

Vontobel

Investors' Outlook

Una prospettiva
più ampia

Giugno 2023

2 Indice



3 Editoriale

4 Strategia d'investimento

Sintetizzare una marea di informazioni

6 Mercato in sintesi

Il consumatore USA ha consumato abbastanza?

8 Viewpoint

Azionario cinese: il punto della situazione

12 Asset class sotto la lente

16 Previsioni

Impressum

Pubblicazione a cura di

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo

Editor

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

Autori*

Anthony Corrigan,
Client Portfolio Manager, mtX,
Vontobel

Stefan Eppenberger,
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel

Frank Häusler,
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Michaela Huber,
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Christopher Koslowski,
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Roger Merz,
Head of mtX Portfolio Management,
Senior Portfolio Manager,
Vontobel

Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Thomas Schaffner,
Senior Portfolio Manager,
Vontobel

Dan Scott,
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Frequenza

Dieci edizioni l'anno
(prossima edizione luglio 2023)

Concept

MetaDesign AG

Grafica e realizzazione

Vontobel

Immagini

Gettyimages,
Vontobel

Termine ultimo per questa edizione

2 Giugno, 2023

Commenti

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

Una prospettiva più ampia



Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Cari lettori,

le iniziative delle banche centrali, l'inflazione e i rischi di recessione attirano l'attenzione degli investitori ormai da diversi mesi. E pur permanendo alcune incertezze, le prospettive future sembrano delinearsi con più chiarezza. È il momento giusto per fare un passo indietro e guardare la situazione da una prospettiva più ampia.

Il quadro dell'economia raffigura una stabilizzazione dell'irrigidimento monetario e una virata verso un allentamento a fine anno, con inflazione in calo e segnali sempre più chiari di una recessione in arrivo. È esattamente quello che ci aspettavamo.

I pezzi del nostro puzzle sono ora ben incastrati, pertanto non abbiamo apportato modifiche alla nostra asset allocation. Nel complesso non riteniamo sia il momento giusto per esporsi troppo in termini di rischio. Ma a livello di ricerca del rendimento, i mercati emergenti (ME) offrono una fonte di crescita che manca ai mercati sviluppati (MS).

Sul fronte geopolitico, i rischi rimangono elevati eppure riteniamo che investire nei ME sia inevitabile. Perfino i Paesi del G7, che rappresentano le maggiori economie democratiche del mondo, hanno ammorbidito i toni nei loro rapporti con la Cina, enfatizzando la necessità di ridurre i rischi senza procedere a un decoupling completo. Questa evoluzione riflette il loro tentativo di adottare un approccio più diplomatico all'ascesa della Cina, e l'importanza di quest'ultima per le supply chain globali e l'economia.

Tutti gli occhi sono puntati sugli indicatori economici dalla Cina, il motore di crescita del mondo, e alcuni investitori temono una ripresa post-pandemia evanescente. Anche se l'iniziale impennata che avevamo visto nei mercati immobiliari e nei settori edili del Paese sta già svanendo, riteniamo che il trend a lungo termine sia rialzista, perché la ripresa è trainata dai consumatori. Dunque, anche se la ripresa non si concretizzerà così rapidamente come molti speravano e alcuni mesi saranno più deboli di altri, la Cina si sta muovendo nella giusta direzione trasformandosi in un'economia trainata dai consumi. Sono buone notizie per le aziende europee e statunitensi, enormemente esposte ai consumatori cinesi.

Parlando di propensione alla spesa, in questa edizione dell'Investors' Outlook leggerete la nostra valutazione del settore dei consumi USA e il motivo per cui riteniamo che si stia indebolendo, con un calo contestuale dell'inflazione. Parliamo inoltre dell'oro e della ragione per cui ha ancora margine di rialzo, oltre che del possibile futuro del dollaro USA. Questo mese i nostri colleghi della Conviction Equities Boutique analizzano la situazione dell'azionario cinese.

Non perdiamo mai di vista il quadro generale. Guardiamo a quello che conta davvero, e vi mostriamo ciò che vediamo.

→ Webcast

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



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Sintetizzare una marea di informazioni

Gli investitori hanno analizzato una serie infinita di dati economici e di dichiarazioni dei funzionari delle banche centrali per mettere insieme una panoramica su ciò che ci aspetta nella parte restante dell'anno. Considerando il calo dell'inflazione, gli indicatori anticipatori che segnalano l'imminenza di una recessione e soprattutto la possibilità di una politica monetaria più accomodante verso fine anno, ci sentiamo preparati e confermiamo il nostro scenario di base. Dopo aver esaminato i rischi che gravano attualmente sui mercati, abbiamo evitato di apportare modifiche al posizionamento del nostro portafoglio.

Siamo consapevoli del fatto che l'irrigidimento della politica monetaria si ripercuote sull'economia reale con un certo ritardo. Sono sempre più evidenti i segnali dell'arrivo della tanto attesa recessione, che dovrebbe finalmente manifestarsi nella seconda metà dell'anno. L'economia non uscirà indenne dall'inasprimento delle condizioni finanziarie e dall'irrigidimento degli standard di prestito. Ci aspettiamo inoltre una svolta negativa nel mercato del lavoro USA verso la fine dell'anno.

Questi sviluppi potrebbero far tornare alla mente degli investitori il famoso motto del mercato azionario «sell in May and go away», che fa riferimento alla performance storicamente più debole dei mesi estivi. A una prima occhiata non mancano le ragioni a favore di questa teoria, ma se adottiamo una prospettiva diversa la view potrebbe essere positiva. L'inflazione sta continuando a scendere e sono emersi segnali di un calo della pressione sui prezzi, anche nel settore dei servizi. Questa tendenza dovrebbe proseguire e, insieme alla recessione e all'indebolimento del mercato del lavoro, apre la porta a un possibile taglio dei tassi di interesse ad opera della Federal Reserve statunitense nel quarto trimestre. Ci sono già stati accenni a una possibile pausa. A nostro avviso una virata da parte della Fed sarà il principale fattore trainante per i mercati.

E se da un lato ultimamente i dati economici dalla Cina sono stati deludenti, lo slancio di crescita nei ME rimane nettamente superiore a quello dei MS. Rimaniamo convinti del nostro posizionamento sovrappesato sull'azionario dei ME. Per i dettagli della nostra asset allocation si rimanda a pagina 5.

	SOTTOPESO		NEUTRALE	SOVRAPPESO		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
1 Liquidità		→				Rimaniamo tatticamente sottopesati sulla liquidità.
2 Obbligazioni			→			Rimaniamo neutrali sul reddito fisso e sovrappesati sui titoli di Stato. Il nostro scenario di base è incentrato sul rallentamento di crescita e inflazione e sul raggiungimento di un picco della politica monetaria aggressiva delle banche centrali. Tale combinazione lascia presagire un calo dei tassi e un ampliamento degli spread nei prossimi mesi. Nel frattempo, riteniamo che la crisi del mercato residenziale e del sistema bancario dovrebbe gettare le basi per un irrigidimento degli standard di prestito e un aumento dei default in futuro. Pertanto, riteniamo preferibile mantenere una posizione di sovrappeso sui titoli di Stato e una view negativa sulle obbligazioni high yield. Rimaniamo neutrali sul credito investment grade e leggermente sovrappesati sul debito dei ME in valuta forte. Ritenendo prematuro intensificare il rischio allo stato attuale, manteniamo una view in generale neutrale sul reddito fisso, invariata rispetto allo scorso mese.
3 Azioni				→		Confermiamo il nostro posizionamento sovrappesato sui titoli azionari. Ribadiamo il nostro scenario economico di base per il 2023: confermiamo la possibilità di una recessione entro la fine dell'anno e prevediamo che l'inflazione proseguirà su una traiettoria calante e la Fed cesserà di alzare i tassi nel secondo semestre. Per l'orizzonte di nove mesi del nostro Investment Committee, quest'ultimo dovrebbe essere l'elemento che detterà la direzione dei mercati azionari nel medio periodo. Per quanto riguarda il posizionamento, gli investitori rimangono molto cauti sull'azionario, e questo di norma rappresenta un segnale positivo per la performance a medio termine. Nel frattempo, l'ultima stagione di reporting è stata leggermente «meno peggio» del previsto, decretando la fine delle sorprese a livello di utili per la prima volta in oltre due anni. I pesi massimi in Europa e negli USA, come i beni di consumo e la tecnologia, hanno superato le aspettative e sono i principali fattori trainanti della performance da inizio anno in entrambe le regioni. Se da un lato i dati economici dalla Cina sono stati ultimamente deludenti, lo slancio di crescita nei ME rimane nettamente superiore a quello dei MS. Riteniamo dunque ancora opportuna una view moderatamente positiva. Rimaniamo neutrali per tutte le altre regioni.
4 Oro				→		Confermiamo il nostro sovrappeso sull'oro. Da tempo riteniamo l'oro una copertura efficace contro rischi di recessione e incertezza geopolitica, come è risultato ancora una volta evidente durante la recente crisi del settore bancario. Mentre ad esempio la volatilità del mercato obbligazionario è salita alle stelle, l'oro si è mosso al rialzo. Inoltre, ci stiamo avvicinando a un punto di svolta accomodante da parte delle banche centrali – un elemento storicamente positivo per l'oro.
5 Materie prime			→			A nostro avviso i segnali a favore di una view più positiva sull'asset class (limitazioni dell'offerta e continuo indebolimento del dollaro USA) sono più che compensati dal rischio di recessione e dal calo dell'inflazione. Confermiamo la nostra view neutrale sulle materie prime.
6 Strategie alternative			→			Nel complesso manteniamo la nostra view neutrale sugli investimenti alternativi e ribadiamo tutte le view sui sotto-segimenti: un moderato sottopeso sugli hedge fund e una posizione neutrale sull'immobiliare.

Variazioni mensili:

invariato →

in aumento ↗

in calo ↘

Il consumatore USA ha consumato abbastanza?

Pandemia, inflazione, crisi bancaria, dibattito sul tetto del debito – gli ultimi tre anni hanno fatto da sfondo a numerosi eventi negativi. I consumatori statunitensi hanno tuttavia evidenziato una certa resilienza e hanno continuato a consumare assiduamente, mantenendo ben oliato il motore dell'economia. Ciononostante, è oggi sempre più evidente che dovranno presto tirare la cinghia.



Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel



Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Prima della pubblicazione dei dati sul prodotto interno lordo (PIL) statunitense per il primo trimestre (T1), ci si è chiesti se la maggiore economia mondiale si sarebbe infine contratta, gettando le basi per la recessione più attesa di sempre. La risposta, ancora una volta, è stata no. Se da un lato la crescita economica si è ridotta di oltre la metà, i consumatori statunitensi l'hanno tenuta a galla, scongiurando un hard landing (grafico 1).

Beni vs. servizi

Questa resilienza è straordinaria, ma il contesto è complesso. All'inizio della pandemia di Covid-19, la spesa reale dei consumatori era colata a picco. In seguito, grazie a una combinazione di generose misure di stimolo, risparmi accumulati e propensione alla spesa, i consumatori hanno ricominciato a mettere mano ai portafogli. Nemmeno il calo dei salari reali dovuto all'aumento dell'inflazione li ha scoraggiati: la spesa reale al consumo è tornata sulla traiettoria di crescita precedente la pandemia. La suddivisione della spesa dimostra che la domanda di beni di consumo durevoli (automobili, televisori, abbigliamento o gioielli) è oggi nettamente superiore a prima della pandemia, mentre la domanda di servizi (trasporti pubblici, trattamenti dentistici o attività di svago) non si è ancora rimessa al passo. Vale inoltre la pena notare che per i consumatori statunitensi la maggiore spesa mensile è rappresentata dal mutuo, e molti hanno ottenuto favorevoli tassi fissi a 30 anni. Questo ha con-

Grafico 1: La solidità del consumatore USA tiene a galla l'economia

Contributi alla crescita del PIL reale USA, escl. variaz. scorte*

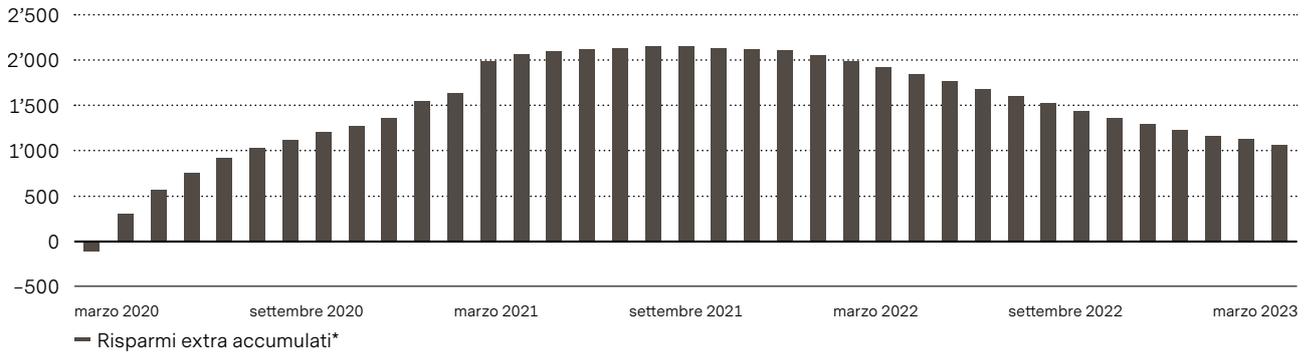


* Variazione % trimestrale (annualizzata)

Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafico 2: I risparmi extra accumulati dai consumatori sono ancora elevati

In mld USD



* Risparmi effettivi vs. trend pre-pandemia

Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

tribuito alla resilienza del consumatore USA in un contesto di eventi negativi.

È ora di tirare la cinghia?

Nel breve / medio periodo, i consumi privati potrebbero avere ancora un certo margine di crescita. Il calo dell'inflazione potrebbe ripercuotersi positivamente sul potere di acquisto e i risparmi dei consumatori sono ancora elevati (grafico 2).

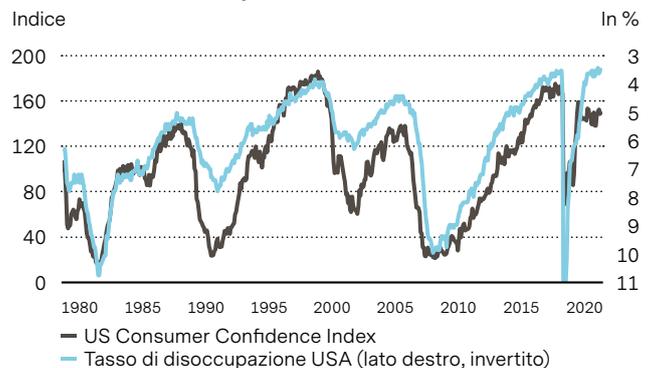
Nel lungo termine, tuttavia, i consumi privati sono destinati a indebolirsi, a causa di diversi fattori. In primo luogo, la domanda di beni di consumo durevoli non può certo mantenere per sempre una crescita superiore al trend. A un certo punto, tutti i beni saranno stati sostituiti: il consumatore medio necessita di una, al massimo due auto – certamente non tre o quattro. In secondo luogo, non è scontato che la domanda di servizi si rimetterà al passo in un prossimo futuro, a causa della diffusione del lavoro da remoto o della tendenza a evitare i luoghi affollati, ad esempio. Infine, la spesa reale al consumo è ancora superiore al reddito reale, e questo significa che i risparmi accumulati durante la pandemia continueranno a ridursi nei mesi a venire.

Nel frattempo, i dati della Federal Reserve Bank of New York dimostrano che i consumatori sono sempre più propensi a ricorrere ai prestiti. Di norma i consumatori accumulano debito sulle carte di credito alla fine dell'anno, in particolare durante la stagione delle feste, per poi ridurlo all'inizio del nuovo anno. Nel primo trimestre 2023, per la prima volta in due decenni, le cose sono andate diversamente: i saldi sono rimasti invariati a 986 miliardi di dollari. La situazione non è sostenibile nel lungo periodo, soprattutto considerando l'attuale tasso percentuale medio annuo applicato alle carte di credito (20,9%). I pagamenti arretrati sono un campanello d'allarme: mentre il tasso di insolvenza totale rimane basso (2,6%) la quota di debito scaduto da almeno 30 giorni sta aumentando per quasi tutte le tipologie di prestiti, in particolare quelli su carta di credito (6,5%) e i finanziamenti auto (6,9%).

La spesa al consumo riflette il mercato del lavoro

Con il significativo raffreddamento del mercato del lavoro USA e l'arrivo della tanto attesa recessione, anche la spesa al consumo potrebbe indebolirsi. Di fatto il mercato del lavoro, insieme all'inflazione, è il fattore decisivo alla base della fiducia e della spesa dei consumatori (grafico 3). Nel 2008, ad esempio, la recessione è arrivata in concomitanza con il calo del mercato del lavoro e l'aumento del tasso di disoccupazione. La conseguenza, tra le altre cose, è stato il rallentamento della crescita dei consumi.

Grafico 3: La fiducia dei consumatori dipende fortemente dall'occupazione



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

Azionario cinese: il punto della situazione





—
Thomas Schaffner
 Senior Portfolio Manager,
 Vontobel



—
Roger Merz
 Head of mtX Portfolio
 Management,
 Senior Portfolio Manager,
 Vontobel



—
Anthony Corrigan
 Client Portfolio Manager mtX,
 Vontobel

Il mercato attendeva da tempo con ansia il ritorno a una vita «normale» dopo la politica Zero-Covid adottata dalla Cina. Il presente articolo analizza l'entusiasmo per la Cina dopo che la seconda economia mondiale ha finalmente riaperto i battenti, valuta la recente debolezza del mercato azionario e spiega perché, a nostro avviso, gli investitori potrebbero spostare la loro attenzione sui fondamentali delle aziende cinesi, come la crescita degli utili e la redditività, quando i tempi saranno maturi.

Dopo uno dei peggiori mesi della storia registrato a ottobre 2022 e la decisione del governo di abbandonare la politica Zero-Covid, le azioni cinesi hanno messo a segno una ripresa significativa. In poche settimane il sentiment nei confronti della Cina è passato rapidamente da molto negativo («la Cina è ancora investibile?») a estremamente positivo, e gli investitori si sono affrettati ad ampliare le loro posizioni sull'azionario del Paese. Ma i dati economici successivi alla riapertura indicano che la strada della ripresa sarà più accidentata di quanto molti si aspettavano. Con l'aggravante dell'inasprimento delle tensioni politiche, le azioni cinesi hanno ancora una volta registrato una sottoperformance rispetto alle controparti della regione. Ad ogni modo, il Paese sembra ancora sulla buona strada per raggiungere l'obiettivo di crescita del PIL del 5% per il 2023 (rispetto a una prospettiva di crescita del PIL reale inferiore all'1% per i MS).

Tra fine ottobre 2022 e fine gennaio 2023, le azioni cinesi hanno guadagnato terreno, con un rendimento superiore al 50% per l'indice MSCI China e vicino al 25% per l'indice MSCI China A Onshore. In base ai dati forniti da JP Morgan, i flussi azionari northbound verso le borse di Shanghai e Shenzhen sono aumentati di 245 miliardi di renminbi (circa 36 miliardi di dollari USA) tra fine ottobre 2022 e fine febbraio 2023.

Ma l'euforia ha avuto vita breve, poiché l'indice MSCI China e l'indice MSCI China A Onshore hanno perso circa il 13% e il 9% rispettivamente dal 31 gennaio al 19 mag-

gio 2023. A nostro avviso, una simile inversione a livello di performance è stata eccessiva e gli investitori guardano oggi con troppo pessimismo al momentum della ripresa economica cinese. Detto questo, siamo consapevoli che le preoccupazioni in merito alla vischiosità dell'inflazione, ai futuri rialzi dei tassi della Fed, al ritmo del rallentamento economico globale e alle tensioni geopolitiche rappresentano un ostacolo significativo. Riteniamo inoltre che le precedenti reazioni all'azionario cinese siano state trainate dal sentiment (inizialmente l'ampliamento delle valutazioni da livelli estremamente depressi, seguito dalla delusione per il ritmo della ripresa); tuttavia la prossima fase potrebbe essere trainata in via principale dagli utili aziendali e dalla redditività.

Evidenze di una ripresa accidentata?

Gli investitori hanno analizzato in lungo e in largo i dati economici dalla Cina. Il grafico 1 illustra l'andamento dell'Indice dei direttori degli acquisti (PMI), pubblicato dall'Istituto nazionale di statistica della Cina, uno dei principali indicatori economici. A inizio marzo si è registrata la maggiore crescita mensile dell'attività manifatturiera in oltre un decennio. Un mese dopo, i dati su servizi e attività di costruzione hanno toccato i massimi da maggio 2011. Da allora, tuttavia, il settore manifatturiero è scivolato in territorio di contrazione (probabilmente in ragione dell'indebolimento della domanda globale – consideriamo l'impatto esercitato dal rallentamento sulle esportazioni da altre economie asiatiche come Taiwan), mentre i servizi e l'attività non manifatturiera sono rimasti in territorio

espansionistico (pur con una leggera flessione). Da questa analisi emerge che la ripresa della Cina è trainata dai consumi interni.

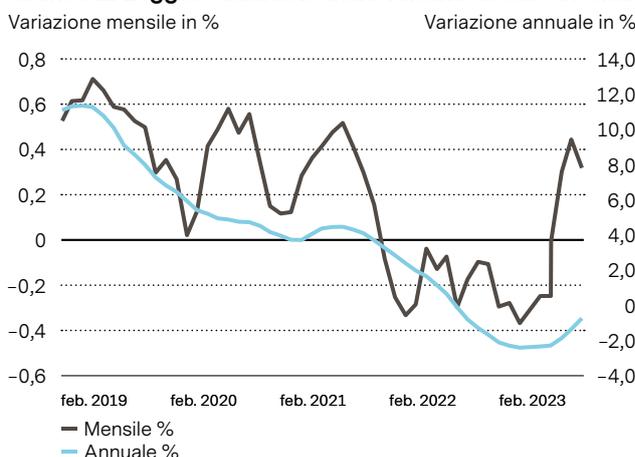
Grafico 1: L'attività economica in Cina è guidata dai servizi



Fonte: National Bureau of Statistics, al 30 aprile, 2023

E per quanto riguarda beni di maggior valore come gli immobili? Sappiamo che molti investitori domestici sono ancora piuttosto scettici in merito alla ripresa della Cina a causa della fragilità del settore immobiliare. Poiché tale settore rappresenta circa il 20% del PIL cinese, molti ritengono che la sua ripresa sia fondamentale. Ad oggi l'immobiliare ha iniziato a evidenziare qualche primo segnale di recupero. Il grafico 2 mostra che i prezzi degli

Grafico 2: Leggero aumento delle vendite di case in Cina



Fonte: UBS, al 30 aprile, 2023

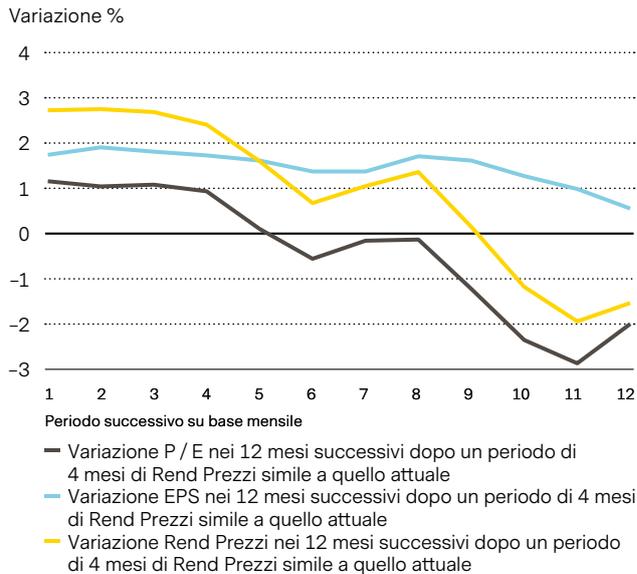
immobili si stanno stabilizzando e le vendite di case in 70 città di medie e grandi dimensioni in Cina sono aumentate moderatamente per tre mesi consecutivi tra febbraio e aprile 2023 (a gennaio 2023 erano rimaste invariate). Pur trattandosi di un primo passo importante, ben comprendiamo lo scetticismo del mercato in relazione a una ripresa sostenuta del settore immobiliare e conveniamo che il momentum acquisirà slancio solo quando il consumatore cinese riacquisterà appieno la sua fiducia. Per questo motivo non è del tutto irragionevole aspettarsi una certa volatilità nei dati nei mesi a venire. Per alcuni versi si tratta quasi di una profezia autoavverante che dovrà essere gestita dalle autorità cinesi, e potrebbe finire per essere l'oggetto principale delle prossime misure di stimolo politico.

Infine, i dati sul PIL cinese del primo trimestre 2023 hanno ampiamente superato le attese, con una crescita economica del 4,5% annuo (contro il 2,9% annuo nel quarto trimestre 2022), confermando l'inizio di una traiettoria di ripresa. Se da un lato l'azionario cinese ha archiviato solidi flussi in entrata all'inizio dell'anno (circa 22 miliardi di dollari USA nell'azionario onshore a gennaio e febbraio), abbiamo recentemente rilevato una forte battuta d'arresto e Cina/Hong Kong rimangono ponderazioni neutrali per gran parte delle strategie azionarie globali incentrate sui ME. Una nuova accelerazione degli utili societari e ulteriori evidenze di una ripresa dei consumi domestici spingerebbero probabilmente i portfolio manager dei ME a sovrappesare la Cina.

Cosa ci insegna la storia?

La riapertura della seconda economia mondiale dopo il lockdown causato dalla pandemia non è fortunatamente un evento frequente, ma la storia può fornirci lezioni preziose sul comportamento del mercato. Analizzando i rendimenti del mercato onshore cinese negli ultimi 19 anni abbiamo rilevato che i periodi di performance positiva sono stati in genere seguiti da un ulteriore periodo di espansione del rapporto prezzo/utigli (P/E) e di crescita degli utili (grafico 3). L'effetto dell'espansione del P/E durava in media altri quattro mesi, per poi lasciare spazio a un'inversione. Abbiamo tuttavia osservato che gli utili continuavano ad aumentare per un periodo più lungo dopo questi periodi di solida performance, normalmente per altri 12 mesi.

Grafico 3: MSCI China A: Storicamente, gli utili crescono dopo un periodo di espansione P / E



Fonte: Vontobel, Factset, al 15 marzo, 2023

Anche se la storia non è una garanzia di rendimenti futuri, l'andamento della performance del mercato onshore cinese degli ultimi 19 anni indica che le imprese cinesi dovranno ora generare utili positivi per convincere un maggior numero di investitori e sottolinea l'importanza del momentum per le azioni cinesi. Naturalmente è necessario essere prudenti, poiché oggi la situazione della Cina è molto diversa, sotto il profilo sia economico che politico. I tassi di crescita sono inferiori e l'incertezza politica è maggiore rispetto a 10 anni fa.

Cosa accadrà alle azioni cinesi?

Rimaniamo positivi sulle prospettive per le azioni cinesi per i seguenti motivi:

- I leader cinesi sembrano aver adottato un nuovo tono politico. L'attenzione è rivolta a una crescita economica stabile e sostenibile. Inoltre, un intervento normativo su larga scala nell'economia apparentemente non è più una priorità e ciò potrebbe indurre gli investitori globali a rifocalizzarsi sui fondamentali delle imprese cinesi.
- I consumatori e le aziende cinesi devono riacquistare fiducia. Se ce la faranno, una quota maggiore dei risparmi accumulati durante la pandemia sarà destinata agli investimenti o al consumo di beni di maggior valore. Ad oggi questi risparmi in eccesso vengono utilizzati per ridurre il debito. Inoltre la Cina deve creare nuovi posti di lavoro e dare vita a un contesto caratterizzato da salari in aumento, specialmente per le fasce a basso reddito. A nostro avviso questi punti sono prioritari nell'agenda del governo, in particolare l'elevato tasso di disoccupazione giovanile. Con l'approssimarsi dell'ultima parte del 2023 e l'inizio del 2024, la politica potrebbe focalizzarsi su queste tematiche.
- Ci attendiamo miglioramenti incrementali della fiducia dei consumatori cinesi con la progressiva normalizzazione dopo la politica Zero-Covid. L'azionario cinese potrebbe assumere una traiettoria rialzista nel ciclo dei rendimenti, che diverrà più evidente negli utili aziendali e nei dati macro (entrambi indicatori ritardatori) con il passare del tempo. In caso di raffreddamento dell'economia USA dovuto ai significativi rialzi dei tassi da parte della Fed e ai timori sullo stato di salute del settore bancario statunitense, l'attrattiva relativa della Cina potrebbe salire alla ribalta (in generale, l'azionario dei ME scambia con uno sconto significativo rispetto all'azionario dei MS).
- Come stock picker bottom-up, riteniamo che nel lungo periodo i rendimenti dei prezzi azionari saranno trainati dai fondamentali delle imprese. Negli ultimi anni è stato difficile per gli investitori concentrarsi sulle condizioni dei fondamentali delle imprese cinesi; tuttavia, riteniamo che i recenti sviluppi esaminati in questo articolo renderanno gli investitori più propensi a focalizzarsi maggiormente sui fondamentali.

Individuare valore nei Treasury e nel debito dei mercati emergenti



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Poiché è sempre più evidente che la Fed ha messo in atto il suo ultimo rialzo e potrebbe passare a un approccio più accomodante verso fine anno, nei prossimi mesi i rendimenti dei Treasury decennali dovrebbero oscillare entro un intervallo ben definito per poi calare alla fine del 2024.

In linea con i mesi recenti, il nostro outlook sul reddito fisso rimane neutrale. Prediligiamo la fascia di qualità più elevata del mercato, come i titoli di Stato, pur rilevando opportunità anche nelle obbligazioni dei ME. Manteniamo un approccio difensivo all’allocazione creditizia in generale, con una posizione neutrale sulle obbligazioni investment grade e un orientamento di sottopeso sull’high yield.

Il mercato obbligazionario prevede una recessione

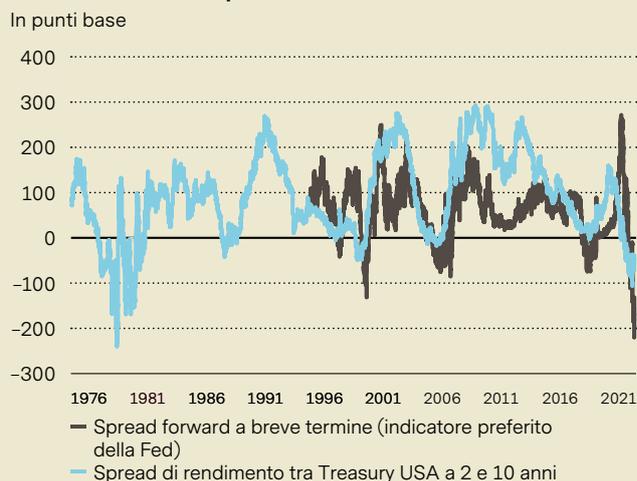
Quando la Fed ha iniziato ad alzare i tassi a marzo dello scorso anno, il Presidente Jerome Powell ha dichiarato che il tratto a breve ha «il 100% del potere esplicativo della curva dei rendimenti». A suo avviso, «se è invertito la Fed taglierà i tassi, e questo significa che l’economia è debole». Dopo questa dichiarazione lo spread forward a

breve termine, indicatore favorito della Fed per valutare le recessioni, è crollato di 450 punti base e oggi è fermo in territorio decisamente recessionistico. In base alla ricerca della Fed, un calo di 110 punti base corrisponde a una probabilità di recessione vicina al 90% (grafico 1).

Abbiamo raggiunto il picco del tasso sui Fed Fund?

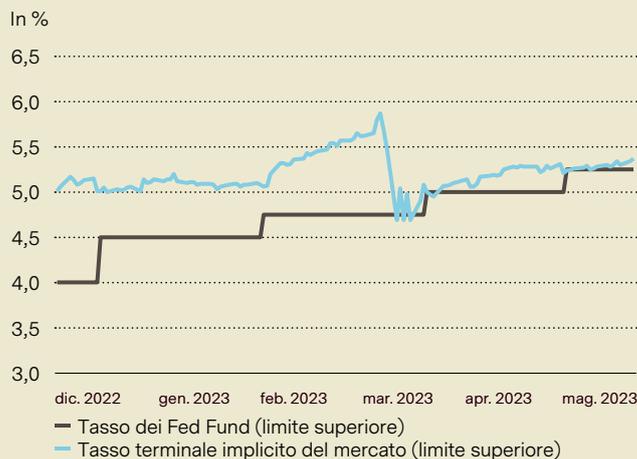
Il 2023 è stato eccezionale in termini di volatilità dei tassi di interesse e continui cambiamenti nel sentiment del mercato. A gennaio gli investitori ritenevano vicina una virata della Fed e i rendimenti dei Treasury e il pricing del terminal rate si sono mossi al ribasso lungo la curva. A febbraio i dati sull’occupazione e l’inflazione sono stati più solidi del previsto e i rendimenti dei Treasury e il pricing del terminal rate sono risaliti. La tendenza è proseguita all’inizio di marzo, quando le aspettative sul terminal rate hanno raggiunto quasi il 6% prima che la crisi bancaria determinasse un sostanziale crollo nell’andamento atteso dei Fed Fund. Come previsto, il 3 maggio la Fed ha alzato il tasso di interesse di riferimento di 25 punti base. La Fed ha probabilmente effettuato il suo ultimo rialzo e nei prossimi mesi procederà con cautela (grafico 2). Poiché i rendimenti obbligazionari riflettono la politica futura della Fed, la nostra ipotesi di un taglio dei tassi durante l’anno lascia presagire un calo dei rendimenti e un irrigidimento della curva: con l’avvio del ciclo di allentamento, i tassi a breve caleranno più rapidamente di quelli a lungo termine.

Grafico 1: Il mercato obbligazionario prevede una recessione – curva profondamente invertita



Fonte: Bloomberg, Vontobel

Grafico 2: Raggiunto il picco del tasso sui Fed Fund



Fonte: Bloomberg, Vontobel

Il bicchiere mezzo pieno



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

I mercati rialzisti si sono presi una pausa in maggio, con la maggior parte degli indici che si sono fermati intorno ai livelli visti alla fine di aprile. Tuttavia, una stagione degli utili incoraggiante negli Stati Uniti e in Europa ha portato gli analisti a capovolgere le loro aspettative, con la maggior parte ora più ottimista rispetto alle stime per l'intero anno.

Nei MS, una caratteristica interessante quest'anno è la ridotta ampiezza a livello di indice: gran parte della performance da inizio anno è attribuibile a un numero ridotto di azioni. Negli USA e in Europa, pochi titoli (meno di cinque negli USA e meno di 20 in Europa) hanno contribuito a questo risultato e tutti sono focalizzati o collegati ai settori della tecnologia o dei beni di consumo. Quasi tutti gli altri elementi costitutivi degli indici hanno contribuito in minima parte. Eppure le loro valutazioni rimangono interessanti. Questo significa che gli investitori considerano il bicchiere mezzo pieno oppure mezzo vuoto.

Oggi è difficile valutare i mercati senza considerare la crescente polarizzazione degli ultimi anni. Può rendere difficile confrontare i cicli storici con i mercati azionari e

può portare a conclusioni di investimento errate, perché i mercati oggi a) sono strutturalmente diversi da soli 10-15 anni fa: negli USA dominano i titoli tecnologici (see chart 1) e quasi il 40% della redditività e della capitalizzazione di mercato dell'Eurozona deriva da società consumer e tecnologiche; b) hanno un debito e una leva inferiore e c) generano flussi di cassa migliori, con maggiore visibilità sugli utili.

In termini di prevedibilità degli utili, i produttori di beni di lusso sono un ottimo esempio perché esercitano rigorosi controlli sull'output e hanno un'elasticità della domanda rispetto al prezzo molto ridotta. Le loro liste d'attesa possono estendersi per oltre cinque anni. Basti pensare ai produttori di orologi svizzeri high-end o di auto esclusive (see chart 2). Per usare le parole di Enzo Ferrari, il produttore di auto consegnerà sempre un'auto in meno di quelle richieste dal mercato. Questo sottolinea l'esclusività e la desiderabilità, ma anche il fatto che le aziende necessitano che la domanda cresca prima di soddisfarla, per non danneggiare l'esclusività del marchio. Le aziende con forti vantaggi competitivi beneficeranno di un'ampia visibilità sugli ordini e una solida prevedibilità degli utili. Lo stesso vale per i titoli tecnologici, favoriti da una buona visibilità sui ricavi ricorrenti grazie ai modelli di business «asset light».

Pur essendo lontani dal designare settori come tecnologia e beni di consumo il «golden standard» sui mercati azionari, considerando la polarizzazione dell'indice e le valutazioni tendiamo a vedere il bicchiere mezzo pieno nella nostra allocazione tattica. Di qui il nostro sovrappeso.

Grafico 1: Performance dell'indice S&P 500 trainata da otto grandi titoli

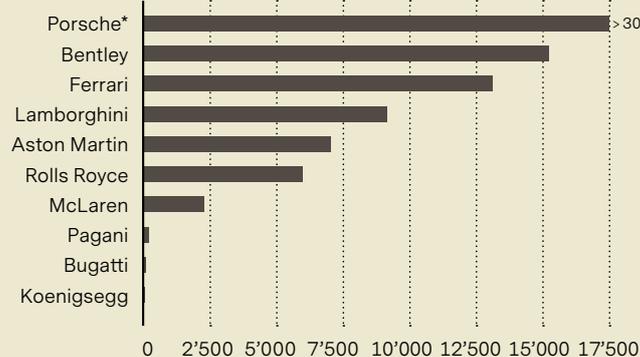
Performance da inizio anno S&P 500 (indicizzato 1 gen 2023)



Fonte: Vontobel, Refinitiv Datastream

Grafico 2: Auto di lusso esclusive: la scarsità alimenta il desiderio

Stime produzione unitaria auto di lusso esclusive



* Volumi stimati > EUR 150'000 al retail

Fonte: Stime Vontobel, report aziendali

Un contesto difficile per le materie prime



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

I mercati delle materie prime hanno archiviato un primo semestre volatile (grafico 1).

Il petrolio ha dovuto affrontare qualche ostacolo. Le preoccupazioni legate alla recessione e i dati economici deludenti dalla Cina hanno penalizzato la domanda. Sul fronte dell'offerta, sono emersi segnali del fatto che i quantitativi di petrolio immessi sul mercato sono stati nettamente superiori alle attese.

Secondo l'Agenzia Internazionale dell'Energia (AIE), la Russia ha prodotto 9,6 milioni di barili al giorno solamente in aprile, «solo» 200'000 in meno rispetto a prima dell'annuncio del taglio di 500'000 barili al giorno. A quanto pare, la Russia sta cercando di compensare il calo dei prezzi ampliando i volumi. Anche altri Paesi sanzionati – Iran e Venezuela – hanno prodotto più di quanto previsto. Se l'Organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio e i suoi alleati (OPEC+) riusciranno a implementare pienamente i tagli produttivi annunciati, offriranno un supporto ai prezzi del petrolio. Gli Stati Uniti intendono rimpinguare le loro riserve strategiche (anche se di soli 3 milioni di barili) e le condizioni stagionali potrebbero a loro volta sortire un effetto positivo.

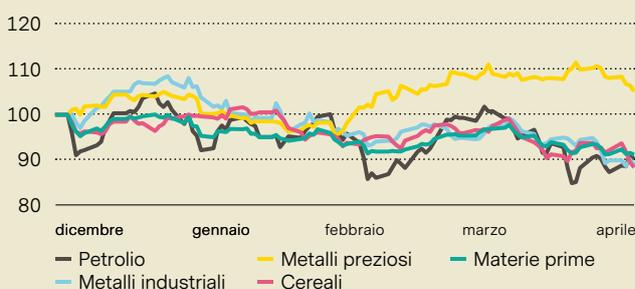
Uno sguardo più da vicino ai metalli

Tra i metalli industriali, il rame ha registrato un inizio d'anno solido. Tuttavia, dopo i dati economici deludenti dalla Cina, soprattutto quelli relativi al mercato immobiliare che ha disatteso le aspettative, l'iniziale euforia degli investitori è scemata.

Altri metalli hanno invece brillato: in primo luogo l'oro, che senza sforzo apparente ha sfondato la soglia psicologicamente importante dei 2'000 dollari. Questo non solo a causa dei persistenti timori legati alla recessione ma anche del dibattito sul tetto del debito negli USA, che ha innescato la possibilità di un default della principale economia mondiale. È inoltre interessante rilevare che il decoupling dell'oro dai rendimenti reali USA, in atto sin dall'inizio del 2022, è proseguito (grafico 2). In passato oro e rendimenti reali presentavano una correlazione inversa, il che significa che il prezzo dell'oro saliva quando i rendimenti reali calavano e viceversa. Una possibile ragione alla base del decoupling potrebbe essere la maggiore domanda da parte delle banche centrali. Le banche centrali nei ME hanno iniziato a diversificare le loro riserve a seguito delle sanzioni applicate alla banca centrale russa. In futuro, il metallo giallo potrebbe avere ancora margine per un rally. La fine del ciclo di rialzi dei tassi della Fed e tutto quello che comporta (ad esempio il deprezzamento del dollaro) sono sempre stati di supporto all'oro.

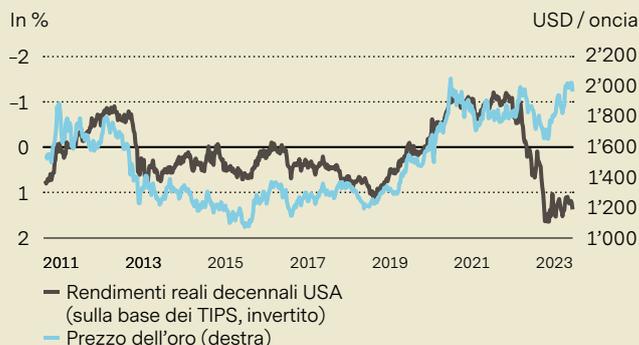
Grafico 1: Andamento turbolento per il favorito dello scorso anno

Ribasato a 100 = inizio 2023



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafico 2: Oro e rendimenti reali disallineati da inizio 2022



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

La Fed può influenzare l'andamento del dollaro



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

L'irrigidimento delle condizioni creditizie negli USA a seguito della crisi bancaria alimenta la possibilità di una recessione e di un ciclo di allentamento più marcato da parte della Fed. Questi sviluppi avvalorano la tesi di un deprezzamento del dollaro.

Il dollaro continua ad affrontare degli ostacoli. La crescita e i differenziali dei tassi di interesse sono ora meno favorevoli ed è possibile che nei prossimi mesi i dati economici dagli USA peggiorino, e questo non farà altro che aggravare questa tendenza. Le prospettive di crescita potrebbero essere ulteriormente minacciate dall'irrigidimento delle condizioni creditizie innescato dallo stress del settore bancario regionale statunitense.

L'andamento del dollaro potrebbe essere plasmato dalle decisioni della Fed. Quest'ultima ha ora più elementi da considerare, con la recente crisi bancaria e la prospettiva di un irrigidimento delle condizioni finanziarie dovuto a regole di credito più rigide e tassi di riferimento più elevati. Ora che la Fed ha essenzialmente annunciato l'interruzione del ciclo di inasprimento, la divergenza tra la politica monetaria della Fed e delle altre banche centrali

dei MS potrebbe gettare le basi per un'ulteriore debolezza del biglietto verde (grafico 1). Le continue preoccupazioni degli investitori potrebbero inoltre determinare intervalli di negoziazione più ampi per il dollaro.

Probabile un rafforzamento dell'euro

La Banca Centrale Europea (BCE) si trova in una situazione analoga a quella della Fed, ma è un passo avanti nel suo percorso verso la normalizzazione della politica attraverso gli incrementi dei tassi. Come la Fed, la BCE ha indicato l'intenzione di rallentare il ritmo dei rialzi, ma i dati hanno messo in dubbio questa tesi, perché l'inflazione ha raggiunto il picco ma non sta calando rapidamente quanto auspicato. Nel frattempo il mercato del lavoro rimane molto contratto.

Sul versante positivo, la situazione dell'energia appare meno negativa nel breve periodo e il contesto della crescita globale dovrebbe essere di supporto, trainato dal miglioramento dell'outlook per la Cina. Mentre il mercato contempla la prossima fase del ciclo negli USA, ci aspettiamo una continua disinversione della curva dei rendimenti. Tutto questo risulta allineato con il nostro outlook economico e con la nostra view a medio termine negativa sul dollaro/positiva sul cambio euro-dollaro (grafico 2). I minimi per l'euro sembrano raggiunti, ma i dati possono risultare distorti in questo contesto. Questo dovrebbe creare dei buoni intervalli di negoziazione per l'euro nel breve periodo.

Grafico 1: La ritirata del dollaro



Fonte: Bloomberg, Vontobel

Grafico 2: Curva dei rendimenti USA più ripida: più potenziale di rialzo euro-dollaro



Fonte: Bloomberg, Vontobel

Economia e mercati finanziari 2021 – 2024

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

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

INFLAZIONE	2021	2022	ATTUALE²	CONSENSUS 2023	CONSENSUS 2024
Globale (G20)	3,5	7,3	6,3	5,3	3,7
Eurozona	2,6	8,4	7,0	5,6	2,5
USA	4,7	8,0	4,9	4,2	2,6
Giappone	-0,3	2,5	3,5	2,6	1,5
Regno Unito	2,6	9,1	10,1	6,8	2,5
Svizzera	0,6	2,9	2,6	2,5	1,5
Australia	2,9	6,6	7,0	5,6	3,1
Cina	0,9	2,0	0,1	2,0	2,3

TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %)	2021	2022	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
EUR	-0,50	2,00	3,25	3,7	3,37
USD	0,25	4,50	5,25	5,25	4,25
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,09	-0,07
GBP	0,25	3,50	4,50	4,65	4,10
CHF	-0,75	1,00	1,50	1,85	1,64
AUD	0,10	3,10	3,85	3,90	3,65
CNY	3,80	3,65	4,35	4,30	4,25

RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO, 10 ANNI (IN %)	2021	2022	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
EUR (Germania)	-0,2	2,6	2,49	2,4	2,08
USD	1,5	3,9	3,74	3,46	3,29
JPY	0,1	0,4	0,40	0,63	0,68
GBP	1,0	3,7	4,12	3,55	3,23
CHF	-0,1	1,6	1,06	1,38	1,19
AUD	1,7	4,1	3,65	3,62	3,31

TASSI DEI CAMBI	2021	2022	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS FINE 2024
CHF per EUR	1,04	0,99	0,97	1,00	1,01
CHF per USD	0,91	0,94	0,90	0,91	0,91
CHF per 100 JPY	0,79	0,72	0,65	0,71	0,72
CHF per GBP	1,23	1,12	1,12	1,14	1,15
USD per EUR	1,14	1,06	1,08	1,11	1,12
JPY per USD	115	130	138	129	127
USD per AUD	0,73	0,67	0,66	0,70	0,71
GBP per EUR	0,84	0,88	0,87	0,89	0,89
CNY per USD	6,37	6,91	7,05	6,75	6,70

MATERIE PRIME	2021	2022	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
Brent, USD per barile	79	86	77	87,5	89
Oro, USD per oncia troy	1'829	1'824	1'959	1'960	2'000
Rame, USD per tonnellata metrica	9'720	8'372	8'128	8'800	8'991

¹ Ultimo trimestre disponibile

² Ultimo mese disponibile, dati G20 solo trimestrali

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

Informativa e disclaimer

1. Conferma analista

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

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

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

Fondamento e metodi di valutazione

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

2. Disclaimer e fonti

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

3. Linee guida e informazioni per Paesi specifici

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

18 Informazioni legali

Additional information for US institutional clients

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

Additional information for UK clients

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

Informazione per investitori italiani

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

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo
Svizzera
vontobel.com

