

100
years

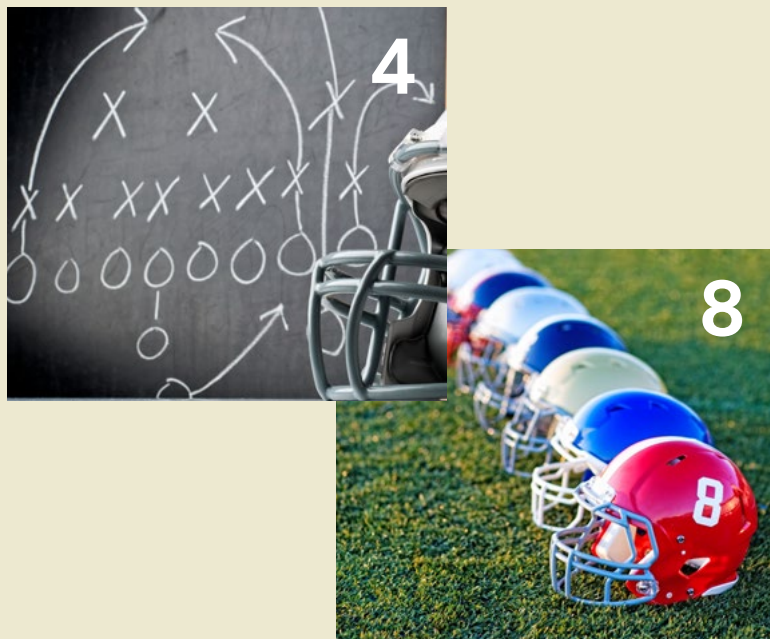
Empowering
Investors

Vontobel

Investors' Outlook

Occhi puntati sulla meta

Marzo 2024



3 Editoriale

4 Strategia d'investimento

Valutazione della performance sul campo

6 Mercato in sintesi

La Cina può evitare una «giapponesizzazione»?

8 Viewpoint

Questione di percezione:
l'evoluzione dell'investimento quality

12 Asset class sotto la lente

16 Previsioni

Pubblicazione a cura di
Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo

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

Autori*
Matthew Benkendorf,
Chief Investment Officer
Quality Growth Boutique,
Vontobel
Stefan Eppenberger,
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel
Andrea Gentilini,
Head of Quantitative Investments,
Vontobel
Frank Häusler,
Chief Investment Strategist,
Vontobel
Michaela Huber,
Cross-Asset Strategist,
Vontobel
Christopher Koslowski,
Senior Fixed Income and FX Strategist,
Vontobel
Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Vontobel
Jean-Louis Nakamura,
Head of Vontobel Conviction
Equities Boutique,
Vontobel
Dan Scott,
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Frequenza
Dieci edizioni l'anno
(prossima edizione aprile 2024)

Concept
MetaDesign AG

Grafica e realizzazione
Vontobel

Immagini
Gettyimages,
Vontobel

Termine ultimo per questa edizione
16 febbraio, 2024

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

Occhi puntati sulla meta



—
Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Cari lettori,

l'inflazione USA ha aperto l'anno più forte del previsto, smorzando l'entusiasmo degli investitori per un'imminente svolta della Federal Reserve (e delle altre banche centrali) sui tassi di interesse. Il presidente della Fed Jerome Powell ha già chiarito di non avere fretta di tagliare i tassi rischiando un fumble e una ripartenza dell'inflazione.

Un eccessivo ottimismo ha indotto il mercato a scontare un taglio dei tassi già a marzo, causando la delusione che si è avvertita nella recente volatilità dei mercati. Nondimeno, l'inflazione è ancora in calo e l'economia più grande al mondo è, contro ogni pronostico, lontana dall'essere placcata. Continuiamo a seguire i dati economici USA, soprattutto perché i dati ufficiali nascondono segnali sottostanti di un potenziale indebolimento e riteniamo sia importante eliminare il rumore.

Sebbene uno dei temi principali per gli investitori sia quello di indovinare quando avverranno i primi tagli e quanti saranno, la migliore strategia sarà quella di continuare a far avanzare la palla nonostante la volatilità dei prossimi mesi, ponendo il focus sull'asset allocation e sulla flessibilità. La domanda ora non è se i tassi scenderanno, ma quando succederà, visto che ormai il primo taglio è sotto gli occhi di tutti. Sarà importante non farsi distrarre dalla volatilità di breve termine e concentrarsi sulla composizione dei portafogli, in modo da farsi trovare pronti a ricevere la palla quando le condizioni cambieranno.

.....
→ **Webcast**

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

In uno scenario caratterizzato da una crescita relativamente robusta e un'inflazione moderata, gli asset rischiosi dovrebbero beneficiare di un buon sostegno. Nell'ultima riunione dell'Investment Committee, abbiamo deciso di incrementare le azioni europee, dato che i titoli dell'Eurozona, sempre poco apprezzati, sembrano pronti per una ripresa nel corso dell'anno. La nostra posizione complessiva sulle azioni passa, quindi, da neutrale a leggero sovrappeso. Abbiamo, invece, deciso di ridurre la nostra esposizione alle materie prime da neutrale a sottopeso, dato il quadro contrastante sul fronte della crescita globale e le nostre aspettative di ulteriore rallentamento dell'inflazione.

I mercati obbligazionari mostrano troppa euforia, mentre gli spread delle obbligazioni high yield e investment grade sono quasi inesistenti. A nostro avviso, è opportuno mantenere una posizione difensiva e bilanciare il rischio nelle azioni, che non sono eccessivamente costose. Il mercato potrebbe salire e ci sono più di 6.000 miliardi di dollari di liquidità nei fondi del mercato monetario.

In questo Investors' Outlook analizziamo più da vicino la possibilità che la Cina vada incontro allo stesso destino del Giappone negli anni Novanta, le opinioni dei responsabili della boutique di Vontobel sugli investimenti di qualità e le nostre opinioni sugli effetti a livello valutario delle diverse aspettative di taglio dei tassi in presenza di segnali economici divergenti.

Una mancata recessione negli Stati Uniti, tuttavia, non significa necessariamente che la Fed si asterrà dal tagliare i tassi di interesse. Il calo dell'inflazione potrebbe presto essere un motivo sufficiente per tagliare.

Il viaggio potrebbe non essere così rapido come molti investitori speravano, ma continuiamo a tenere gli occhi puntati sulla linea di arrivo.



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Valutazione della performance sul campo

Il mese di febbraio ha offerto agli investitori una serie di dati economici inattesi per un'attenta valutazione e previsione delle decisioni delle banche centrali.

L'economia USA e la Fed sono state sotto i riflettori, con dati che hanno ripetutamente evidenziato la tenuta del mercato del lavoro e dei consumi. Inoltre, con l'industria manifatturiera statunitense che torna a crescere e con il terziario – pari a circa due terzi del prodotto interno lordo (PIL) del paese – che guadagna terreno, non sorprende il crescente ottimismo dei mercati sulla possibilità di evitare un hard landing. La finestra per una fase di recessione non resterà aperta senza un indebolimento del mercato del lavoro e della spesa al consumo nei prossimi mesi. In ogni caso, la Fed ha ancora in previsione tagli per 75 punti base quest'anno, in linea con le proiezioni di dicembre 2023.

In altre economie la situazione è diversa. Il Giappone, ormai quarta economia al mondo, e il Regno Unito sono

entrati in recessione. Anche se l'economia dell'Eurozona l'ha evitata di pochissimo, di recente la Commissione Europea ha rivisto al ribasso le previsioni di crescita per il 2024 e ha segnalato un aumento del numero di dichiarazioni di fallimento nel quarto trimestre. In presenza di un rallentamento dell'inflazione, la Banca Centrale Europea (BCE) è pronta a tagliare i tassi nei prossimi mesi. La Banca Nazionale Svizzera (BNS) potrebbe battere sul tempo gli altri istituti dopo l'inatteso rallentamento dell'inflazione a gennaio, nonostante l'aumento dei prezzi dell'elettricità e l'incremento dell'IVA a inizio anno.

In Cina, le autorità monetarie sembrano riluttanti a offrire incentivi su larga scala e si limitano a introdurre qualche piccola saltuaria misura per sostenere l'economia in difficoltà. Non ci aspettiamo ulteriori iniziative politiche significative a breve termine.

Per scoprire gli effetti di questi sviluppi sulla nostra asset allocation si rimanda a pagina 5.

	SOTTOPESO		NEUTRALE	SOVRAPPESO		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
1 Liquidità		→				In un orizzonte di 9–12 mesi, la performance delle asset class potrebbe superare quella della liquidità, su cui rimaniamo sottopesati.
2 Obbligazioni			→			Rimaniamo neutrali sul reddito fisso, con un orientamento difensivo nelle sub-asset class e una preferenza per titoli di Stato e obbligazioni dei mercati emergenti, dove siamo in sovrappeso. Riteniamo che il debito dei mercati emergenti sia più interessante rispetto all'high yield, sempre in sottopeso. Confermiamo il posizionamento neutrale sul credito investment grade dati gli spread molto ridotti dell'intero segmento, le revisioni al ribasso e l'aumento dei default.
3 Azioni				↗		Aumentiamo la posizione sulle azioni da neutrale a lievemente sovrappeso, pur rimanendo selettivi e difensivi nel posizionamento regionale. Le banche centrali sembrano aver concluso gli aumenti dei tassi per una buona ragione: negli USA il tasso di disoccupazione è rimasto al 3,7%. L'inflazione è in costante calo, come risulta dai prezzi dei beni durevoli di febbraio negli USA, in territorio deflazionistico per la prima volta da maggio 2019. Ciò dovrebbe favorire possibili tagli dei tassi già nel secondo trimestre. Questo scenario, caratterizzato da una crescita relativamente robusta e da un'inflazione in rallentamento, dovrebbe continuare a sostenere le valutazioni degli asset rischiosi nel medio termine. L'aumento dell'esposizione azionaria è la conseguenza del passaggio da una posizione di doppio sottopeso a una di sottopeso sui titoli dell'Eurozona. Nonostante il profilo ciclico più elevato e l'economia regionale ancora in difficoltà, i titoli dell'Eurozona sembrano, a nostro avviso, pronti per una ripresa nel corso dell'anno.
4 Oro				→		I dati economici statunitensi più forti del previsto e i timori che i progressi della disinflazione si siano in qualche modo arrestati hanno spinto i funzionari della Fed ad adottare un tono più «da falco». Questo ha messo in discussione le aspettative del mercato di un imminente taglio dei tassi e ha messo sotto pressione l'oro. Sebbene il metallo giallo riceva ancora un certo sostegno dal lato geopolitico, l'ulteriore rialzo è limitato in assenza di tagli dei tassi. Tuttavia, ribadiamo la nostra visione positiva sull'oro. I rendimenti reali statunitensi più bassi e l'indebolimento del dollaro tendono a sostenere il metallo prezioso. L'oro rimane inoltre una buona copertura contro la recessione.
5 Materie prime		↘				Le operazioni sul mercato azionario sono finanziate dalla riduzione della posizione sulle materie prime da neutrale a sottopesata. Il quadro della crescita economica globale tutt'altro che omogeneo ci induce a essere più cauti su questa asset class molto ciclica. La nostra previsione di un ulteriore rallentamento dell'inflazione depone a sfavore di una view neutrale sulle materie prime. I rischi al rialzo includono un'accelerazione dell'economia cinese più vigorosa del previsto o un'escalation delle tensioni geopolitiche, entrambe non previste nel nostro scenario di base. Al momento la Cina esporta deflazione a livello globale, in quanto ha un'economia in crisi e l'eccesso di capacità produttiva induce gli esportatori a tagliare i prezzi dei prodotti venduti all'estero.
6 Strategie alternative			→			Rimaniamo neutrali sui fondi alternativi e sull'immobiliare. Nei fondi alternativi apprezziamo i titoli collegati alle assicurazioni, che tendono ad avere una correlazione ridotta con i mercati finanziari tradizionali (perché la loro performance è legata a specifici eventi assicurativi) e possono contribuire a ridurre il rischio complessivo del portafoglio.

Variazioni mensili:

invariato →

in aumento ↗

in calo ↘

La Cina può evitare una «giapponesizzazione»?

Il Walkman di Sony come nuovo modo di fruire la musica, le prime console di Nintendo che hanno appassionato i bambini, le auto Toyota e Honda che hanno riempito le strade di tutto il mondo: queste storie di successo sono rappresentazioni diverse di un'araba fenice risorta dalle ceneri della quasi totale distruzione subita dall'industria locale nella Seconda Guerra Mondiale. Il miracolo economico, però, non durò molto, lasciando presto spazio al cosiddetto «decennio perduto», un periodo di forte stagnazione per il Giappone, che si è visto così scavalcare dalla Cina come seconda economia mondiale. Confrontando il Giappone di un tempo e la Cina di oggi è naturale domandarsi se la Cina possa andare incontro a un destino simile.



Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel



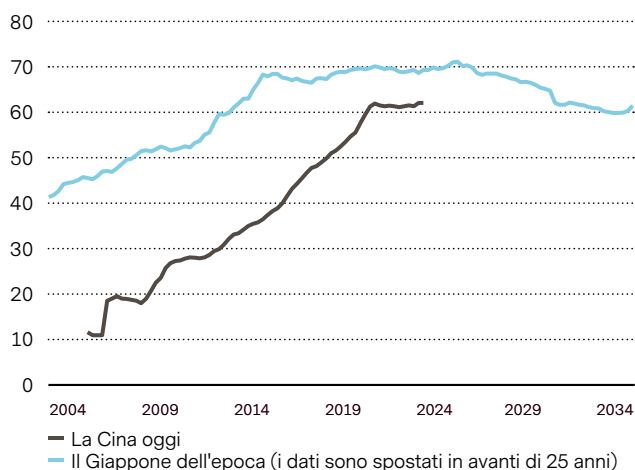
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Il Giappone ha vissuto un boom economico dal secondo dopoguerra fino all'inizio degli anni Novanta. Nel 1988, il valore teorico dei terreni del paese superava di 4-5 volte quello degli USA (che sono quasi 25 volte più grandi del Giappone) e i prezzi degli immobili erano saliti a livelli vertiginosi. Un anno dopo, 8 delle 10 maggiori società al mondo per capitalizzazione di mercato avevano sede in Giappone e l'indice azionario Nikkei 225 registrava un piccolo record dopo l'altro.

I policymaker della Bank of Japan (BoJ) erano preoccupati per il surriscaldamento dell'economia, pur senza intervenire, soprattutto dopo lo shock del «lunedì nero» nel 1987. Dopodiché, la bolla degli asset giapponesi scoppiò, innescando una recessione dei saldi di bilancio e inaugurando il cosiddetto «decennio perduto». Nel 1992, il Nikkei 225 aveva perso quasi due terzi del suo valore, mentre nel 2001 le quotazioni immobiliari avevano ceduto circa il 70%.

Grafico 1: Entrambi i paesi sono cresciuti con una leva sempre maggiore prima del loro rallentamento economico

Rapporto tra debito delle famiglie e PIL, in %



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 9 febbraio 2024.

La Cina è un «Giappone 2.0»?

Le analogie non mancano, come l'indebitamento elevato. Negli anni Novanta, il debito delle famiglie giapponesi ammontava a quasi il 70% del PIL. In Cina il debito è salito al 62% nel terzo trimestre 2023 (ultimi dati disponibili) dall'11% circa dei primi anni Duemila (grafico 1).

Le condizioni del mercato immobiliare cinese ricordano quanto accaduto in Giappone. Il modello di business degli operatori immobiliari, finanziato soprattutto dalla leva finanziaria, è stato messo sotto pressione dopo anni di impennata dei prezzi in Cina. Un'ulteriore escalation della crisi potrebbe avere gravi conseguenze, poiché il mercato immobiliare rappresenta quasi il 30% del PIL cinese.

Secondo il Fondo Monetario Internazionale, la crescita del PIL cinese dovrebbe rallentare al 4,6% quest'anno e al 3,5% nel 2028, rispetto al 5% circa del 2023. Questa situazione si riflette anche nella pressione al ribasso sui prezzi, con segnali sempre più evidenti di una deflazione ancora maggiore in Cina. Il calo dei prezzi può sembrare una buona notizia ma espone al rischio che i consumatori rimandino gli acquisti in previsione di prezzi ancora più bassi, e quindi di una spirale deflazionistica, come si è visto in Giappone per decenni.

Entrambi i paesi sono alle prese con tendenze demografiche sfavorevoli, come la contrazione della popolazione attiva. In Giappone, il tasso di fertilità (numero di nascite per donna) ha raggiunto un picco di 2,2 nel 1967, per poi scendere in maniera costante a 1,5 nei primi anni Novanta e stabilizzarsi a 1,3 dal 2020. L'ultimo tasso di fertilità disponibile per la Cina (2021) è ancora più basso, pari a 1,2.

Cosa impedisce una «giapponesizzazione» della Cina?

Innanzitutto, nell'economia cinese il mercato immobiliare è in espansione, ma lo stesso non può dirsi per il mercato azionario. Il Nikkei 225 era trattato a 70x il rapporto prezzo/utigli (P/E) al culmine della bolla giapponese, mentre lo Shanghai Composite è scambiato a circa 12x (grafico 2).

Lo yen giapponese si è apprezzato del 20% in pochi mesi dopo l'Accordo del Plaza² del 1985. Lo yuan cinese, invece, non è a fluttuazione libera.

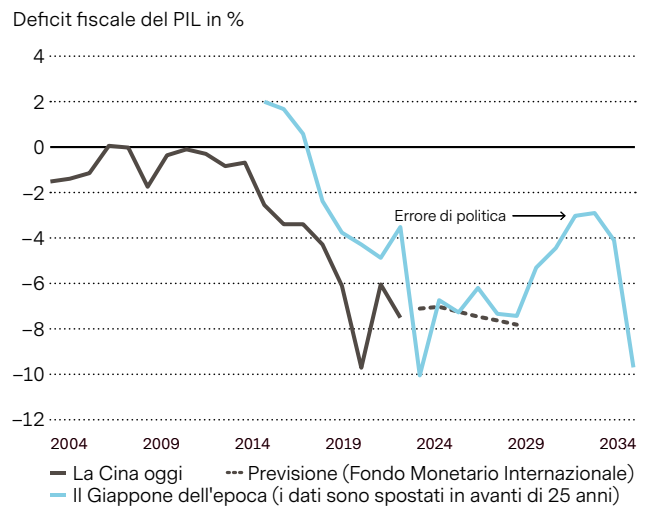
Nonostante la sua crescente influenza mondiale, la Cina resta un mercato emergente. Sviluppi come anni di crescente urbanizzazione non favoriscono una «giapponesizzazione» della Cina, spesso associata a una maggiore crescita economica. Infine, aspetto non irrilevante, i decisori cinesi possono imparare dalla storia dell'economia giapponese per evitare di incorrere negli stessi errori.

Grafico 2: Nessuna bolla del mercato azionario cinese



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 9 febbraio 2024.

Grafico 3: Un deficit fiscale strutturalmente elevato, una recessione dei saldi di bilancio?



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 9 febbraio 2024.

Spunti di riflessione

Non si può parlare di corrispondenza «uno a uno». Se la Cina dovesse trovarsi nella stessa situazione del Giappone, le conseguenze si ripercuoterebbero sull'economia globale, dato il contributo decisivo della Cina al PIL mondiale e la sua importanza per i mercati delle materie prime. La Cina dovrà probabilmente sostenere l'economia con una politica fiscale favorevole piuttosto che con quella monetaria (grafico 3).

¹ Una recessione dei saldi di bilancio è un periodo caratterizzato da deflazione e crescita debole che si verifica quando gli alti livelli di indebitamento del settore privato determinano un rallentamento o un calo della crescita economica, in un contesto in cui ci si concentra sul rimborso del debito piuttosto che su investimenti o spesa. Secondo l'economista Richard C. Koo, per combattere una recessione dei saldi di bilancio si dovrebbe ricorrere alla politica fiscale e non a quella monetaria (cioè al taglio dei tassi).

² Accordo tra Francia, Germania dell'Ovest, Giappone, USA e Regno Unito al fine di indebolire il sopravvalutato dollaro USA.

Questione di percezione: l'evoluzione dell'investimento quality

Negli Anni '80, gran parte dei gestori azionari seguiva strategie growth o value, quelle quality erano una nicchia valida e anche piuttosto diffusa. La ragione è presto detta: si è rivelata una scelta vincente. Nel corso del tempo, il concetto stesso di «quality» si è ampliato, aprendosi a una varietà di interpretazioni che talvolta hanno registrato, a seconda delle condizioni di mercato, considerevoli divergenze di performance tra le varie strategie quality. Quattro esperti di investimenti di Vontobel analizzano nel dettaglio gli investimenti quality e spiegano cosa gli investitori possono aspettarsi da tale approccio nel 2024.





—
Matthew Benkendorf
Chief Investment Officer Quality
Growth Boutique,
Vontobel



—
Jean-Louis Nakamura
Head of Vontobel Conviction
Equities Boutique,
Vontobel



—
Andrea Gentilini
Head of Quantitative
Investments,
Vontobel



—
Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

— **Esiste una definizione accademica di qualità e come è cambiata nel tempo?**

Andrea Gentilini, Head of Quantitative Investments: Una definizione esiste e si è evoluta nel tempo poiché aspetti specifici della qualità sono andati acquisendo maggior importanza per gli investitori in momenti diversi. All'inizio, gli investitori si concentravano principalmente su misure come il rapporto debito/capitale per valutare la leva finanziaria di una società. L'obiettivo si è poi spostato verso la redditività del conto economico e, più recentemente, sulla crescita e sugli elementi di stabilità, mentre buona parte dell'attuale letteratura accademica è incentrata sulla persistenza (grafico 1: «Quality – Junk»). Il nostro auspicio è che in futuro i criteri che definiscono la qualità virino verso l'impatto sul Pianeta e sulla società, come dimostrano le recenti ricerche sulla correlazione tra qualità e fattori ESG.

— **Come riuscite a trovare società di qualità in tutti i settori e in tutte le aree geografiche?**

Matthew Benkendorf, CIO of Vontobel Quality Growth Boutique: In qualità di gestori attivi, perseguiamo una strategia di tipo quality andando alla ricerca di modelli di business che presentino elementi di sicurezza, redditività e crescita durante l'intero ciclo. Se pensiamo alla bolla di Internet, alcuni sostenevano che il numero di visite ai siti web avrebbero dovuto sostituire gli utili come parametri di riferimento per misurare la redditività. Oggi, alcuni sostengono che investire al di fuori dell'obiettivo dichiarato di una strategia – ossia il cosiddetto «cambio di stile» – sia una soluzione valida. Noi, invece, preferiamo restare fedeli nel tempo al nostro approccio quality.

Nella nostra ricerca di opportunità quality investiamo soltanto qualora vi sia un track record minimo di crescita redditizia. A nostro avviso, una società in grado di trasformarsi continuerà a mostrare un potenziale di crescita e di generazione di utili anche dopo 5 anni. Se aveste investito in Amazon nel 2010, tredici anni dopo la sua IPO e con un track record di 5 anni di crescita redditizia, oggi il vostro investimento originale si sarebbe moltiplicato di xx volte. I gestori attivi possono aggiungere valore identificando le società che non solo hanno un track record storico di vantaggi competitivi, ma che possono altresì essere sostenute in futuro.

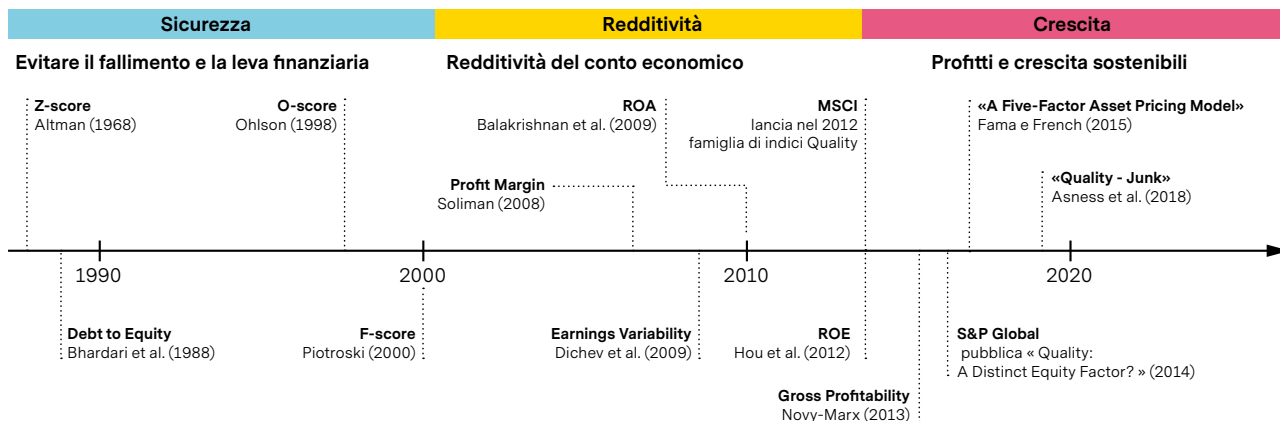
Jean-Louis Nakamura, Head of Vontobel Conviction Equities Boutique:

Le società di tipo quality tendono ad avere posizioni solide nel settore e la capacità di investire nella crescita futura. Ad ogni modo, quando valutiamo la qualità tra i vari settori prendiamo in considerazione diversi parametri quantitativi, non solo a livello aziendale ma anche in riferimento al settore. Nei settori con asset considerevoli, come ad esempio il settore energetico e l'industria mineraria, valutiamo con maggiore attenzione la capacità di una società di generare costantemente utili; nel ramo biotecnologico del settore dei servizi sanitari, invece, ci concentriamo sulla capacità di una società di reinvestire in R&S e sul suo processo di innovazione. A livello geografico, possiamo utilizzare fattori simili per valutare la qualità del nostro universo svizzero e quella dei mercati emergenti, ma la nostra analisi qualitativa, che include incontri con il management, sarà inevitabilmente diversa.

Matt: Le società quality mostrano generalmente maggiore resistenza nei mercati sviluppati e proprio lì, data la maggiore familiarità con gli approcci quality, è più probabile che vengano selezionate. Nei mercati emergenti, il quadro appare leggermente diverso: lì l'approccio quality non è particolarmente consolidato e si sta evolvendo con più rapidità. I titoli quality dei mercati emergenti hanno normalmente un prezzo più basso per via dei rischi intrinseci e richiedono anche una gestione più paziente; nei mercati sviluppati, invece, la valutazione sta acquisendo un'importanza sempre maggiore.

Jean-Louis: Affiniamo costantemente il modo in cui valutiamo il posizionamento settoriale, un'attività che può rivelarsi impegnativa visto l'attuale contesto normativo e i livelli di concorrenza. È un delicato equilibrio essere lungimiranti pur non deviando troppo dalla nostra definizione di qualità, motivo per cui un solido quadro accademico è importante.

Figura 1: La definizione di «quality» si è evoluta, adattandosi, di volta in volta, al sentiment del mercato



Fonte: Vontobel, a scopo puramente illustrativo. Dal 1968 al 2024.

— Le strategie quality riusciranno a resistere alla prova del tempo?

Andrea: Qualità, momentum, valore, volatilità e dimensione sono fattori di stile che contribuiscono a spiegare la performance in mercati globali sempre più complessi. Riuscire a comprendere in che modo ciascuno di questi fattori determina i rendimenti e i rischi di un portafoglio può aiutare gli investitori a scegliere un mix ottimale di strategie. L'investimento basato su fattori classifica le società secondo una serie di parametri (i «fattori» appunto) e poi osserva se quelle di livello gerarchico più alto sovraperformano quelle di livello più basso. Dal 2001, il fattore «quality» ha sovraperformato l'83% delle volte (grafico 2).

— Quality: tattica o strategica?

Dan Scott, Head of Vontobel Multi Asset: La maggior parte dei nostri rendimenti multi-asset deriva dall'asset allocation strategica (SAA) e solo in minima parte dall'asset allocation tattica (TAA). Di conseguenza, per noi investire in qualità non è una questione di tempismo, quanto piuttosto una decisione strategica. E questo perché perdere meno nei mercati in ribasso può rivelarsi la chiave di volta per generare ricchezza nel tempo. La bassa volatilità associata agli investimenti quality elimina anche i bias comportamentali; quindi, gli investitori hanno meno probabilità di agire in modo irrazionale, ad esempio vendendo a poco e comprando a molto.

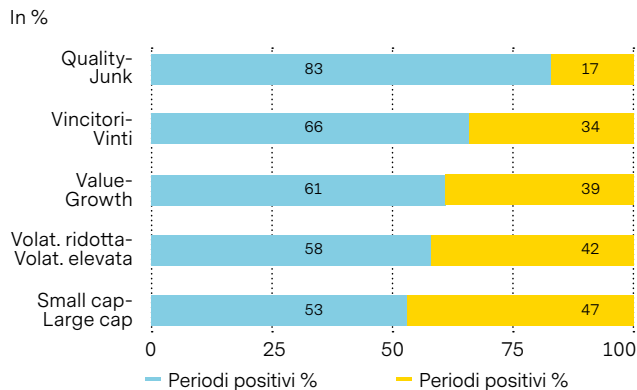
I titoli quality possono essere costosi, ma nel lungo periodo gli investitori possono essere ben ricompensati per aver pagato un prezzo apparentemente elevato. Prendiamo il caso di Nestlé: una società svizzera percepita come «noiosa», eppure dal 1996 il suo rendimento complessivo ha superato il 12% annuo, battendo di gran lunga l'indice MSCI World, che ha reso il 6,9%. Anche senza considerare i dividendi, che rappresentano una parte consistente dei rendimenti di Nestlé, la società continua comunque a sovraperformare.

— Esiste una correlazione tra i fattori quality e growth?

Jean-Louis: Qualità e crescita sono indubbiamente due fattori diversi e come tali vanno considerati. Molti dei parametri utilizzati per caratterizzare la qualità sono legati ai fondamentali, come i margini, le vendite e i ricavi. L'ultimo decennio di politica monetaria accomodante ha favorito la crescita dei fatturati e l'espansione dei margini, eventi che hanno portato al successo di molte società di tipo growth, alcune delle quali sono ora conosciute come «le magnifiche 7». Ma non è stato così per tutte le società ed è per questo che riteniamo importante una chiara distinzione tra i fattori quality e growth.

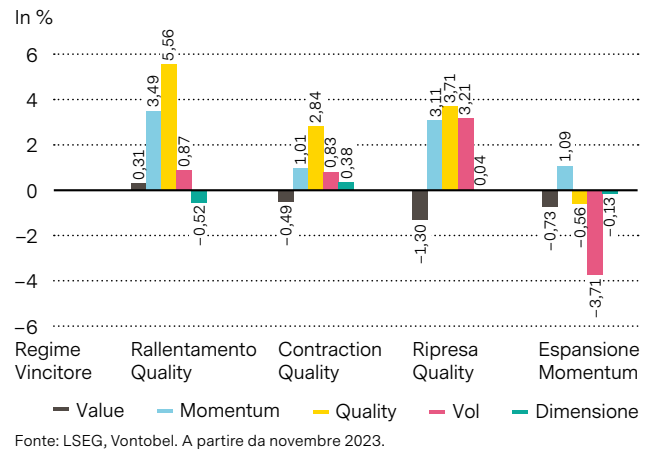
Matt: Sebbene la crescita sia spesso interpretata come sinonimo di qualità, concentrarsi esclusivamente su quest'ultima escludendo tutto il resto può rivelarsi deleterio. Se gli investitori non colgono la qualità nel modo giusto, corrono il rischio di non cogliere i ribassi e di trascurare le valutazioni, che invece acquisiranno sempre più importanza man mano che ci avviciniamo verso il 2024.

Figura 2: Le società con rating più elevato realizzano una sovraperformance rispetto a quelle con rating più basso



Fonte: FactSet, Bloomberg e Vontobel; nel periodo compreso tra gennaio 2001 e novembre 2023.

Figura 3: Sovraperformance relativa degli indici fattoriali MSCI rispetto all'MSCI World dal gennaio 1990



— **Come si concilia lo squilibrio a breve termine tra una società quality e i suoi rendimenti a lungo termine?**

Matt: Occorre pazienza, è un elemento critico e al tempo stesso determinante per chi investe. Prendiamo il caso delle aziende del settore sanitario, in particolare il segmento MedTech: hanno un potenziale di crescita prevedibile per gli anni a venire, eppure nel 2023 il mercato ha avuto un andamento altalenante, distratto dall'euforia del settore tecnologico. Quest'anno, invece, potrebbero essere influenzati dal ciclo elettorale o dalla retorica sulla regolamentazione. La sanità, quindi, è un esempio emblematico di come sia necessario essere pazienti per ottenere rendimenti a lungo termine, nonostante gli squilibri di breve periodo.

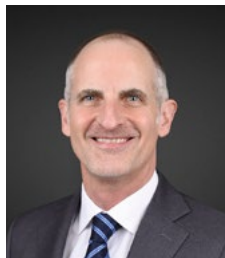
— **Come si comportano gli investimenti quality nei diversi regimi macro?**

Andrea: Tra i cinque fattori, il momentum è quello che generalmente ottiene buoni risultati in tutti i regimi, questo è vero; tuttavia, quelli in cui il fattore quality si comporta bene sovraperforma decisamente tutti gli altri (grafico 3). Le prospettive rispetto al regime futuro influiscono in modo importante: la maggior parte degli investitori non si aspetta che il mercato rialzista – rampante e alimentato dalla liquidità – dell'ultimo decennio continui nel prossimo. Dato che è improbabile aspettarsi un regime espansivo, le strategie quality sono un buon percorso.

— **È il momento più opportuno per investire in titoli quality?**

Dan: Riteniamo che le vere società di qualità siano ben posizionate per ottenere rendimenti in futuro, quando il costo del capitale sarà più elevato e la crescita del PIL sarà probabilmente inferiore a quella a cui ci siamo abituati nel contesto di tassi d'interesse zero del passato. Evitare le perdite nel tempo fa parte di un processo d'investimento solido e, con l'aumentare della volatilità nel contesto generale, l'attenzione degli investitori si sposterà sulla qualità degli utili di una società, sulla sua capacità di generare un rendimento sul capitale investito e sull'efficienza con cui gestisce il proprio capitale. Detto questo, a nostro modo di vedere, investire in titoli quality non è una questione di tempismo, dal momento che gli elementi fondamentali degli investimenti quality dovrebbero rimanere costanti in qualsiasi portafoglio bilanciato.

Il dilemma della Fed



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Nel corso dell'anno, i funzionari della Fed dovranno gestire una situazione che di solito sarebbe apprezzata: un calo dell'inflazione più rapido del previsto. Tuttavia, questa situazione presenta anche un dilemma.

Il problema è che, con l'inflazione sempre più vicina all'obiettivo della Fed del 2%, i tassi reali – quelli corretti per l'inflazione – sono saliti, rischiando di esercitare una pressione eccessiva sull'attività economica (grafico 1). Considerando la stima migliore della Fed di un tasso di riferimento nominale «neutrale» (che non stimoli né rallenti la crescita) o un'inflazione al 2,5% (0,5% in termini reali), qualsiasi valore superiore continuerebbe a pesare sull'economia. La Fed potrebbe, quindi, tagliare agevolmente i tassi senza modificare il mantra dei tassi «più elevati più a lungo». La politica monetaria rimarrebbe restrittiva. La difficoltà è stabilire tempistiche ed entità dei tagli dei tassi che potrebbero iniziare nel secondo trimestre. Secondo l'ultima sintesi delle proiezioni economiche della Fed, quest'anno la banca centrale intende ridurre il tasso di riferimento di almeno 75 pb.

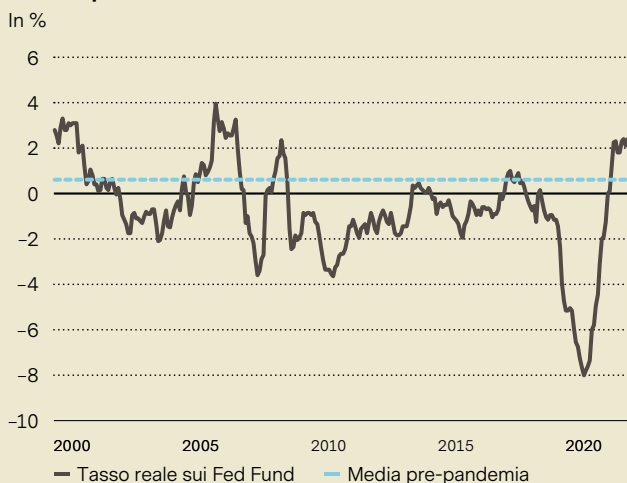
Condizioni restrittive per la concessione dei prestiti

Stando al Senior Loan Officer Opinion Survey della Fed, sebbene le banche abbiano inasprito le condizioni di concessione dei prestiti fino al quarto trimestre 2023, la proporzione è scesa rispetto ai trimestri precedenti.

Una quota netta significativa di banche ha segnalato di aver ricevuto meno richieste da parte di potenziali mutuatari in merito alla disponibilità e alle condizioni di nuove linee di credito o all'aumento di quelle esistenti (grafico 2). Le imprese statunitensi sembrano, quindi, ancora molto caute e riluttanti a investire denaro in questo momento. Stando al Report, sembra che siano «diminuiti gli investimenti dei clienti in impianti o attrezzature e le esigenze di finanziamento per scorte, crediti e operazioni straordinarie». La riduzione dei prestiti spesso riflette un calo degli investimenti aziendali e delle assunzioni, che a sua volta pesa sulla crescita economica. In passato, l'inasprimento delle condizioni di concessione dei prestiti ha determinato un ampliamento del differenziale di rendimento tra le obbligazioni corporate più rischiose e i titoli di Stato.

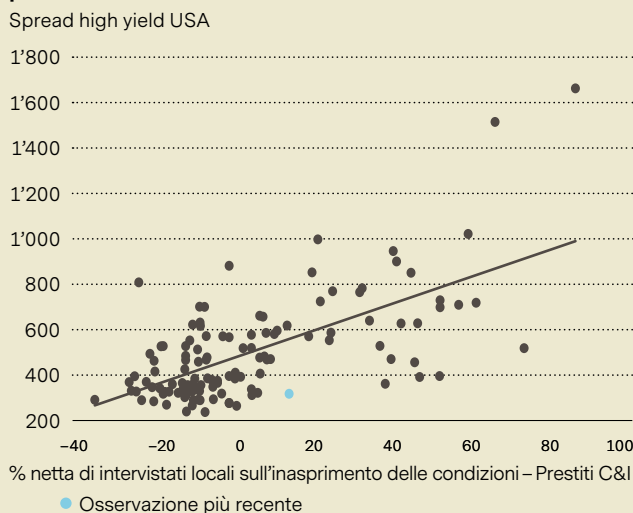
Gli spread ridotti non compensano l'impatto previsto sui bilanci aziendali derivante dall'aumento dei costi di finanziamento, a nostro avviso. Confermiamo il nostro Outlook positivo sull'obbligazionario high grade e manteniamo un approccio difensivo nei confronti dell'allocazione creditizia in generale, con una posizione neutrale sulle obbligazioni investment grade e sottopesata sull'high yield.

Grafico 1: La mano invisibile – alla scoperta del vero tasso sui Fed Fund



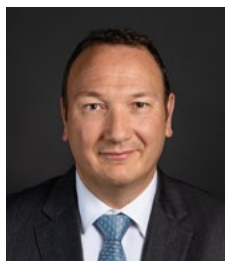
Source line: Bloomberg, Vontobel; dati al 14 febbraio 2024

Grafico 2: La stretta sulle condizioni di concessione dei prestiti e l'aumento dei costi di finanziamento



Source line: Bloomberg, Vontobel; dati al 14 febbraio 2024

Una mossa tattica



—
Mario Montagnani
 Senior Investment Strategist,
 Vontobel

Dopo il «rally quasi universale» che ha caratterizzato novembre e dicembre, da inizio gennaio gli investitori azionari sono diventati più selettivi. Se la solidità dei dati sulla crescita economica e gli ottimi numeri sull'occupazione hanno alimentato ulteriormente le speranze di un soft landing, i dati contrastanti sull'inflazione di dicembre e gennaio, insieme alla solidità dell'economia, hanno invece indotto le banche centrali a rinviare gli imminenti tagli dei tassi.

Ciò ha riguardato soprattutto la Fed, che ha chiaramente adottato un tono meno accomodante nella riunione di fine gennaio. Nel momento in cui scriviamo, i mercati sono ancora in rialzo, con l'indice MSCI ACWI Net Total Return in progresso di oltre il 3% da inizio anno, a un massimo storico anche superiore al picco del dicembre 2021. Troppo, troppo presto? Crediamo di no e quindi abbiamo aumentato tatticamente a sovrappeso l'esposizione azionaria.

Il mercato statunitense continua a essere cruciale per gli indici globali, come dimostrata quanto successo nel 2023, quando le mega cap tecnologiche statunitensi hanno fatto da apripista. Negli USA, gli utili incoraggianti,

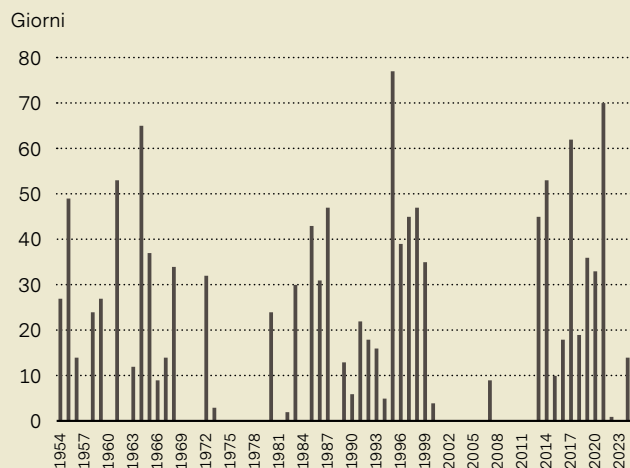
in particolare nel segmento delle large cap tecnologiche, e i dati macroeconomici favorevoli hanno spinto per la prima volta l'indice S&P 500 oltre la soglia dei 5'000 punti e al 14° massimo storico da inizio 2024 (grafico 1).

A febbraio si è assistito al maggior aumento della capitalizzazione di mercato mai registrato in un solo giorno, con Meta in testa alla classifica a seguito della pubblicazione del dato sugli utili del quarto trimestre e del balzo di quasi 200 miliardi di dollari USA nella capitalizzazione di mercato (grafico 2). Uno sguardo all'Europa mostra un quadro simile, con l'indice Stoxx Europe 600 anch'esso in territorio positivo, trainato da tecnologia, servizi di comunicazione, beni di consumo discrezionali (in particolare beni di lusso) e servizi finanziari; a fare da fanalino di coda ci sono i mercati emergenti, ancora in fase di consolidamento. Le azioni cinesi risentono di un'economia in difficoltà, come dimostrato dalle deludenti vendite al dettaglio e dall'ulteriore deterioramento dell'attività immobiliare.

Uno sguardo al futuro

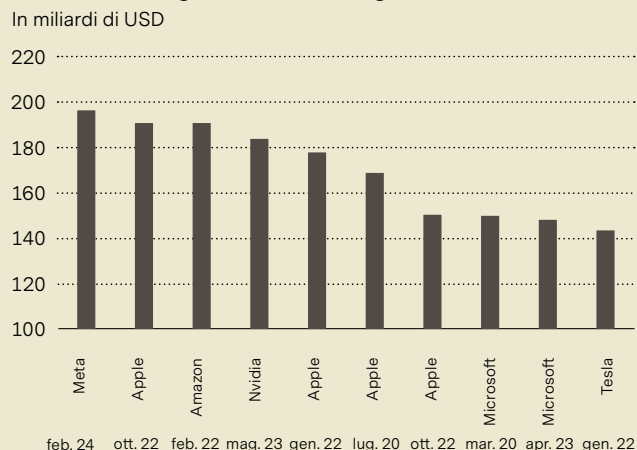
Le stime di crescita per il 2024 e il 2025 non sembrano troppo ambiziose. Una probabile svolta accomodante nella retorica delle banche centrali dovrebbe favorire i multipli di valutazione, oltre a rappresentare un importante fattore di oscillazione degli asset al momento investiti nei fondi del mercato monetario. In quest'ottica, considerando un orizzonte di 9-12 mesi, l'Investment Committee di Vontobel passa tatticamente in sovrappeso sulle azioni, mantenendo al contempo una diversificazione regionale e privilegiando la prevedibilità degli utili, che a nostro avviso si può trovare nelle azioni svizzere e USA. Per ulteriori dettagli si rimanda a pagina 5.

Grafico 1: Indice S&P 500 – numero di massimi storici all'anno



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 16 febbraio 2024

Grafico 2: I 10 maggiori aumenti della capitalizzazione di mercato mai registrati in un solo giorno



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 16 febbraio 2024.

La trivella economica del petrolio



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Di recente il petrolio è stato sostenuto da numerosi fattori geopolitici, tra cui gli attacchi alle infrastrutture petrolifere russe, il mancato raggiungimento di un accordo sul cessate il fuoco a Gaza o le incertezze nel Mar Rosso. Nonostante la situazione tesa, da mesi le quotazioni petrolifere si attestano intorno a USD 75–85.

Sul fronte della domanda, i segnali sono contrastanti. L'Agenzia Internazionale dell'Energia (AIE) ha ridotto le previsioni sulla domanda globale di petrolio, in crescita solo di 1,2 milioni di barili al giorno (mbpd) nel 2024 a causa dell'indebolimento dell'economia cinese rispetto alla precedente previsione di 1,24 mbpd. L'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC) è molto più ottimista e stima 2,25 mbpd. Nel frattempo, i consumatori appassionati di viaggi sostengono la domanda di carburante per aerei, mentre la solidità dei dati economici USA alimenta le speranze di un soft landing (grafico 1).

Sul fronte dell'offerta, la produzione petrolifera USA, al massimo storico di oltre 13,3 mbpd a fine 2023, secondo l'Energy Information Administration (EIA), che è stata inferiore alle attese a gennaio (12,6 mbpd). Il clima

estremo ha causato il congelamento di pozzi e condutture. La produzione delle raffinerie ha, quindi, raggiunto il livello più basso da fine 2022, anche a causa di una serie interruzioni programmate. Quasi nello stesso momento, l'EIA ha dichiarato che le scorte USA di petrolio sono aumentate di 12 milioni di barili nella prima settimana di febbraio, molto più dei 2,6 milioni di barili previsti. Sebbene l'aumento sia probabilmente dovuto in parte alla minore attività delle raffinerie, alcuni lo hanno interpretato come un segnale di indebolimento della domanda.

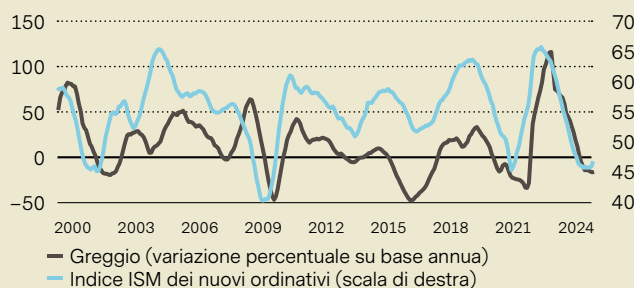
Tagli dell'OPEC

L'OPEC e i relativi alleati continueranno con i tagli alla produzione annunciati fino alla fine del primo trimestre, ma l'Arabia Saudita ha dichiarato che le limitazioni potrebbero proseguire. Tuttavia, alla luce della capacità in eccesso accumulata e del fatto che l'Arabia Saudita dovrà farsi carico da sola della maggior parte dei tagli, gli operatori del mercato sembrano dubitare che alle parole seguiranno davvero i fatti (grafico 2). Anche l'inversione di rotta sull'espansione della capacità produttiva prevista da Saudi Aramco è stata considerata ribassista da alcuni operatori. Stando alle direttive imposte dal Regno saudita, la compagnia energetica statale non dovrebbe superare una capacità di 12 mbpd fino al 2027, un milione in meno rispetto ai precedenti annunci.

Anche se un'escalation geopolitica o una netta riaccelerazione dell'economia cinese non rappresentano il nostro scenario di base, tali eventi rimangono comunque un rischio di coda in grado di far impennare i prezzi. In assenza di shock imprevisti, il petrolio dovrebbe rimanere nell'intervallo USD 75-85.

Grafico 1: Gli indicatori anticipatori segnalano un miglioramento dell'economia

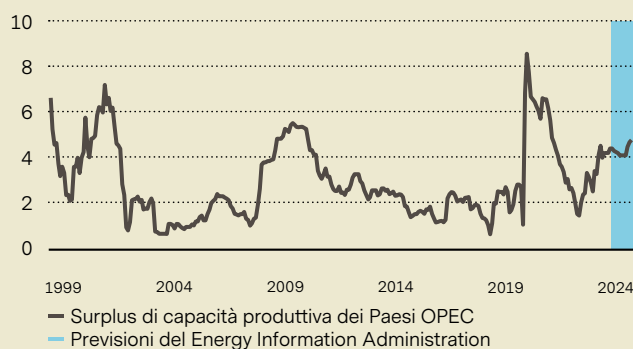
Media mobile a 1 anno (entrambi gli assi)



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 16 febbraio 2024

Grafico 2: Il surplus della capacità produttiva diventerà un tema nel 2024

Milioni di barili al giorno



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 16 febbraio 2024

Una sorpresa svizzera



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Il franco svizzero ha subito un lieve deprezzamento nel cambio con l'euro e ha registrato un netto indebolimento rispetto al dollaro USA a gennaio, quando il presidente della BNS Thomas Jordan ha espresso preoccupazione per la forza del franco e il relativo impatto negativo sulle imprese svizzere. Questa dichiarazione potrebbe rappresentare un primo passo verso una gestione attiva della discesa del franco.

Una valuta forte non è d'aiuto date le preoccupazioni per una recessione dell'economia e le condizioni deflazionistiche. Anche se è improbabile che la BNS inizi a vendere franchi svizzeri a titolo definitivo, la semplice sospensione degli acquisti in presenza di rendimenti in Svizzera potrebbe contribuire a un indebolimento del franco nel corso di quest'anno.

I dati sull'inflazione svizzera hanno preso una piega inaspettata a gennaio, spianando forse la strada a un taglio anticipato dei tassi. I prezzi al consumo primari sono saliti dell'1,3% rispetto allo scorso anno, nettamente al di sotto dell'1,7% previsto dagli economisti. Il tasso di inflazione core, che esclude l'impatto di voci volatili, come l'energia

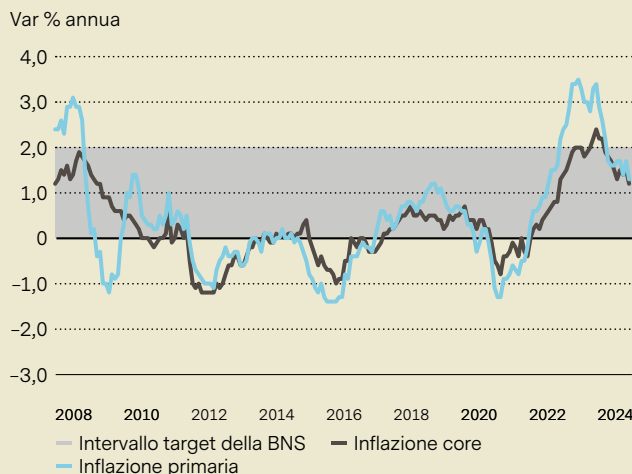
e gli alimenti, è sceso all'1,2% dall'1,5% (grafico 1) ed è stato particolarmente sorprendente, dato che alcuni prezzi sono controllati all'interno dell'economia svizzera. Inoltre, i costi dell'elettricità e l'IVA sono aumentati all'inizio dell'anno. Stando alle previsioni iniziali degli economisti, la BNS avrebbe dovuto cominciare i tagli a settembre, ma l'inflazione inferiore alle attese ha indotto alcuni ad anticipare la previsione. Le probabilità implicite nel mercato di un taglio di 25 pb a marzo sono raddoppiate, passando da circa il 30% a oltre il 60%. La BNS è l'unica banca centrale a riunirsi trimestralmente, per cui il suo programma risulta meno flessibile.

Nuovo rafforzamento del dollaro USA

Il calo dell'euro riflette in parte la correzione del sell-off troppo rapido subito dal dollaro a novembre e dicembre, mentre a gennaio si è assistito a un parziale ritracciamento (grafico 2). È difficile essere ottimisti sul cambio euro-dollaro, visto il netto contrasto tra la solidità degli indicatori economici USA e le notizie poco brillanti provenienti dall'Eurozona. Restano dubbi sulla sostenibilità della narrazione economica favorevole negli Stati Uniti, in quanto influenzerebbe rendimenti e prospettive del dollaro nel 2024.

Gli investitori sono concentrati sull'inizio dei tagli dei tassi. La BCE ha dichiarato che c'è un «ampio consenso» sul fatto che sia prematuro discutere di tagli dei tassi di riferimento nella riunione di gennaio, ma non c'è dubbio che la direzione sia quella. La Presidente della BCE Christine Lagarde ha deluso le aspettative del mercato, sottolineando l'importanza di disporre di maggiori dati e di essere più avanti nel processo di disinflazione.

Grafico 1: L'inflazione svizzera rallenta a sorpresa



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 14 febbraio 2024

Grafico 2: I rialzisti sul dollaro tornano alla carica



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 14 febbraio 2024

16 Previsioni

Economia e mercati finanziari 2022 – 2025

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

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

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

TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %)	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
EUR	2,50	4,50	4,50	4,25	3,25
USD	4,50	5,50	5,50	5,15	3,90
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,02	0,05
GBP	3,50	5,25	5,25	5,05	3,85
CHF	1,00	1,75	1,75	1,60	1,16
AUD	3,10	4,35	4,35	4,35	3,70
CNY	3,65	3,45	4,35	4,25	-

RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO, 10 ANNI (IN %)	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
EUR (Germania)	2,6	2,0	2,38	2,19	2,15
USD	3,9	3,9	4,27	3,87	3,69
JPY	0,4	0,6	0,74	0,85	0,95
GBP	3,7	3,5	4,09	3,79	3,55
CHF	1,6	0,7	0,91	0,85	0,96
AUD	4,1	4,0	4,19	4,27	3,87

TASSI DEI CAMBI	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
CHF per EUR	0,99	0,93	0,95	0,96	-
CHF per USD	0,94	0,84	0,88	0,87	-
CHF per 100 JPY	0,72	0,60	0,59	0,61	-
CHF per GBP	1,12	1,07	1,11	1,10	-
USD per EUR	1,06	1,10	1,08	1,10	-
JPY per USD	130,00	141,00	150,00	142,00	-
USD per AUD	0,67	0,68	0,65	0,68	-
GBP per EUR	0,88	0,87	0,85	0,86	-
CNY per USD	6,91	7,10	7,19	7,13	-

MATERIE PRIME	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
Brent, USD per barile	86	77	83	83	83
Oro, USD per oncia troy	1'824	2'063	2'005	2'050	2'115
Rame, USD per tonnellata metrica	8'372	8'559	8'314	8'500	9'091

¹ Ultimo trimestre disponibile

² Ultimo mese disponibile, dati G20 solo trimestrali

Fonte: Vontobel, rispettivi uffici di statistica e banche centrali; al 16 febbraio 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 impreviste, ad esempio, a causa dell'emergere di pressioni competitive, variazioni nella domanda di prodotti di un emittente, sviluppi tecnologici, attività macroeconomica, oscillazioni del tasso di cambio o addirittura una modifica nella concezione morale di una società. Eventuali modifiche a livello di normativa o legislazione fiscale possono avere conseguenze gravi e impreviste. La discussione relativa ai metodi di valutazione e ai fattori di rischio non ha pretesa di essere esaustiva. Per ulteriori commenti/informazioni sugli approcci metodologici utilizzati nella nostra analisi finanziaria e sul sistema di rating, si rimanda a vontobel.com/CH/EN/Companies-institutions-research-equity-research.

Fondamento e metodi di valutazione

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

2. Disclaimer e fonti

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

