

**100** | Empowering  
**years** | Investors

**Vontobel**

# Investors' Outlook

**Cala il sipario,  
si spostano i riflettori**



Ottobre 2024



### 3 Editoriale

### 4 Strategia d'investimento

Dissolvenza

### 6 Mercato in sintesi

Insalata iceberg e montagne di debiti

### 10 Asset class sotto la lente

### 14 Previsioni

### 17 Riferimenti

Glossario e fonti

**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 entro il 4 novembre,  
2024)

**Concept**  
MetaDesign AG

**Grafica e realizzazione**  
Vontobel

**Immagini**  
Gettyimages,  
Vontobel

**Termine ultimo per questa edizione**  
2 ottobre, 2024

**Commenti**  
\* Cfr. «Conferma degli analisti» in  
«Informazioni legali» a pagina 15

# Cala il sipario, si spostano i riflettori



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

Gentili lettori,

Dopo mesi di attesa, la Federal Reserve americana (Fed) ha finalmente deciso di tagliare i tassi, permettendo agli investitori di tirare un sospiro di sollievo sulla scia di una riduzione di 50 punti base (pb). Coloro che temevano che la Fed venisse condizionata da rischi economici nascosti, avranno trovato rassicurazione nei commenti<sup>1</sup> del presidente Jerome Powell, secondo cui il mercato del lavoro USA è in «ottime condizioni» e la Fed non ritiene di essere in ritardo sul taglio dei tassi.

La decisione non solo evidenzia una vera e propria svolta nella politica monetaria statunitense, ma si allinea anche a una più generale tendenza di allentamento sincronizzato tra le principali banche centrali mondiali. La Banca Centrale Europea (BCE) e la Banca Nazionale Svizzera (BNS) hanno già tagliato i tassi rispettivamente per la seconda e terza volta, in quanto i timori per l'inflazione sono finiti in secondo piano. Questo ciclo di allentamento è destinato a sostenere una ripresa della crescita economica globale.

In Cina, uno dei principali motori della crescita del prodotto interno lordo (PIL) globale, le autorità, sotto pressione per raggiungere l'obiettivo di crescita del 5% per l'anno in corso, hanno adottato misure di stimolo<sup>2</sup> per rilanciare l'economia. Queste includono tagli ai tassi d'interesse, tassi ipotecari più bassi, sostegno ai prestiti per le banche e regole più flessibili per gli acquirenti di case in alcune grandi città.

Ciò ha alimentato l'ottimismo e un rally delle azioni cinesi, specialmente poiché gli investitori erano preoccupati per una spirale deflazionistica.<sup>3</sup> Tutti gli occhi saranno puntati sui dati del PIL cinese del terzo trimestre, previsti per la metà di ottobre.

Dopo il primo taglio dei tassi della Fed, anche le imminenti elezioni presidenziali USA sono sotto i riflettori. Kamala

Harris e Donald Trump hanno assunto il ruolo di protagonisti di uno scontro molto seguito che sta già catturando l'attenzione di tutto il mondo in questo avvincente finale d'anno, il cui esito influenzerà il futuro scenario economico e geopolitico.

Il nostro numero di novembre sarà un'edizione speciale, il «Mini Investors' Outlook». Questo aggiornamento specifico fornirà gli elementi essenziali poiché sappiamo che la situazione può evolvere rapidamente, soprattutto con eventi tanto importanti all'orizzonte. Abbiamo anticipato la data di pubblicazione dell'edizione entro il 4 novembre. Subito dopo i risultati, organizzeremo un webinar per analizzare le implicazioni per gli investitori e fornire la nostra analisi. Continuate a seguirci per maggiori dettagli nel prossimo numero.

In questo Investors' Outlook troverete un'analisi approfondita della politica fiscale e del debito pubblico, nonché la nostra view su mercati azionari e materie prime.

Siamo ormai proiettati sull'ultimo trimestre dell'anno e siamo pronti a modificare le nostre indicazioni in base all'evoluzione del mercato.

---

## → Webcast

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

---

<sup>1</sup> Vedere «Glossario e fonti» a pagina 17



—  
**Stefan Eppenberger**  
Chief Investment Strategist,  
Vontobel

# Dissolvenza

**Il mese di settembre è ruotato per buona parte intorno alla decisione sui tassi della Fed, alle previsioni degli investitori sull'entità della riduzione e, soprattutto, a ciò che ci attende da qui in poi. Qualche indicazione arriva dal nuovo «dot plot»<sup>4</sup>: il pronostico della Fed è quello di tagli per altri 50 pb entro fine anno, 100 nel 2025 e altri 50 nel 2026.**

Nonostante il venir meno dei timori sull'inflazione, reputiamo giustificata una certa cautela sulle prospettive di crescita. I principali indicatori economici anticipatori restano sotto pressione,<sup>5</sup> i dati sull'occupazione di agosto si sono rivelati inferiori alle attese<sup>6</sup> e le imprese sono sempre più preoccupate per l'andamento prospettico delle vendite.<sup>7</sup>

Il varo di numerose misure di stimolo da parte della Cina è un segnale che le autorità sono determinate ad affrontare le sfide economiche interne, come il suo mercato immobiliare in difficoltà e le pressioni deflazionistiche. Sebbene ciò abbia immediatamente rafforzato le azioni cinesi, probabilmente ci vorrà ancora del tempo prima che i benefici si riflettano nell'economia reale. Ma ci mette sulla strada giusta.

Per i dettagli della nostra asset allocation si rimanda a pagina 5.

	SOTTOPESO		NEUTRALE	SOVRAPPESO		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
<b>1</b> <b>Liquidità</b>			↗			La nostra view sulla liquidità passa da sottopeso a neutrale, a seguito del nostro downgrade tattico dell'azionario. Siamo pronti a reimpiegare la liquidità quando emergeranno nuove opportunità.
<b>2</b> <b>Obbligazioni</b>		→				Manteniamo un'allocazione complessiva di lieve sottopeso sul reddito fisso. Il deterioramento delle prospettive economiche e la normalizzazione dell'inflazione hanno indotto la Fed a iniziare a tagliare i tassi, innescando un netto calo dei rendimenti obbligazionari (che si muovono inversamente ai prezzi). Attualmente i mercati scontano numerosi tagli dei tassi per i prossimi 18 mesi. In assenza di una recessione o di un rallentamento dell'inflazione, è difficile che i rendimenti possano calare ulteriormente. A livello di sub-asset class, manteniamo una posizione di sovrappeso sui titoli di Stato, che riteniamo la migliore copertura disponibile a fronte di un'eventuale recessione. Li preferiamo alle obbligazioni corporate investment grade (IG), che offrono un carry limitato. Manteniamo il sottopeso sulle obbligazioni high yield, vulnerabili al rallentamento della crescita, e un marginale sovrappeso sulle obbligazioni dei mercati emergenti in valuta forte che potrebbero beneficiare dell'indebolimento del dollaro USA.
<b>3</b> <b>Azioni</b>			↘			L'Investment Committee di Vontobel ha aperto una posizione tattica di sovrappeso* sull'azionario a settembre 2022 e l'ha mantenuta quasi ininterrottamente negli ultimi due anni, durante i quali l'Indice MSCI All Country World ha guadagnato più del 50% in termini di rendimento complessivo (in USD). Dopo questo solido rally, e in considerazione delle prospettive economiche incerte e delle imminenti elezioni negli USA, riteniamo sia giunto il momento di effettuare qualche presa di profitto e ridurre l'allocazione azionaria da sovrappesata a neutrale. Abbiamo, dunque, rivisto al ribasso la nostra view sull'azionario USA da sovrappeso a neutrale sulla scia delle valutazioni elevate e delle crescenti difficoltà nel superare le aspettative sugli utili per azione (EPS). I proventi sono stati reinvestiti in azioni svizzere, su cui siamo passati da sottopeso a neutrale, perché le loro qualità difensive dovrebbero sovraperformare in un'economia in rallentamento. Stiamo altresì chiudendo il nostro sovrappeso tattico sulle azioni dell'Eurozona, i cui utili sono stati deludenti, secondo noi.
<b>4</b> <b>Oro</b>				→		Manteniamo il nostro sovrappeso sull'oro, che quest'anno ha superato anche le previsioni più ottimistiche arrivando oltre i 2'600 dollari all'oncia grazie alla solida domanda fisica e alla speranza di tagli dei tassi negli USA. Sebbene l'ulteriore potenziale di rialzo sia limitato, riteniamo ancora giustificato un leggero sovrappeso, considerando la nostra previsione di un ulteriore allentamento della politica della Fed (che favorisce gli asset non fruttiferi come l'oro) e di un deprezzamento del dollaro USA (che rende l'oro più economico per gli acquirenti in valute diverse dal dollaro).
<b>5</b> <b>Materie prime</b>			→			Rimaniamo neutrali sulle materie prime. Se da un lato l'indebolimento della crescita economica potrebbe penalizzare l'asset class, la stessa potrebbe anche ricevere supporto da un dollaro USA più debole, dalle misure di stimolo cinesi e dai rischi geopolitici.
<b>6</b> <b>Strategie alternative</b>			→			Rimaniamo neutrali sui fondi alternativi (con una preferenza per i titoli collegati alle assicurazioni) e sull'immobiliare, nonché negativi sulla liquidità.

Variazioni mensili:

invariato →

in aumento ↗

in calo ↘

# Insalata iceberg, montagne di debiti

Ricordate l'insalata iceberg sulle prime pagine dei giornali nell'ottobre 2022? È diventata un insolito simbolo di longevità politica quando i media finanziari hanno ipotizzato che potesse durare più a lungo dell'ex primo ministro britannico Liz Truss.<sup>9</sup> Il 14 ottobre un tabloid ha addirittura lanciato una bizzarra gara, trasmettendo in diretta un filmato della lattuga insieme a una foto incorniciata di Truss. L'insalata iceberg alla fine ha vinto: Truss ha annunciato le dimissioni il 20 ottobre, dopo soli 49 giorni dalla sua nomina, prima che la lattuga andasse a male.<sup>10</sup>



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



—  
**Stefan Eppenberger**  
Chief Investment Strategist,  
Vontobel

Ma come si è arrivati a questa debacle? Truss ha tentato di promuovere tagli fiscali consistenti nonostante il già elevato debito pubblico del Regno Unito, integrandoli nel cosiddetto «mini-budget».<sup>11</sup> Questa manovra ha scatenato il panico sui mercati finanziari, che si è placato solo dopo l'intervento della Bank of England e le definitive dimissioni di Truss (grafico 1).

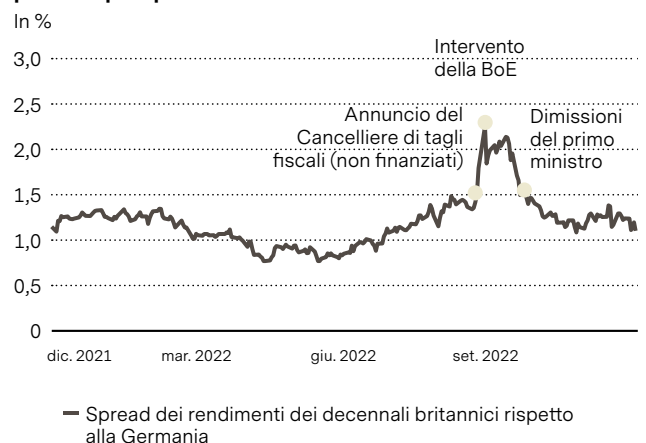
A prima vista la saga della lattuga potrebbe sembrare solo un'altra storia passeggera diffusa in rete; tuttavia, data l'inquietudine suscitata dalle elezioni francesi del 2024 e i crescenti movimenti populistici sia di destra che di sinistra, quest'episodio sottolinea una preoccupazione più generale: l'aumento del debito pubblico e la sua sostenibilità sono sempre più destabilizzanti per i mercati finanziari. Nel futuro prossimo i riflettori dovrebbero spostarsi sulla più grande economia al mondo: il debito nazionale lordo americano ha raggiunto i 35.001.278.179.208,67 dollari, stando ai dati diffusi dal Treasury statunitense<sup>12</sup> (ossia 104.497 dollari a persona nel Paese).

Secondo l'economista John Maynard Keynes (1883–1946), spendere più di quanto si guadagna può essere una mossa intelligente in determinate circostanze.<sup>13</sup> Keynes sosteneva che una spesa pubblica significativa stimola l'attività economica, portando a un incremento delle entrate e della spesa complessiva. In questo modo, la

politica del governo può contribuire a sostenere l'economia nelle fasi di recessione, attenuando alti e bassi del ciclo economico.

Questa è la teoria. In pratica, però, spesso il sostegno fiscale non viene ridimensionato nei periodi di «benessere» (grafico 2). Un esempio significativo è rappresentato dagli anni Sessanta, quando gli Stati Uniti hanno adottato una politica fiscale «prociclica».<sup>14</sup> Nel 1962, il Presidente John F. Kennedy propose massicci tagli fiscali, che furono poi attuati dal suo successore, Lyndon B. Johnson. Johnson lanciò anche il programma «Great Society», una serie di iniziative nazionali volte a sradicare la povertà e l'ingiustizia razziale. Insieme alle ingenti spese per la guerra del Vietnam, la domanda impennò, l'economia prosperò e la disoccupazione raggiunse i minimi di sempre;<sup>15</sup> tuttavia, negli anni successivi, l'economia si surriscaldò, portando a un'inflazione dilagante.

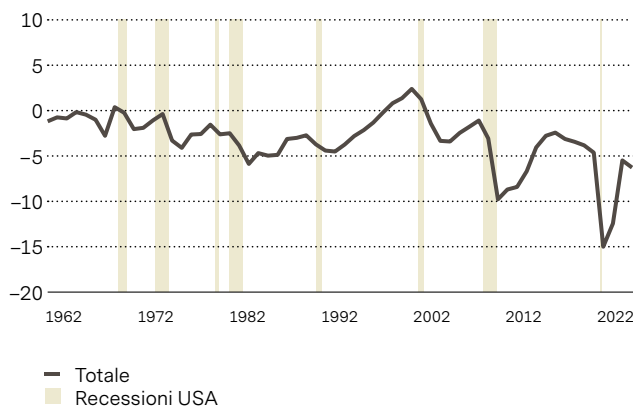
**Grafico 1: I mercati finanziari sono sempre più preoccupati per la sostenibilità fiscale**



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 16 settembre 2024.

## Grafico 2: Deficit fiscali aumentati in crisi, raramente eliminati in benessere

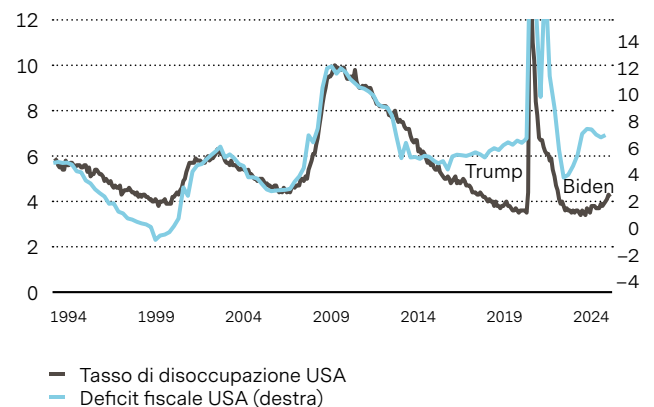
Deficit fiscale USA in % del PIL USA



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 16 settembre 2024.

## Grafico 3: Politiche fiscali populiste degli ultimi due Presidenti USA hanno aumentato l'inflazione

In % In % del PIL USA



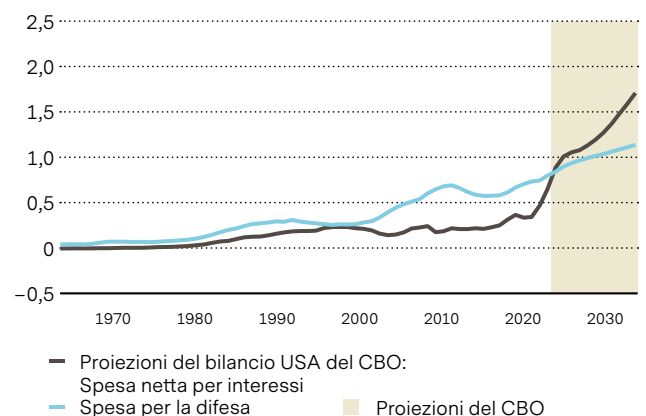
Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 16 settembre 2024.

Oggi i Presidenti degli Stati Uniti sono tornati ad adottare politiche procicliche. Sia Donald Trump che Joe Biden hanno introdotto misure fiscali populiste che, insieme agli shock dell'offerta (ad esempio, la pandemia di Covid-19), hanno contribuito all'aumento dell'inflazione (grafico 3). Trump ha promesso tagli fiscali più generosi se tornerà in carica, mentre Kamala Harris introduce un'altra variabile relativamente inedita in termini di politica fiscale prevista, dato che in passato si è espressa a favore di una riduzione delle tasse per alcuni gruppi e di aiuti finanziari per la classe media.<sup>16</sup>

L'assenza di disciplina fiscale espone a diversi rischi. In primo luogo, l'onere del debito continua a crescere a dismisura. Stando alle previsioni del Congressional Budget Office (CBO), il rapporto tra deficit e PIL degli USA è destinato ad aumentare in misura significativa nei prossimi 30 anni, portando il debito nazionale a livelli senza precedenti,<sup>17</sup> anche senza l'onere di finanziare una grande guerra. In secondo luogo, il costo del servizio di questo debito è in aumento. Le proiezioni del CBO mostrano che il rapporto tra costi netti degli interessi e spesa pubblica complessiva è salito di 5 punti percentuali rispetto al 2019, appena prima della pandemia di Covid-19. Nel 2024, per la prima volta nella storia degli Stati Uniti, il pagamento degli interessi supererà la spesa per la difesa (grafico 4). Infine, si assiste a un cambiamento dell'opinione pubblica. Stando a un sondaggio di PEW Research, gli americani sarebbero sempre più diffidenti nei confronti dei grandi deficit,<sup>18</sup> poiché negli ultimi anni il peso dell'aumento dei costi degli interessi e dell'inflazione elevata è diventato più difficile da ignorare.

## Grafico 4: La spesa netta per interessi ha superato i costi per la difesa negli Stati Uniti

In migliaia di miliardi di dollari USA



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 16 settembre 2024.

Gli Stati Uniti sono destinati a finire in default? A nostro parere è improbabile. Il Paese stampa la valuta di denominazione del proprio debito. Come ricorda la celebre dichiarazione del autoproclamato «re del debito»<sup>19</sup> Donald Trump nel 2016: «La gente ha detto che voglio andare a comprare il debito e fare default sul debito, ma queste persone sono pazze. Questo è il governo degli Stati Uniti (...), innanzitutto non rischia affatto un default perché si stampa da sé il denaro, devo proprio farvelo notare io?».<sup>20</sup>

## 8 Mercato in sintesi

Per valutare e monitorare in maniera più precisa i rischi fiscali dei vari Paesi, abbiamo ripreso e ampliato l'«Indice del Rischio Fiscale di Vontobel», sviluppato in origine dai nostri colleghi Steinemann, Metzler e Wiedenmann nel 2010. La versione aggiornata dell'Indice del Rischio Fiscale valuta otto principali indicatori, in modo da offrire un quadro più completo del rischio fiscale di un Paese.<sup>21</sup>

### Indice del Rischio Fiscale di Vontobel – Principali sottoindicatori:

1. **Rapporto di indebitamento:** quanto più elevato è il rapporto tra debito lordo corrente e PIL, tanto peggiore è il rating, e viceversa.
2. **Scadenza del debito:** quanto più breve è la scadenza media del debito pubblico, tanto più rapidamente un aumento dei tassi di interesse incide sul costo degli interessi, e viceversa.
3. **Pagamenti degli interessi (rispetto alla spesa pubblica totale):** la quota di spesa pubblica destinata al pagamento degli interessi. Quanto più si spende per gli interessi, tanto meno si può destinare ad altre spese che promuovono la crescita economica e la stabilità sociale.
4. **Pagamenti degli interessi (rispetto alla crescita del PIL):** il rapporto tra il tasso di interesse nominale e la crescita del PIL nominale. Quanto più elevato è il tasso di interesse rispetto alla crescita nominale prevista, tanto maggiore è il rischio di esplosione del debito.
5. **Saldo primario (corretto per il ciclo):** quanto più elevato è il deficit primario previsto, tanto minore è la possibilità di ridurre il debito, e viceversa.
6. **Saldo delle partite correnti:** quanto più elevato è il deficit, tanto maggiore è la dipendenza dagli afflussi di capitale estero e maggiore è la vulnerabilità del Paese ai ritiri di capitale, e viceversa.

### Grafico 5: Indice del Rischio Fiscale di Vontobel: valutazione geografica

Metodologia: il punteggio finale è il ranking medio per ogni singolo sottoindicatore del rischio fiscale

POSIZIONE	PAESE	DEBITO	SCADENZA DEL DEBITO	INTERESSI PASSIVI (RISPETTO ALLA SPESA PUBBLICA TOTALE)	INTERESSI PASSIVI (RISPETTO ALLA CRESCITA DEL PIL)	SALDO PRIMARIO (CORRETTO PER IL CICLO)	SALDO DELLE PARTITE CORRENTI	CRESCITA DELLA POPOLAZIONE	CRESCITA DELLA PRODUTTIVITÀ	PUNTEGGIO FINALE
1	Irlanda	5	6	11	5	3	2	3	1	4.5
2	Svizzera	3	4	4	7	5	5	6	6	5
3	Norvegia	4	20	1	1	1	1	9	9	5.8
4	Danimarca	1	8	2	16	7	3	13	3	6.6
5	Svezia	2	21	6	8	6	7	7	5	7.8
6	Australia	8	17	14	3	9	13	4	13	10.1
7	Paesi Bassi	7	7	7	18	13	4	10	16	10.3
9	Austria	10	3	10	4	14	10	15	17	10.4
9	Canada	14	18	8	2	10	14	2	15	10.4
10	Germania	9	15	9	11	8	6	17	12	10.9
11	Portogallo	12	12	18	15	2	11	19	4	11.6
12	Belgio	15	5	12	9	19	15	12	8	11.9
13	Nuova Zelanda	6	14	15	12	18	20	1	10	12
14	Spagna	16	11	16	14	12	9	5	19	12.8
15	Regno Unito	13	2	17	20	16	19	11	7	13.1
18	Finlandia	11	13	5	10	15	17	16	20	13.4
18	Grecia	20	1	19	13	4	21	18	11	13.4
18	Giappone	21	9	3	6	21	8	21	18	13.4
19	USA	18	19	21	17	20	18	8	2	15.4
20	Francia	17	10	13	19	17	16	14	21	15.9
21	Italia	19	16	20	21	11	12	20	14	16.6

Fonte: Vontobel.

7. **Crescita della popolazione:** quanto più bassa è la crescita prevista della popolazione, tanto più è difficile ridurre il debito, e viceversa.
8. **Crescita della produttività:** quanto più bassa è la crescita della produttività, tanto più è difficile ridurre il debito, e viceversa.

**Sintesi:** mentre Paesi come l'Irlanda, la Svizzera e la Norvegia mantengono un ottimo posizionamento fiscale, altri sono esposti a maggiori motivi di preoccupazione. Gli Stati Uniti, anche se gravati da un elevato costo degli interessi, beneficiano di prospettive di crescita più robuste rispetto a Francia e Italia, che mostrano segnali di debolezza in diversi indicatori. Anche Giappone e Grecia si posizionano in fondo alla tabella (grafico 5).

#### **Perché la sostenibilità fiscale è importante per gli investitori?**

Come anticipato in precedenza, è improbabile che si verifichi un vero e proprio default. Tuttavia, secondo noi,

l'aumento dei rischi fiscali finirà per richiedere 1) misure politiche o 2) un cambiamento del contesto macroeconomico.

1. **Misure politiche:** potrebbero includere tagli alla spesa, aumenti delle tasse o privatizzazioni una tantum, come quelle viste in Grecia.
2. **Cambiamenti macroeconomici:** potrebbero comportare un taglio dei tassi di interesse (che riduce i costi del servizio del debito e i deficit, consentendo la ristrutturazione del debito), un boom della produttività (ad esempio, trainato dall'IA), la crescita della popolazione (anche se la soluzione a questo problema mediante un aumento dell'immigrazione è incerta, in quanto il consenso pubblico potrebbe scemare) o la monetizzazione del debito (in cui le banche centrali acquistano titoli di Stato, come si è visto in Giappone).



# Un cambio di paradigma e opinioni divise



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

**L'attenzione del mercato obbligazionario è focalizzata sull'entità dei tagli dei tassi che verranno effettuati nell'arco di questo ciclo e sul livello al quale i tassi si stabilizzeranno il prossimo anno.**

Stando al mercato dei future sui Fed Fund, l'attuale ciclo di tagli dei tassi si fermerà circa al 3%. Per quasi quattro decenni, il picco minimo del tasso sui Fed Fund in ciascun ciclo è sempre stato pari o inferiore al 3%. Pur essendo previsto un ulteriore allentamento, le previsioni di consensus indicano che i tassi estremamente ridotti degli ultimi 30 anni rappresentano un fenomeno atipico, e che la norma della politica monetaria in futuro si calibrerà su un livello più rigido.

Con riferimento all'approccio della Fed ai tagli dei tassi, sono emerse due scuole di pensiero. Una prevede tagli dei tassi piuttosto rapidi, in vista di un imminente indebolimento dell'economia, citando a supporto il tasso di risparmio personale USA più basso degli ultimi 16 anni e l'indebolimento del mercato del lavoro. Altri fattori globali come le difficoltà economiche in Cina e Germania aggiungono una certa urgenza alla necessità di agire.

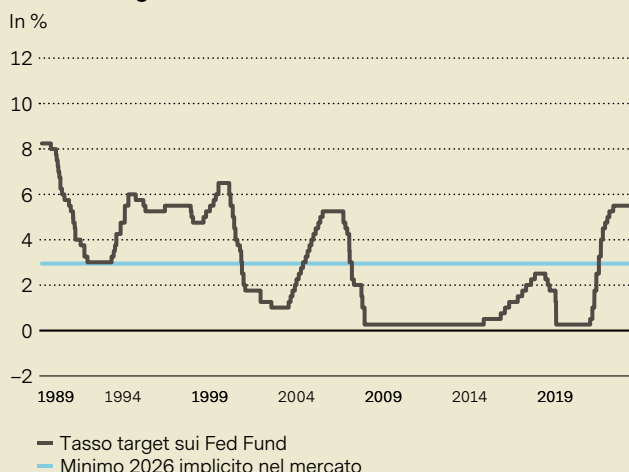
Sul fronte opposto, un gruppo più prudente suggerisce che la crescita del reddito negli USA potrebbe stabilizzarsi, complice la produttività della manodopera e una crescita della forza lavoro presumibilmente sottostimata. In base a questa teoria, la riduzione complessiva di 250 pb nel tasso di riferimento potrebbe essere eccessiva, considerando possibili rilevazioni errate nel tasso di risparmio e l'impatto positivo dell'IA sulla produttività, il che potrebbe tradursi in un tasso d'interesse neutrale più alto del previsto.

**Un destino segnato: il declino di Tupperware sulla scia delle difficoltà economiche**

L'ultima vittima della politica monetaria restrittiva è stata Tupperware Brands, che ha recentemente avviato una procedura di fallimento,<sup>22</sup> dopo ampie negoziazioni con i creditori in merito alla gestione di oltre 700 milioni di USD di debiti. Sebbene a inizio anno i finanziatori avessero alleggerito le condizioni di alcuni accordi, la situazione finanziaria dell'azienda ha continuato a peggiorare.

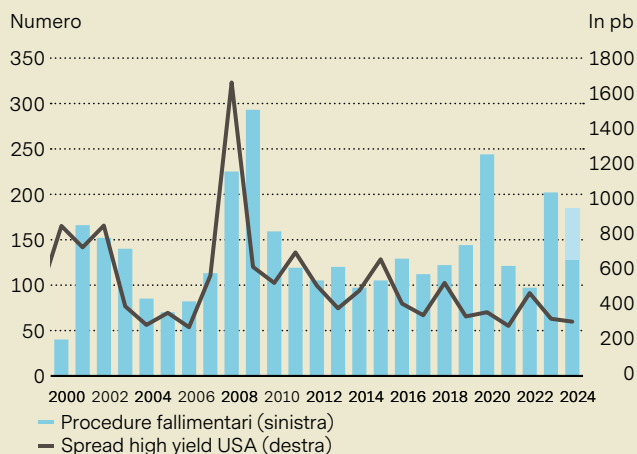
Fondata nel 1946 da Earl Tupper, inventore della chiusura ermetica flessibile che ha reso noto il marchio, Tupperware ha per lungo tempo fatto affidamento sulla vendita diretta tramite un ampio network che nel 2022 contava più di 300'000 venditori indipendenti. Questo fallimento di alto profilo mette in luce difficoltà economiche più ampie: debiti in aumento, evoluzione delle preferenze dei consumatori, competizione sempre più serrata<sup>23</sup> (grafico 2). La pressione sta inducendo molte aziende ad adottare provvedimenti drastici per poter sopravvivere, tra cui chiusure di negozi e riduzione della forza lavoro.

**Grafico 1: I mercati prevedono il ciclo di tagli meno marcato degli ultimi 30 anni**



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

**Grafico 2: Procedure fallimentari per aziende con oltre USD 50 milioni di debiti**



Nota: L'area in blu chiaro indica il numero totale di procedure fallimentari per l'anno in corso, in caso di proseguimento del trend in atto

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

# Cambio di scena per le azioni



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

**La Fed ha finalmente iniziato a tagliare i tassi d'interesse, prima della stagione degli utili del terzo trimestre, e la Cina ha finalmente svelato un importante pacchetto di stimoli. Quali sono le possibili implicazioni per i mercati azionari?**

Il 2024 si sta dimostrando molto simile al 2023 in termini di rendimento complessivo dell'Indice MSCI All Country World (grafico 1), oltre che un altro anno straordinario per l'Indice S&P 500. Come l'anno scorso, abbiamo assistito a un consolidamento durante i mesi estivi, tipicamente poco redditizi, che nel 2023 è stato poi seguito da un solido rally nel quarto trimestre. La storia potrebbe ripetersi? Una differenza chiave quest'anno è l'ampia rotazione settoriale e stilistica in atto da metà luglio 2024, che favorisce i settori difensivi come quello sanitario, dei beni di consumo di base e delle utilities. Prima di luglio, quasi l'80% della performance globale era imputabile a due soli settori – tecnologia e servizi di comunicazione – trainati dalle società attive nell'IA.

Una ragione è l'indebolimento degli utili e delle vendite nel secondo trimestre, soprattutto negli USA, un trend che potrebbe proseguire con il rallentamento del momen-

tum economico e confronti sempre più serrati. Questo risulta in contrasto con le attuali proiezioni di consensus sulla crescita degli utili per il 2025, che dovrebbe decelerare solo moderatamente rispetto al 2024 (grafico 2).

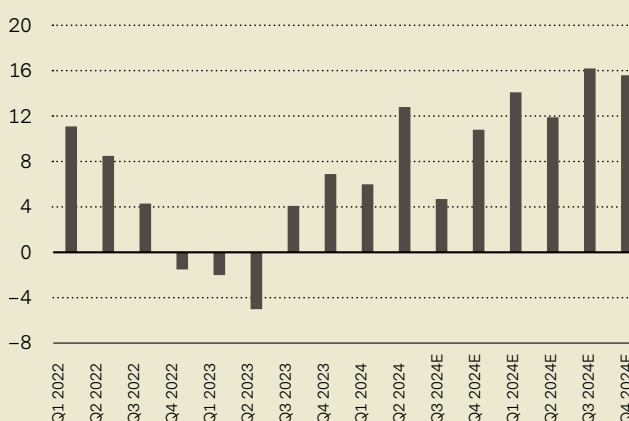
Un altro fattore in gioco è il tanto atteso taglio dei tassi della Fed. L'Outlook da 6 a 12 mesi dopo il primo taglio dei tassi varia significativamente in funzione dell'arrivo o meno di una successiva recessione. Gran parte degli operatori del mercato sconta oggi un soft landing, ma pensiamo che potrebbe trattarsi di una visione eccessivamente ottimistica, e che questo giustifica un approccio prudente.

Le misure di stimolo cinese tanto attese hanno migliorato il sentiment depresso di molti investitori internazionali, che a fine agosto avevano una storica bassa esposizione alle azioni cinesi—scese intorno al 5% dal picco pre-Covid del 15%. Questo contesto ha innescato un significativo «short squeeze»<sup>24</sup> e una ricalibrazione dei portafogli globali, portando a uno dei più forti rally azionari cinesi degli ultimi 15 anni. Anche i titoli nei settori legati alla Cina, come il consumo discrezionale europeo, i beni di lusso e i materiali, hanno registrato guadagni.

Sebbene sia ancora troppo presto per stabilire se il pacchetto di stimolo sarà un punto di svolta per il mercato cinese, le misure sono sicuramente positive e sembrano destinate a contribuire a ripristinare la fiducia tra gli investitori. Tuttavia, probabilmente ci vorrà del tempo prima che abbiano un impatto tangibile sull'economia reale, e resta incerto se riusciranno a riportare la Cina alla crescita del PIL a doppia cifra vista in passato.

**Grafico 1: Crescita trimestrale dell'EPS delle società dell'indice S&P 500**

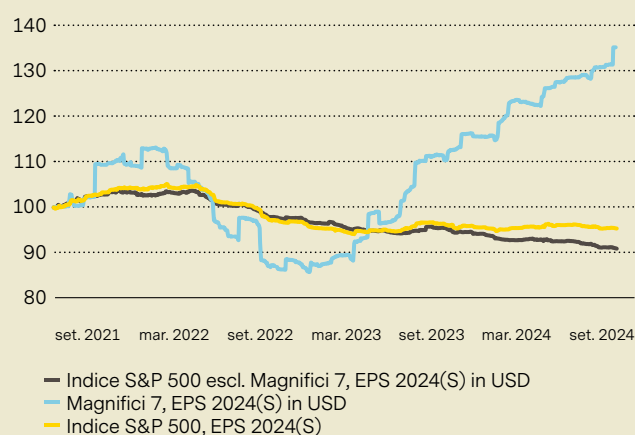
Crescita EPS, in %



Fonte: Bloomberg, Vontobel; data as of September 17, 2024.

**Grafico 2: Previsioni utili 2024 per le società dell'Indice S&P 500 (indicizzato)**

In USD



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 20 settembre 2024.

# Il petrolio arranca, l'oro brilla



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

**Negli ultimi mesi, i prezzi del petrolio hanno affrontato più difficoltà sul fronte dell'offerta che su quello della domanda. Se da un lato la domanda è rimasta relativamente solida per lungo tempo (incentivata da un'economia USA robusta e da fattori stagionali), i produttori hanno pompato più petrolio del previsto, mettendo un tetto al potenziale di rialzo dell'oro nero. La situazione sembra ora cambiata: la domanda si sta indebolendo.**

Gli esperti del petrolio hanno ridimensionato le stime sulla domanda globale. La International Energy Agency (IEA) ha rivisto al ribasso le sue previsioni per il 2024 a 910'000 barili al giorno dai precedenti 970'000.<sup>25</sup> Anche l'Organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio (OPEC) – notoriamente rialzista – ha ridimensionato le previsioni per la seconda volta, con un'attuale proiezione di 2,03 milioni di barili al giorno per il 2024 (dai precedenti 2,11 milioni).<sup>26</sup> Entrambe hanno citato il rallentamento dell'economia cinese, il principale importatore di petrolio al mondo, come motivazione principale.

Queste revisioni non sono state accolte con favore dagli speculatori: per la prima volta a settembre le posizioni corte sul petrolio Brent hanno superato le posizioni lunghe,

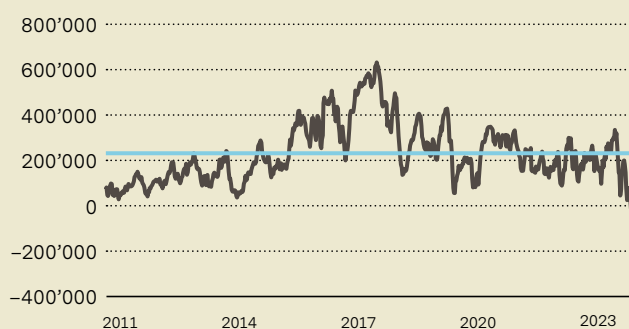
secondo Intercontinental Exchange (grafico 1). Data la debole prospettiva della domanda, l'OPEC ha posticipato un aumento di produzione previsto inizialmente per ottobre.<sup>27</sup> La domanda debole potrebbe rappresentare una sfida per l'OPEC, che può controllare l'offerta ma ha scarso peso in termini di domanda.<sup>28</sup> Se il pacchetto di stimoli annunciato dalla Cina alla fine di settembre sosterrà i prezzi del petrolio, resta ancora da vedere. Mentre i metalli di base sono aumentati dopo l'annuncio, il petrolio è diminuito. Le speculazioni secondo cui il cartello dell'OPEC potrebbe immettere più petrolio sul mercato a dicembre<sup>29</sup> hanno mantenuto i mercati in tensione più delle azioni politiche cinesi. Tuttavia, ottobre ha anche dimostrato che il sentiment può cambiare rapidamente: dopo l'attacco dell'Iran contro Israele all'inizio del mese, il prezzo del petrolio è aumentato di oltre un dollaro in un solo giorno.

L'oro ha registrato un rialzo nel 2024, superando anche le previsioni più ottimistiche. La solida domanda dalle banche centrali e la speranza di ampi tagli dei tassi dalla Fed hanno spinto i prezzi ben oltre la soglia di 2'600 dollari all'oncia, con un rialzo del 27% dall'inizio dell'anno (grafico 2).

Dopo il rally, resta da chiedersi se l'oro ha ulteriore potenziale di rialzo. Affinché la risposta sia affermativa, riteniamo che debbano verificarsi una o più delle condizioni seguenti: 1) un ciclo di tagli dei tassi della Fed (i tassi caleranno, ma sono in gran parte già scontati), 2) una domanda sostenuta dalle banche centrali (i mercati emergenti, in particolare, sembrano aver interrotto gli acquisti a causa dei prezzi elevati) o 3) un recupero della domanda di ETF (che ancora non è evidente).

**Grafico 1: Il posizionamento speculativo non è mai stato così dimesso**

Impegni dai trader (contratti)



— Brent: posizioni nette al rialzo dei gestori monetari  
— Media di lungo periodo

Fonte: Intercontinental Exchange, Vontobel; dati al 10 settembre 2024.

**Grafico 2: Il deprezzamento del dollaro è in genere positivo per l'oro**

Correzione US Dollar Index



— Prezzo dell'oro  
■ Correzione US Dollar Index

LSEG, Vontobel; dati al 20 settembre 2024.

# Si accendono i riflettori sul franco, si spengono sul dollaro



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

**Sulla scia delle iniziative politiche della Fed e del rallentamento dell'economia statunitense, il sentiment ribassista nei confronti del dollaro si è intensificato. La valuta si è deprezzata in maniera significativa rispetto ai picchi raggiunti ad aprile e giugno, complice il minore supporto offerto dai rendimenti. Il franco svizzero ha, invece, guadagnato terreno in ragione della volatilità dei mercati globali e del suo status di bene rifugio, invitando la Banca Nazionale Svizzera (BNS) a intervenire per gestire le pressioni sul tasso di cambio.<sup>30</sup>**

Il sentiment ribassista nei confronti del dollaro si è intensificato all'inizio dell'estate, quando l'attenzione si è spostata verso il rallentamento dell'economia USA. Ciononostante, le recenti dinamiche del mercato sottolineano che il dollaro rimane favorito durante i periodi di maggiore avversione al rischio.

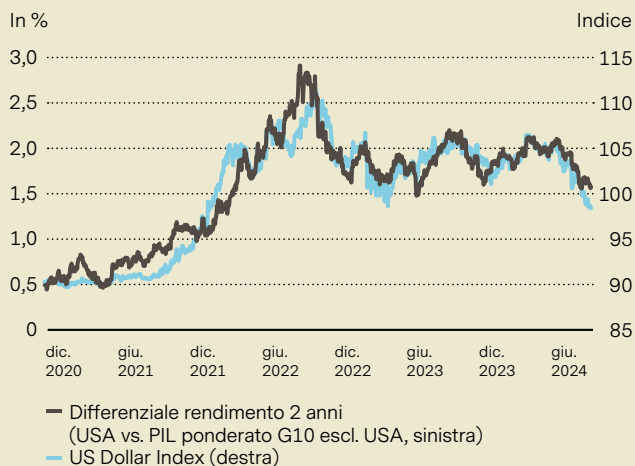
Dopo aver raggiunto un picco di poco superiore a 106 ad aprile e giugno, il dollaro ha subito un pronunciato deprezzamento per tutto il mese di agosto, scivolando da 104 a meno di 101 (grafico 1). Questo trend ribassista è ampiamente attribuibile al minore supporto offerto dai rendimenti, un fattore critico che lascia supporre ulteriori flessioni.

Per questo motivo, il dollaro potrebbe scendere sotto la soglia di 100 se le tendenze attuali continuano; ciò giustifica la posizione sempre più ribassista degli investitori, che stanno ricalibrando le loro aspettative alla luce dell'evoluzione delle condizioni economiche e delle continue rettifiche della politica della Fed.

## La BNS è chiamata ad agire, complici le preoccupazioni per l'export

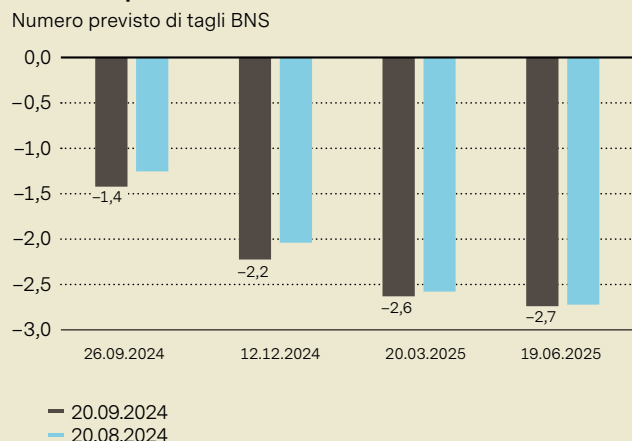
Nelle ultime settimane, il franco svizzero ha mostrato una solidità notevole sovraperformando le altre valute, perché l'aumento della volatilità incentiva la domanda di beni rifugio. Grazie a questo rialzo, il franco svizzero è arrivato quasi ai livelli massimi del decennio rispetto all'euro. Il netto apprezzamento del franco non è passato inosservato nei settori industriali svizzeri. Temendo un possibile impatto negativo sulla competitività delle esportazioni e sulla salute dell'economia in generale, i leader di settore hanno chiaramente richiesto alla BNS di adottare provvedimenti volti ad allentare la pressione al rialzo sul tasso di cambio. I dati economici supportano la prospettiva di un altro taglio nel tasso target dell'1,25% alla fine di settembre e l'inflazione più contenuta del previsto (1,1% rispetto allo scorso agosto) giustifica chiaramente un possibile allentamento da parte della BNS. Fino alla fine di quest'anno, i mercati scontano già un altro allentamento dello 0,55% (o 2,2 tagli) (grafico 2).

**Grafico 1: USD in calo, con un minore supporto offerto dai rendimenti**



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

**Grafico 2: I mercati prevedono ulteriori tagli da parte della BNS prima di fine anno**



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

# 14 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.

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

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

<b>TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>ATTUALE</b>	<b>CONSENSUS A 3 MESI</b>	<b>CONSENSUS A 12 MESI</b>
EUR	2,50	4,50	3,65	3,10	2,50
USD	4,50	5,50	5,00	4,65	3,70
JPY	-0,10	-0,10	0,23	0,40	0,65
GBP	3,50	5,25	5,00	4,70	3,80
CHF	1,00	1,75	1,25	0,92	0,84
AUD	3,10	4,35	4,35	4,30	3,70

<b>RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO, 10 ANNI (IN %)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>ATTUALE</b>	<b>CONSENSUS A 3 MESI</b>	<b>CONSENSUS A 12 MESI</b>
EUR (Germania)	2,6	2,0	2,17	2,21	2,21
USD	3,9	3,9	3,74	3,87	3,73
JPY	0,4	0,6	0,85	1,06	1,30
GBP	3,7	3,5	3,88	3,81	3,67
CHF	1,6	0,7	0,51	0,60	0,75
AUD	4,1	4,0	3,96	4,09	3,91

<b>TASSI DEI CAMBI</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>ATTUALE</b>	<b>CONSENSUS A 3 MESI</b>	<b>CONSENSUS A 12 MESI</b>
CHF per EUR	0,99	0,93	0,95	0,95	0,97
CHF per USD	0,94	0,84	0,85	0,87	0,88
CHF per 100 JPY	0,72	0,60	0,59	0,60	0,64
CHF per GBP	1,12	1,07	1,13	1,13	1,17
USD per EUR	1,06	1,10	1,11	1,11	1,13
JPY per USD	130,00	141,00	144,00	144,00	138,00
USD per AUD	0,67	0,68	0,68	0,68	0,71
GBP per EUR	0,88	0,87	0,84	0,85	0,84
CNY per USD	6,91	7,10	7,06	7,12	7,05

<b>MATERIE PRIME</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>ATTUALE</b>	<b>CONSENSUS A 3 MESI</b>	<b>CONSENSUS A 12 MESI</b>
Brent, USD per barile	86	77	74	81	80
Oro, USD per oncia troy	1'824	2'063	2'615	2'500	2'525
Rame, USD per tonnellata metrica	8'372	8'559	9'477	9'500	9'933

<sup>1</sup> Ultimo trimestre disponibile

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

Fonte: Vontobel, rispettivi uffici di statistica e banche centrali; al 23 settembre, 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 (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 verificarsi modifiche imprevedibili, 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 imprevedibili. La discussione relativa ai metodi di valutazione e ai fattori di rischio non ha pretesa di essere esaustiva. Per ulteriori commenti/informazioni sugli approcci metodologici utilizzati nella nostra analisi finanziaria e sul sistema di rating, si rimanda a [vontobel.com/CH/EN/Companies-institutions-research-equity-research](http://vontobel.com/CH/EN/Companies-institutions-research-equity-research).

### Fondamento e metodi di valutazione

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

## 2. Disclaimer e fonti

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

## 3. Linee guida e informazioni per Paesi specifici

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

# 16 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

- <sup>1</sup> Fonte: Articolo della CNN, pubblicato il 18 settembre 2024. <https://edition.cnn.com/2024/09/18/economy/interest-rate-cut-decision/index.html#:~:text=E2%80%9CThe%20labor%20market%20is%20in,is%20at%20a%20strong%20pace>.
- <sup>2</sup> Fonte: Articolo di The Guardian, pubblicato il 24 settembre 2024. <https://www.theguardian.com/world/2024/sep/24/china-economy-stimulus-package-measures-yuan-pbc>
- <sup>3</sup> Fonte: Articolo di Bloomberg, pubblicato il 9 settembre 2024. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-09-09/china-s-deflationary-spiral-is-now-entering-dangerous-new-stage>
- <sup>4</sup> Il dot plot della Fed è un grafico che rappresenta le proiezioni dei funzionari dell'istituto sull'evoluzione dei tassi d'interesse.
- <sup>5</sup> Fonte: Articolo di Reuters, pubblicato il 3 settembre 2024. <https://www.reuters.com/markets/us/us-manufacturing-edges-up-august-8-month-low-trend-remains-weak-2024-09-03/>
- <sup>6</sup> Fonte: Articolo del Washington Post, pubblicato il 6 settembre 2024. <https://www.washingtonpost.com/business/2024/09/06/august-jobs-unemployment-labor-market/>
- <sup>7</sup> Fonte: Articolo di Reuters, pubblicato il 10 settembre 2024. <https://www.reuters.com/markets/us/us-small-business-sentiment-ebbs-august-amid-rising-uncertainty-2024-09-10/>
- <sup>8</sup> Sovrappeso significa che l'Investment Committee di Vontobel ha una preferenza maggiore per una classe o sottoclasse d'investimento.
- <sup>9</sup> Fonte: Articolo di Reuters, pubblicato il 14 ottobre 2022. <https://www.reuters.com/world/uk/can-liz-truss-outlast-lettuce-uk-tabloid-asks-twitter-post-2022-10-14/>
- <sup>10</sup> Fonte: Articolo del Financial Times, pubblicato il 21 ottobre 2022. <https://www.ft.com/content/dc018d6d-6fa9-4af6-9737-94cbc4161f2b>
- <sup>11</sup> Fonte: Articolo della BBC, pubblicato il 25 settembre 2023. <https://www.bbc.com/news/business-66897881>
- <sup>12</sup> Fonte: Peter G. Peterson Foundation. [https://www.pgpf.org/national-debt-clock#:~:text=The%20%2435%20trillion%20\(and%20growin-g,funds%20and%20other%20government%20accounts](https://www.pgpf.org/national-debt-clock#:~:text=The%20%2435%20trillion%20(and%20growin-g,funds%20and%20other%20government%20accounts)
- <sup>13</sup> Fonte: Articolo di World Economic Forum, pubblicato il 5 giugno 2019. <https://www.weforum.org/agenda/2019/06/keynes-john-maynard-economics-government-spending/>
- <sup>14</sup> Questo tipo di politica è caratteristica di un governo che aumenta la spesa o taglia le tasse quando l'economia è in espansione, e riduce la spesa o incrementa le tasse quando l'economia è in contrazione.
- <sup>15</sup> Fonte: Articolo di Wall Street Journal, pubblicato il 5 ottobre 2018. [https://www.wsj.com/graphics/jobs-war/?mod=article\\_relatedinline](https://www.wsj.com/graphics/jobs-war/?mod=article_relatedinline)
- <sup>16</sup> Fonte: Articolo di Bloomberg, pubblicato il 22 agosto 2024. <https://www.bloomberg.com/news/videos/2024-08-22/tim-walz-calls-kamala-harris-a-fighter-for-the-middle-class>
- <sup>17</sup> Fonte: Congressional Budget Office, «The Long-Term Budget Outlook: 2024-2054». <https://www.cbo.gov/publication/59711#:~:text=Since%20June%202023-,The%20Federal%20Budget,exclude%20net%20outlays%20for%20interest>.
- <sup>18</sup> Fonte: Articolo di Bloomberg, pubblicato il 3 aprile 2024. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-04-03/why-us-federal-budget-deficit-is-a-worry-again-and-will-remain-so>
- <sup>19</sup> Source: articolo della CNN, pubblicato il 5 maggio 2016. <https://money.cnn.com/2016/05/05/investing/trump-king-of-debt-fire-janet-yellen/index.html>
- <sup>20</sup> Fonte: Articolo della CNN, pubblicato il 9 maggio 2016. <https://edition.cnn.com/2016/05/09/politics/donald-trump-national-debt-strategy/index.html>
- <sup>21</sup> L'Indice del Rischio Fiscale di Vontobel è un ulteriore sviluppo di un Indice del Rischio Fiscale interno in uso dal 2010 (basato su Steinemann, Metzler, Wiedenmann).
- <sup>22</sup> Fonte: Articolo di BBC, pubblicato il 18 settembre 2024. <https://www.bbc.com/news/articles/c4gdprv2ddxo>
- <sup>23</sup> Fonte: Articolo di ABC 7 News, pubblicato il 18 settembre 2024. <https://abc7news.com/post/tupperware-files-bankruptcy-citing-challenging-economic-environment/15318835/>
- <sup>24</sup> Un «short squeeze» si verifica quando il prezzo di un'azione contro cui molti investitori hanno scommesso aumenta inaspettatamente, costringendo i venditori allo scoperto a ricomprare azioni per limitare le loro perdite. Questo spinge il prezzo dell'azione ancora più in alto, creando un ciclo in cui sempre più venditori allo scoperto sono costretti a comprare, facendo salire ulteriormente il prezzo.
- <sup>25</sup> Fonte: Articolo di Energy News, pubblicato il 13 settembre 2024. [https://energynews.pro/en/iea-lowers-oil-demand-growth-forecast-for-2024/#:~:text=The%20International%20Energy%20Agency%20\(IEA\)%20has%20revised%20its%20forecast%20for,rapid%20transition%20to%20alternative%20fuels](https://energynews.pro/en/iea-lowers-oil-demand-growth-forecast-for-2024/#:~:text=The%20International%20Energy%20Agency%20(IEA)%20has%20revised%20its%20forecast%20for,rapid%20transition%20to%20alternative%20fuels).
- <sup>26</sup> Fonte: Articolo di The Wall Street Journal, pubblicato il 10 settembre 2024. <https://www.wsj.com/business/energy-oil/opec-trims-oil-demand-outlook-further-amid-price-slump-d5b2658c>, <https://www.reuters.com/business/energy/opec-has-oil-price-demand-problems-it-should-solve-demand-russell-2024-09-02/>
- <sup>27</sup> Fonte: Articolo di CNBC, pubblicato il 5 settembre 2024. <https://www.cnbc.com/2024/09/05/opec-members-delay-plans-to-hike-production-by-two-months-after-oil-price-slump.html#:~:text=Energy-,OPEC%2B%20members%20delay%20plans%20to%20hike%20production,months%20after%20oil%20price%20slump&text=Members%20of%20the%20OPEC%2B%20oil,to%20the%20sensitivity%20of%20talks>
- <sup>28</sup> Fonte: Articolo di Reuters, pubblicato il 2 settembre 2024. <https://www.reuters.com/business/energy/opec-has-oil-price-demand-problems-it-should-solve-demand-russell-2024-09-02/>
- <sup>29</sup> Fonte: Articolo di Reuters, pubblicato il 26 settembre 2024. <https://www.reuters.com/business/energy/opec-set-go-ahead-with-dec-oil-output-hike-sources-say-2024-09-26/#:~:text=OPEC%2B%2C%20which%20groups%20OPEC%20members,earlier%20pumping%20above%20agreed%20levels>
- <sup>30</sup> Fonte: Articolo die Swissinfo (citando Bloomberg), pubblicato l'11 settembre 2024. <https://www.swissinfo.ch/eng/francs-bumper-rally-spurs-calls-for-big-swiss-rate-cut/87527886>

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

