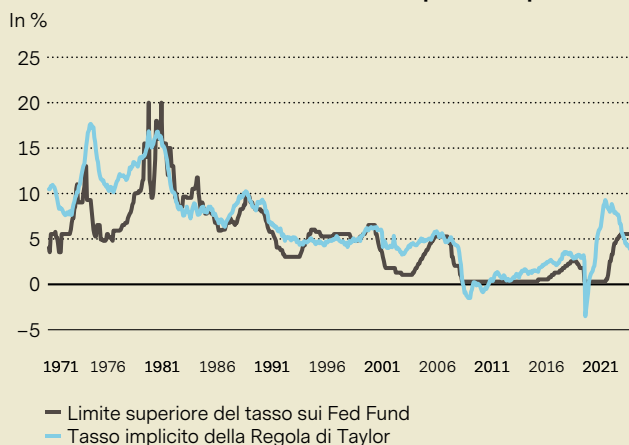
Questa valutazione è dettata dall'aumento del tasso di disoccupazione al 4,3% a luglio e dal rallentamento dell'inflazione, con l'indice dei prezzi della spesa per i consumi personali, esclusi generi alimentari ed energia, che a giugno è aumentato solo del 2,6% rispetto all'anno precedente³⁴.

Incorporando la stima dei funzionari della Fed di un «tasso reale neutrale» pari allo 0,7% e un tasso di disoccupazione di lungo periodo del 4,4%, la Regola di Taylor suggerisce che un tasso di interesse appropriato sarebbe pari al 3,7% (grafico 1). Le aspettative di mercato sui tassi indicano attualmente una decisa fiducia in un sostanziale allentamento monetario nel corso del prossimo anno, prevedendo un calo del tasso overnight di almeno due punti percentuali. Il mercato dei futures sui Fed Fund prevede che questo ciclo di allentamento si concluderà probabilmente con una stabilizzazione dei tassi al di sopra del 3%, il che rappresenta un notevole cambiamento rispetto al modello seguito dal 1987, anno in cui Paul Volcker si è dimesso dalla carica di presidente della Fed, quando il minimo del tasso sui Fed Fund durante ogni ciclo di allentamento è sceso costantemente al di sotto del 3%. Sebbene sia diffusa l'aspettativa di un imminente taglio dei tassi da parte della Fed, il mercato considera sempre più i tassi eccezionalmente bassi degli ultimi tre decenni come un'anomalia. Il consensus, quindi, si sta orientando verso un futuro caratterizzato da una politica monetaria generalmente più restrittiva.

L'inerzia della Fed e i disordini globali alimentano la volatilità degli spread creditizi

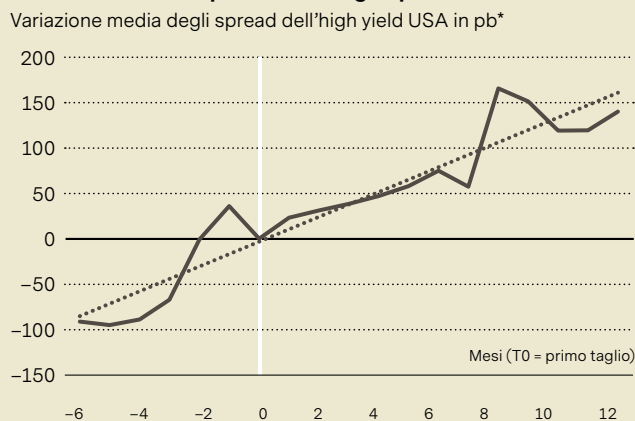
Agosto è stato caratterizzato da turbolenze di mercato dovute a diversi fattori. Ciò ha determinato un ampliamento degli spread all'inizio del mese, rafforzando la nostra posizione prudente sul credito investment grade e high yield (grafico 2). Sebbene i mercati avessero in gran parte scontato la perfezione, l'attuale volatilità ha spinto gli spread al rialzo, anche se solo ai livelli osservati alla fine dell'anno scorso, non a livelli tali da far pensare a vendite dettate dal panico sulla scia di rinnovati timori di recessione.

Grafico 1: Il modello basato sulle stime della Fed indica un tasso di riferimento in eccesso di quasi 170 pb



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 31 luglio 2024.

Grafico 2: L'inizio di un ciclo di tagli è solitamente associato a un ampliamento degli spread



*Negli ultimi 30 anni (T0 = 0)

Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 31 luglio 2024.

Il vortice dei titoli azionari



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

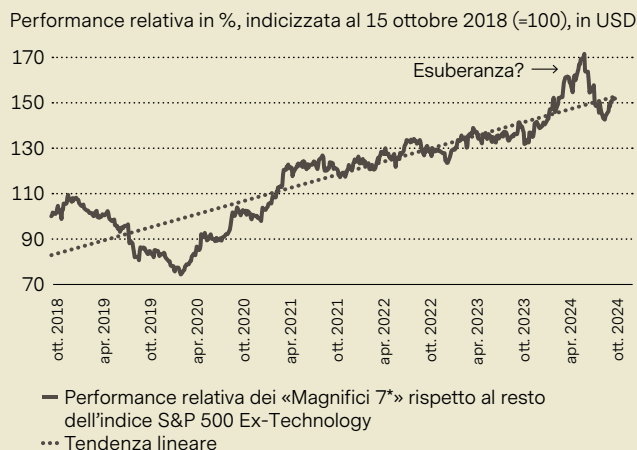
Quest'estate gli investitori sono stati in balia di un vortice azionario. Mentre l'Europa ha affrontato un clima burrascoso e l'uragano Beryl ha devastato i Caraibi e la Costa del Golfo statunitense, dopo aver raggiunto i massimi storici a metà luglio, anche i mercati azionari hanno incontrato una tempesta perfetta in un periodo stagionale già debole, che ha portato a uno spettacolare sell off globale. All'inizio di agosto le azioni sono quasi entrate in territorio di correzione, ma hanno rapidamente recuperato terreno. Cosa si prevede in futuro per i mercati?

Luglio è stato caratterizzato da notizie sulle elezioni presidenziali statunitensi e sull'escalation dei conflitti in Medio Oriente e in Europa orientale. A metà mese il sentiment degli investitori è stato smorzato da un secondo trimestre meno brillante del previsto, da aspettative elevate derivanti da un primo semestre forte e da valutazioni troppo elevate. I commenti poco incoraggianti delle grandi società tecnologiche statunitensi sui tempi più lunghi del previsto per monetizzare gli investimenti nell'IA e sulle spese in conto capitale sostenute hanno innescato una rotazione dai leader tecnologici verso le small cap e i titoli value.

A fine luglio i deludenti dati sull'occupazione statunitense hanno sollevato il timore che la Fed fosse di nuovo in ritardo nel ridurre i tassi, riaccendendo timori di recessione. Tutto questo, unito a un aumento a sorpresa dei tassi da parte della Bank of Japan, ha innescato una massiccia liquidazione delle posizioni in yen a leva, creando le condizioni per una tempesta perfetta. Il conseguente sell off globale ha colpito tutti gli asset rischiosi, in particolare le azioni, con i cosiddetti «indicatori della paura» come il Volatility Index (VIX) del Chicago Board Options Exchange che ha raggiunto livelli superati solo durante il crollo di Lehman Brothers del 2008 e nell'epidemia da Covid-19 del 2020.

Riteniamo che i mercati azionari fossero maturi per una correzione a breve termine quest'estate, data la performance record della prima metà del 2024, il posizionamento estremamente rialzista, le valutazioni elevate e le ambiziose aspettative sugli utili dei titoli tecnologici statunitensi. La scossa del mese scorso è stata nel complesso positiva per il mercato, poiché ora l'esuberanza di metà luglio è sotto controllo (grafico 1). Riteniamo, infatti, che questa recente correzione abbia rappresentato un sano consolidamento all'interno di un trend rialzista di più lungo periodo. Storicamente, una correzione del 10% non è insolita, a maggior ragione se si considera il periodo stagionale tradizionalmente debole (grafico 2). Inoltre, le società dell'indice S&P 500 sono uscite dal periodo di blackout dei riacquisti, il che dovrebbe sostenere il mercato. Dopo aver superato i fattori tecnici, l'attenzione si sposta ora sui fondamentali. Il momentum della crescita e degli utili rimane forte, come evidenziato dall'ultima stagione di pubblicazione dei risultati e dalle prospettive societarie.

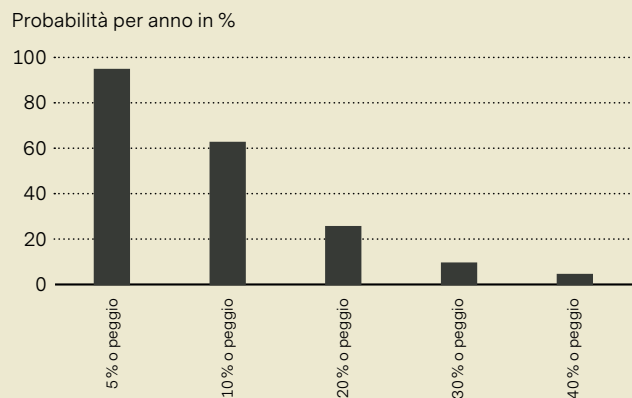
Grafico 1: Esuberanza in merito ai Magnifici



* Magnifici 7: Nvidia, Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta, Tesla.

Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 23 agosto 2024.

Grafico 2: Probabilità di frenate nel mercato azionario nell'ultimo secolo



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 23 agosto 2024.

Materie prime analizzate tramite i brani di Taylor Swift



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Alcuni lettori saranno andati quest'estate allo stadio Letzigrund di Zurigo (o altrove), travolti dal fenomeno della cultura pop che è Taylor Swift, magari trascinati dai figli. Le sue canzoni orecchiabili, tuttavia, non offrono solo intrattenimento: sono anche una metafora azzeccata dell'attuale stato dei mercati delle materie prime.

La performance delle materie prime da inizio anno può essere sintetizzata al meglio dal titolo del brano di Swift *Back to December*, ossia ritorno a dicembre. Dopo un iniziale rally, il Bloomberg Commodity Index è tornato al punto in cui si trovava nel dicembre 2023 (grafico 1).

Per diverse materie prime è stata davvero una *Cruel Summer*, ovvero un'estate crudele. Le materie prime agricole, che rappresentano quasi il 27% dell'indice, hanno dovuto fare i conti con raccolti abbondanti. I metalli di base, poco meno del 16% dell'indice, hanno risentito della debolezza della domanda industriale e dell'incertezza economica in Cina, uno dei principali consumatori di metalli.

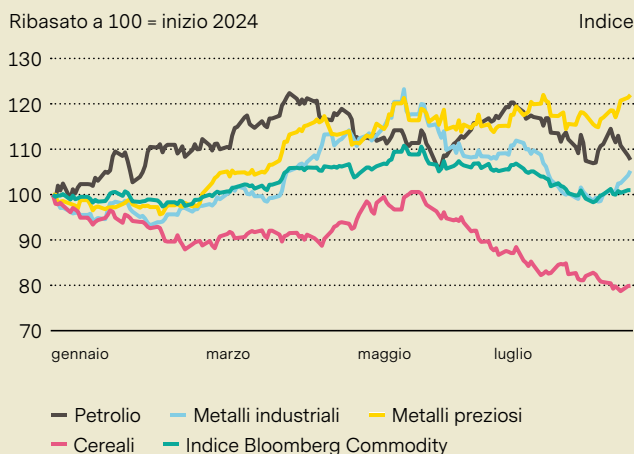
Mentre i prezzi del petrolio sono stati inizialmente sostenuti da fattori geopolitici e dalla domanda stagionale, ora le prospettive sembrano meno rosee. La Cina, il più

grande importatore di petrolio al mondo, sta riducendo le importazioni. L'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio e i suoi alleati (OPEC+), tipicamente rialzisti, hanno rivisto al ribasso le previsioni sulla domanda globale di petrolio³⁵. Molto dipende ora dalle future politiche di produzione dell'OPEC+. Al momento sta trattenendo circa il 5,7% dell'offerta globale, ma prevede di restituire gradualmente al mercato 2,2 milioni di barili al giorno nel quarto trimestre.³⁶ Tuttavia, data l'incertezza delle prospettive della domanda, resta da vedere se accadrà. In assenza di grandi shock, i prezzi del Brent dovrebbero rimanere tra USD 70 e 80 al barile. La domanda che però molti si pongono è la seguente: *Is it (really) over now?* Ossia, è (davvero) finita? Con i recenti tagli previsti dall'OPEC, dettati in parte dalla situazione economica cinese, potrebbero profilarsi all'orizzonte ulteriori tagli per sostenere i prezzi.

Nel frattempo, gli investitori hanno continuato la loro *Love Story* con l'oro, che rappresenta il 17% dell'indice. Il metallo prezioso ha raggiunto ad agosto un nuovo massimo storico pari a oltre USD 2.500 all'oncia.³⁷ I fattori che hanno trainato la domanda di oro nel recente passato sembrano diventare meno importanti. I mercati non hanno risentito della notizia che la People's Bank of China ha smesso di aumentare le proprie riserve auree né dal fatto che le importazioni cinesi di oro per scopi non monetari sono diminuite a luglio³⁸. Come direbbe Swift, *Shake it off*, ossia fattela passare. Al contrario, i driver macroeconomici tradizionali (rendimenti reali e dollaro USA) sono tornati al centro della scena (grafico 2).

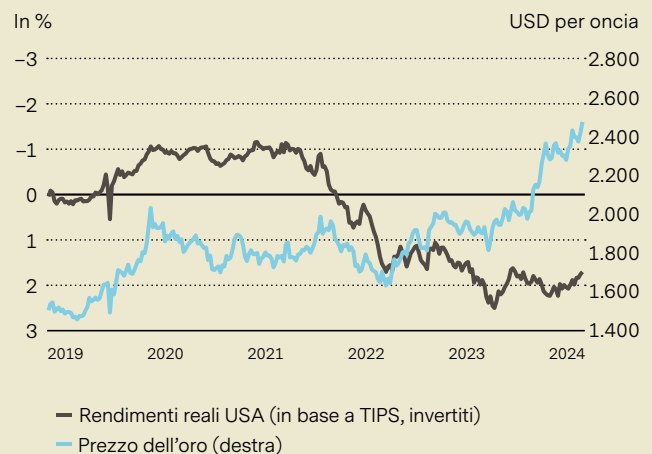
Le nostre aspettative di un calo dei rendimenti reali USA e di un dollaro più debole ci inducono a mantenere un leggero sovrappeso.

Grafico 1: «Back to December» per le materie prime



Fonte: LSEG, Bloomberg, Vontobel; dati al 22 agosto 2024.

Grafico 2: Questioni macroeconomiche di nuovo al centro della scena



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 22 agosto 2024.

Euro / dollaro migliora; stabilità del franco alla prova



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

La debolezza dei dati economici statunitensi ha alimentato aspettative di un più rapido allentamento della Fed, potenzialmente spingendo il cambio euro/dollaro stabilmente sopra USD 1,10 data la propensione al rischio globale e i miglioramenti nell'Eurozona. In Svizzera la solidità del franco mette a dura prova le esportazioni, il che potrebbe indurre la Banca Nazionale Svizzera (BNS) a prendere in considerazione ulteriori tagli dei tassi per frenare l'apprezzamento della valuta a fronte di interventi limitati.

I rialzisti euro/dollaro sono stati sostenuti dai recenti dati economici statunitensi deludenti, tra cui il debole rapporto sull'occupazione del 2 luglio, che ha alimentato aspettative di un più rapido allentamento da parte della Fed (grafico 1).

Questo ha spinto il tasso di cambio euro-dollaro sopra 1,10 USD. La forza e la durata di un eventuale rally, tuttavia, dipenderanno anche dalla ripresa della propensione al rischio globale e da sviluppi positivi nell'Eurozona. Il continuo miglioramento del contesto economico dell'Eurozona potrebbe ridurre l'attuale e previsto differenziale di crescita tra Europa e Stati Uniti, sostenendo un rialzo sostenibile oltre la soglia di USD 1,10.

Il nervosismo sui mercati azionari potrebbe compromettere il rialzo del cambio, qualora fosse persistente e si traducesse in un'ampia avversione al rischio con relativi flussi verso i beni rifugio.

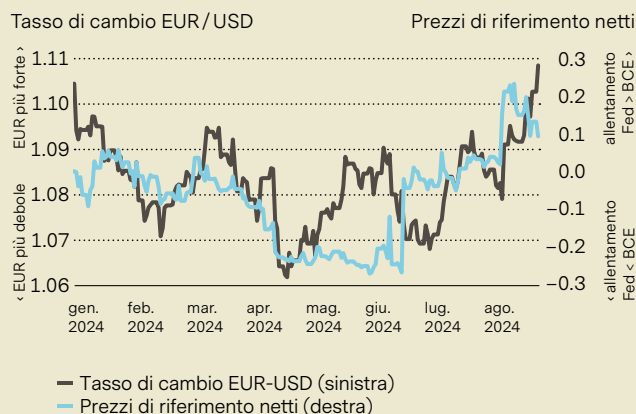
Economia svizzera in balia del potente franco

L'economia svizzera, che dipende fortemente dalle esportazioni come dimostra il rapporto esportazioni/PIL pari al 74% nel 2023, secondo la Segreteria di Stato dell'economia, è estremamente sensibile alle fluttuazioni valutarie. Con l'attenuarsi dei timori per l'inflazione, la solidità del franco potrebbe mettere in difficoltà gli esportatori, in particolare le piccole e medie imprese. Swissmen, il principale gruppo di difesa dei produttori del Paese, ha recentemente esortato la BNS a intervenire, avvertendo che un franco forte possa danneggiare l'economia.

Il contesto deflazionistico, unito agli effetti restrittivi di una valuta più forte, ha riacceso le aspettative di una riduzione dei tassi da parte della BNS a settembre. Quest'ultima ha avviato il suo ciclo di allentamento con una riduzione di 25 pb a marzo, seguita da un altro taglio di pari entità a giugno. Bloomberg Economics prevede ulteriori tagli da 25 a 50 pb entro la fine dell'anno. Sebbene queste misure possano limitare l'ulteriore apprezzamento del franco, è improbabile che alterino in modo significativo il corso del suo rally, dettato dalle incertezze del mercato globale.

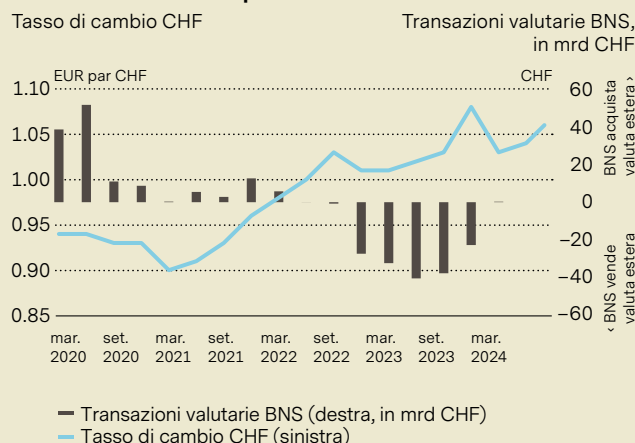
La BNS potrebbe intervenire sui cambi, ma quest'anno è stata relativamente poco attiva in tale ambito, avendo acquisito solo CHF 281 milioni di riserve estere nel primo trimestre (grafico 2).

Grafico 1: Le aspettative sui tassi USA evidenziano una svolta



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 19 agosto 2024.

Grafico 2: Trimestre tranquillo per la BNS: intervento minimo nonostante i potenziali movimenti del mercato



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 19 agosto 2024.

18 Previsioni

Economia e mercati finanziari 2022 – 2025

Il seguente elenco illustra valori, tassi di cambio e prezzi effettivi dal 2022 al 2023 e le previsioni del consensus per il 2024 e il 2025 relativi a prodotto interno lordo (PIL), inflazione e relative aspettative, tassi d'interesse di riferimento delle Banche Centrali, titoli di Stato a dieci anni, tassi di cambio e materie prime.

PIL (IN %)	2022	2023	ATTUALE¹	CONSENSUS 2024	CONSENSUS 2025
Globale (G20)	2,9	3,0	3,0	2,5	2,6
Eurozona	3,4	0,4	0,6	0,7	1,4
USA	1,9	2,5	3,1	2,3	1,7
Giappone	1,0	1,9	-0,8	0,1	1,2
Regno Unito	4,5	0,3	0,3	1,0	1,3
Svizzera	2,7	0,7	0,8	1,3	1,4
Australia	3,8	1,9	2,1	1,2	2,1
Cina	3,0	5,2	4,7	4,9	4,5

INFLAZIONE	2022	2023	ATTUALE²	CONSENSUS 2024	CONSENSUS 2025
Globale (G20)	7,5	4,4	5,6	4,9	3,1
Eurozona	8,4	5,5	2,6	2,4	2,1
USA	8,0	4,1	2,9	3,0	2,4
Giappone	2,5	3,3	2,8	2,4	1,9
Regno Unito	9,1	7,3	2,2	2,6	2,2
Svizzera	2,8	2,2	1,3	1,3	1,1
Australia	6,6	5,7	3,8	3,4	2,8
Cina	2,0	0,2	0,5	0,5	1,5

TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %)	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
EUR	2,50	4,50	4,25	3,40	2,65
USD	4,50	5,50	5,50	4,75	4,00
JPY	-0,10	-0,10	0,23	0,35	0,59
GBP	3,50	5,25	5,00	4,65	3,75
CHF	1,00	1,75	1,25	0,95	0,89
AUD	3,10	4,35	4,35	4,30	3,70

RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO, 10 ANNI (IN %)	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
EUR (Germania)	2,6	2,0	2,25	2,26	2,23
USD	3,9	3,9	3,85	4,03	3,92
JPY	0,4	0,6	0,90	1,10	1,30
GBP	3,7	3,5	3,96	3,80	3,63
CHF	1,6	0,7	0,45	0,62	0,84
AUD	4,1	4,0	3,92	4,09	3,91

TASSI DEI CAMBI	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
CHF per EUR	0,99	0,93	0,95	0,96	0,99
CHF per USD	0,94	0,84	0,85	0,88	0,89
CHF per 100 JPY	0,72	0,60	0,58	0,60	0,62
CHF per GBP	1,12	1,07	1,12	1,13	1,16
USD per EUR	1,06	1,10	1,11	1,10	1,12
JPY per USD	130,00	141,00	146,00	148,00	143,00
USD per AUD	0,67	0,68	0,67	0,68	0,69
GBP per EUR	0,88	0,87	0,85	0,85	0,85
CNY per USD	6,91	7,10	7,14	7,20	7,16

MATERIE PRIME	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
Brent, USD per barile	86	77	78	83	81
Oro, USD per oncia troy	1'824	2'063	2'499	2'400	2'500
Rame, USD per tonnellata metrica	8'372	8'559	9'131	9'900	9'990

¹ Ultimo trimestre disponibile

² Ultimo mese disponibile, dati G20 solo trimestrali

Fonte: Vontobel, rispettivi uffici di statistica e banche centrali; al 23 agosto, 2024

Informativa e disclaimer

1. Conferma analista

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

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

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

Fondamento e metodi di valutazione

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

2. Disclaimer e fonti

Il presente documento di marketing è stato redatto da una o più società del Gruppo Vontobel (insieme «Vontobel») per clienti privati e istituzionali. 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.

20 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.

Information for German clients

This publication prepared by Bank Vontobel AG is distributed by Bank Vontobel Europe AG, Munich.

Additional information for UK clients

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

Informazione per investitori italiani

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

Glossario e fonti

- ¹ Sovrappeso significa che l'Investment Committee di Vontobel ha una preferenza maggiore per una classe o sottoclasse d'investimento.
- ² Fonte: discorso del Presidente della Fed Jerome Powell, 23 agosto 2024. www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20240823a.htm
- ³ Fonte: Articolo di ING, pubblicato il 24 luglio 2024. think.ing.com/snaps/eurozone-jul24-pmis/
- ⁴ Fonte: Articolo di Bloomberg, pubblicato il 15 luglio 2024. www.bloomberg.com/news/articles/2024-07-15/china-growth-weakens-more-than-expected-as-outlook-darkens
- ⁵ Fonte: Articolo di CNN, pubblicato il 21 agosto 2024. edition.cnn.com/2024/08/21/economy/bls-jobs-revisions/index.html#:~:text=US%20job%20growth%20during%20much,year%20than%20were%20initially%20reported.
- ⁶ Fonte: Articolo del Financial Times, pubblicato il 2 agosto 2024. www.ft.com/content/d48e4925-d2fc-4ba1-a0ae-df2c7d0b7b45
- ⁷ Fonte: Articolo di CNN, pubblicato il 7 luglio 2024. edition.cnn.com/2024/07/07/economy/stocks-week-ahead-services-sector-slow-restaurants-stores/index.html
- ⁸ Fonte: Articolo di Axios, pubblicato il 6 agosto 2024. www.axios.com/2024/08/06/credit-card-auto-loan-delinquency-rates
- ⁹ Fonte: Articolo di NBC News, pubblicato il 14 agosto 2024. www.marketplace.org/2023/06/01/fewer-people-are-leaving-their-jobs-whats-that-mean-for-the-economy/
- ¹⁰ Fonte: comunicato stampa del Conference Board, pubblicato il 30 luglio 2024. www.conference-board.org/topics/consumer-confidence/press/CCI-July-2024#:~:text=The%20Conference%20Board%20Consumer%20Confidence,133.6%20from%20135.3%20last%20month.
- ¹¹ Fonte: articolo di USA Today, pubblicato l'8 luglio 2024. eu.usatoday.com/story/money/2024/07/08/temp-jobs-decline-employment-signal/74304754007/
- ¹² Fonte: articolo di Bloomberg, pubblicato il 2 agosto 2024. www.bloomberg.com/news/live-blog/2024-08-02/us-employment-report-for-july
- ¹³ Il tasso di disoccupazione di base esclude i fattori temporanei o ciclici, come le recessioni o le espansioni economiche.
- ¹⁴ Un punto base equivale a un centesimo di punto percentuale, cioè 0,01%.
- ¹⁵ Fonte: articolo di JPMorgan, pubblicato l'8 agosto 2024. privatebank.jpmorgan.com/nam/en/insights/markets-and-investing/what-is-up-with-the-sahm-rule-and-what-does-it-mean-for-the-fed
- ¹⁶ Fonte: articolo di Fortune, pubblicato il 2 agosto 2024. fortune.com/2024/08/02/recession-indicator-claudia-sahm-rule-trigger-unemployment-rate-jobs-report/
- ¹⁷ Fonte: Governo indiano, comunicato stampa del Ministero delle Finanze, pubblicato il 17 luglio 2024. [pib.gov.in/PressNoteDetails.aspx?NoTeld=151934&ModuleId=3#:~:text=The%20International%20Monetary%20Fund%20\(IMF,of%206.8%20percent%20in%20April.](http://pib.gov.in/PressNoteDetails.aspx?NoTeld=151934&ModuleId=3#:~:text=The%20International%20Monetary%20Fund%20(IMF,of%206.8%20percent%20in%20April.)
- ¹⁸ La produzione economica totale è la più alta al mondo quando si tengono in considerazione le differenze nel costo della vita e nei livelli dei prezzi tra i paesi.
- ¹⁹ Fonte: Nazioni Unite, Dipartimento per gli Affari Economici e Sociali, 24 aprile 2023. www.un.org/development/desa/dpad/publication/un-desa-policy-brief-no-153-india-overtakes-china-as-the-worlds-most-populous-country#:~:text=In%20April%202023%2C%20India%27s%20population,to%20grow%20for%20several%20decades.
- ²⁰ Fonte: Banca Mondiale, data.worldbank.org/indicator/SP.DYN.TFRT.IN?locations=IN
- ²¹ Fonte: «Navigating the India-Russia Strategic Partnership», pubblicazione del Manohar Parrikar Institute for Defence Studies and Analyses, pubblicata l'8 luglio 2024. www.idsa.in/issuebrief/navigating-the-india-russia-strategic-partnership-rrroy-080724
- ²² L'iniziativa «Make in India», introdotta nel 2014, mira a promuovere il paese come una destinazione globale preferita per la produzione manifatturiera. Ministero degli Affari Esteri: www.mea.gov.in/Images/attach/Make_in_India_Initiative.pdf
- ²³ Fonte: Dati della Banca Mondiale, al 19 agosto 2024. data.worldbank.org/indicator/SE.ADT.LITR.ZS?locations=IN-CN
- ²⁴ Fonte: Dati della Banca Mondiale, al 19 agosto 2024. genderdata.worldbank.org/en/indicator/sl-tlf-acti-zs
- ²⁵ Fonte: Articolo di DW, pubblicato il 7 maggio 2024. www.dw.com/en/india-high-youth-unemployment-poses-massive-challenge/a-69018952#:~:text=youth%20unemployment%20rate.,Nearly%2016%25%20of%20urban%20youth%20in%20the%2015%2D29%20age,at%20as%20high%20as%2045.4%25.
- ²⁶ Fonte: Articolo di LiveMint, pubblicato il 29 maggio 2024. www.livemint.com/economy/indias-youth-unemployment-rate-among-highest-in-world-says-ex-cea-netizens-call-it-heights-of-propaganda-11716977982254.html
- ²⁷ Tasso di interesse al quale una banca centrale presta denaro alle banche commerciali per brevi periodi, solitamente overnight, in cambio di garanzie.
- ²⁸ Gran parte di questa crescita è dovuta all'introduzione di contratti con scadenza settimanale (2019), in sostituzione delle tradizionali scadenze a fine mese. Il vantaggio principale delle scadenze brevi è che la probabilità di perdita per il venditore è minore, e quindi costano meno.
- ²⁹ Fonte: Articolo di Invest India, pubblicato il 23 ottobre 2023. www.investindia.gov.in/team-india-blogs/indias-inclusion-jp-morgans-government-bond-index-emerging-markets-gbi-em-index
- ³⁰ Fonte: Articolo di Reuters, pubblicato il 30 luglio 2024. www.reuters.com/markets/rates-bonds/foreign-investors-unhappy-after-india-restores-curbs-some-bond-purchases-2024-07-30/
- ³¹ Un superciclo delle materie prime è un periodo prolungato in cui i prezzi delle materie prime sono notevolmente superiori o inferiori al loro trend di lungo periodo. Di solito è innescato da un'impennata della domanda, spesso dovuta all'industrializzazione e all'urbanizzazione dei mercati emergenti.
- ³² Fonte: World Gold Council. www.gold.org/about-gold/gold-demand/geographical-diversity/india#:~:text=Gold%20is%20central%20to%20more,annual%20gold%20demand%20in%20India.
- ³³ Introdotta dall'economista John Taylor, la Regola di Taylor è una linea guida per determinare il tasso sui Fed Fund (tasso di prestito bancario overnight). Suggestisce di aumentare il tasso se si prevede un'inflazione superiore alla norma e di abbassarlo se ci si aspetta una crescita del PIL inferiore alla norma, a condizione che gli altri fattori rimangano costanti.
- ³⁴ Fonte: Articolo di Bloomberg, pubblicato il 26 luglio 2024. www.bloomberg.com/news/articles/2024-07-26/fed-s-preferred-inflation-gauge-rose-at-mild-pace-in-june
- ³⁵ Fonte: Articolo di Reuters, pubblicato il 12 agosto 2024. www.reuters.com/business/energy/opeac-cuts-2024-oil-demand-growth-forecast-citing-china-2024-08-12/
- ³⁶ Fonte: Articolo di Reuters, pubblicato l'1 agosto 2024. www.reuters.com/business/energy/opeac-likely-stick-output-policy-meeting-sources-say-2024-08-01/
- ³⁷ Fonte: Articolo di CBS News, pubblicato il 13 agosto 2024. www.cbsnews.com/news/golds-price-surpasses-2500-an-ounce-moves-to-make-now/
- ³⁸ Fonte: Articolo di Bloomberg, pubblicato il 20 agosto 2024. www.bloomberg.com/news/articles/2024-08-20/china-s-gold-imports-tumble-again-as-record-prices-deter-buyers

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo
Svizzera
vontobel.com

