

Vontobel

Investors' Outlook

È ora di una pausa

Luglio 2023



3 Editoriale

4 Strategia d'investimento

Pit stop: analisi e outlook

6 Mercato in sintesi

È ora di fare il punto

8 Viewpoint

Alla ricerca di rifugio in aziende di qualità

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*

Grant Bughman,
Client Portfolio Manager,
Quality Growth Boutique,
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
Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Vontobel
Dan Scott,
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Frequenza

Dieci edizioni l'anno
(prossima edizione settembre 2023)

Concept

MetaDesign AG

Grafica e realizzazione

Vontobel

Immagini

Gettyimages,
Vontobel

Termine ultimo per questa edizione

26 Giugno, 2023

Commenti

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

È ora di una pausa



Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Cari lettori,

siamo giunti a metà del 2023, un buon momento per fermarci a riflettere. È esattamente quello che la Federal Reserve USA ha deciso di fare il mese scorso, quando ha messo in pausa i rialzi dei tassi di interesse per la prima volta dopo 15 mesi e 10 rialzi consecutivi.

Il momento che molti aspettavano è finalmente arrivato. Ma se da un lato la Fed ha tirato il freno, per il momento, il Presidente Jerome Powell ha dichiarato che il ciclo non si è ancora concluso, ventilando la possibilità di due ulteriori rialzi nel prosieguo dell'anno.

Ma sarà vero? Questo è quello che molti investitori si stanno chiedendo, domandandosi se la Fed non stia forse bluffando: perché l'istituto avrebbe optato per una pausa se è già chiaro che la lotta all'inflazione richiederà ulteriori rialzi? Powell la vede come una possibilità per valutare l'impatto differito dell'inasprimento monetario sull'economia fino a questo momento e ha sottolineato che la Fed ha ancora molta strada da fare per riportare l'inflazione al target del 2%.

Ci aspettiamo al massimo un altro rialzo, con tagli successivi all'inizio del 2024, poiché sospettiamo che la Fed non sia mossa dal reale desiderio di alzare i tassi quanto invece dall'intenzione di evitare che i mercati scontino dei tagli aggressivi. In ogni caso, poiché il mercato del lavoro USA ha offerto un supporto solido all'economia e la recessione non si è ancora materializzata, la lotta all'inflazione rimane l'obiettivo chiave della Fed. Questo potrebbe tradursi in un allentamento della politica monetaria più tardivo del previsto. Anche se la Fed alzerà nuovamente i tassi, il ritmo sarà comunque molto più moderato.

Ci si chiede inoltre se ci sarà un atterraggio morbido, o se l'economia non atterrerà affatto. A noi sembra ovvio che la recessione stia per arrivare, eppure le valutazioni azionarie si sono mosse al rialzo a testimonianza del fatto che gli investitori non vedono grossi rischi all'orizzonte. Di fatto i titoli scambiano come se fossimo già in fase di ripresa. A nostro avviso il mood potrebbe essere un tantino troppo ottimistico, considerato l'irrigidimento degli standard di prestito.

Nell'Investors' Outlook di questo mese potrete trovare le nostre previsioni per la seconda metà dell'anno e il motivo per cui rimaniamo convinti che la recessione sia dietro l'angolo. Parleremo inoltre delle difficoltà dell'oro e del motivo per cui intravediamo opportunità di ingresso più interessanti sui mercati del credito nei prossimi 12 mesi. In questa edizione, i nostri colleghi della Boutique Quality Growth analizzano da vicino le ripercussioni della crisi del settore bancario statunitense – una conseguenza del ciclo di inasprimento monetario aggressivo.

Dopo la pausa della Fed, anche questa pubblicazione farà un pit stop per l'estate e tornerà con l'edizione di settembre. Nel frattempo, il nostro team Multi Asset continuerà a monitorare il mercato per voi, pronto a spingere sull'acceleratore laddove opportuno.

Vi auguriamo una pausa rigenerante.

→ Webcast

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



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Pit stop: analisi e outlook

Giugno si è concluso nella maniera tipica di un ciclo economico in fase finale, ossia con un giro di vite a livello di standard di prestito e condizioni finanziarie. Il mercato immobiliare USA ha iniziato a mostrare le prime crepe, seguite da alcune turbolenze nel sistema bancario. I tassi di insolvenza saranno probabilmente i prossimi a salire. Dopo una prima metà dell'anno densa di eventi, ci concentriamo ora su ciò che ci riservano i prossimi sei mesi.

Le banche centrali continuano a dettare il tono generale. L'evento più rilevante è stata la recente decisione della Fed di mettere in pausa i rialzi dei tassi, e nei prossimi mesi gli investitori continueranno a monitorare con attenzione le iniziative delle banche centrali. Ci sono numerosi elementi da considerare. Mentre la Fed ha iniziato ad ammorbidire un po' i toni, la sua controparte europea è rimasta indietro. La Banca Centrale Europea (BCE) ha infatti annunciato la possibilità di un ulteriore rialzo a luglio, ma a nostro avviso l'errore politico è dietro l'angolo: basta un rialzo di troppo per scivolare in recessione. Alcune banche centrali dei mercati emergenti, invece, hanno già iniziato a reintrodurre misure di stimolo. La People's Bank of China ha ridotto i principali tassi di

prestito di riferimento e sembra intenzionata a incentivare ulteriormente l'economia.

Un altro grande tema che interessa gli investitori è la recessione. A nostro avviso non si tratta più di capire se arriverà, bensì quando. La solidità del mercato del lavoro USA e i risparmi accumulati durante la pandemia hanno sostenuto i consumatori posticipando la recessione, che tuttavia potrebbe manifestarsi verso fine anno, leggermente più tardi rispetto alle previsioni iniziali. Questo ci induce altresì a ritenere che la Fed inizierà a tagliare i tassi nel primo trimestre del 2024, invece che nel terzo trimestre di quest'anno.

Per il momento l'inflazione dovrebbe calare, ma in ragione degli effetti base riteniamo possibile un leggero e temporaneo aumento nella seconda metà dell'anno – che tuttavia non dovrebbe rivelarsi particolarmente marcato.

In questo contesto manteniamo il nostro attuale posizionamento di portafoglio. 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. Nei prossimi mesi si prevede un taglio dei tassi da parte della Fed e una riduzione dei tassi a due e dieci anni. Confermiamo pertanto il nostro attuale posizionamento sull'obbligazionario e continuiamo a prediligere i titoli di Stato con una view sovrappesata. Questo a scapito del segmento creditizio, dove riteniamo che gli spread – soprattutto quelli dell'high yield – non riflettano adeguatamente né compensino i rischi economici incombenti. Ne consegue una view negativa sul segmento high yield e neutrale sull'investment grade. Infine, rimaniamo sovrappesati sul debito dei mercati emergenti in valuta forte.
3 Azioni				→		Per l'orizzonte di nove mesi del nostro Investment Committee, riteniamo che la politica delle banche centrali sia il principale fattore trainante dei mercati finanziari, e dovrebbe dettare l'orientamento a medio termine dell'azionario. Poiché il nostro scenario di base prevede un taglio dei tassi ad opera della Fed nel primo trimestre 2024, riteniamo ancora attuale la nostra view costruttiva sull'azionario. Manteniamo il nostro sovrappeso sull'azionario in generale. All'interno dell'asset class, continuiamo a privilegiare i mercati emergenti rispetto a quelli sviluppati, con una posizione di sovrappeso. I mercati emergenti dovrebbero beneficiare di una migliore dinamica economica, di un eventuale indebolimento del dollaro statunitense, di valutazioni meno onerose, di un differenziale di premio al rischio azionario superiore rispetto ai mercati sviluppati, e del fatto che alcune banche centrali stanno già iniziando a ridurre nuovamente i tassi di interesse, soprattutto la Cina. Nei mercati sviluppati rimaniamo neutrali sulle azioni svizzere, europee, statunitensi e giapponesi.
4 Oro				→		Continuiamo a privilegiare l'oro con un lieve sovrappeso. Da inizio anno la performance del metallo prezioso rimane impressionante, ma nelle ultime settimane si è attenuata. Ciò è dovuto non solo alle prese di profitto di alcuni investitori, ma anche ai timori di una svolta più aggressiva da parte della Fed, che ha portato a un rafforzamento del dollaro statunitense (con cui l'oro ha relazione inversa). Altro fattore è stato il recente innalzamento del tetto del debito statunitense, che ha scongiurato un default del governo, riducendo così in parte l'appeal dell'oro come «bene rifugio». L'ipotesi di lungo termine per l'oro, tuttavia, rimane invariata: si prospetta una recessione, i rischi geopolitici rimangono elevati e il dollaro e i tassi reali statunitensi (i due driver più importanti per l'oro) dovrebbero tendere al ribasso.
5 Materie prime			→			Rimaniamo neutrali sulle materie prime, dove la prospettiva di una recessione è in qualche modo compensata da vari rischi lato offerta e dal fatto che la Cina, avida consumatrice di materie prime, ha iniziato a reintrodurre stimoli.
6 Strategie alternative		→				Ribadiamo la nostra view negativa sulle strategie alternative e neutrale sull'immobiliare (moderato sottopeso sugli hedge fund e posizione neutrale sull'immobiliare).

È ora di fare il punto

Alla fine del 2022 avevamo presentato il nostro scenario economico di base per il 2023. In quel momento avevamo previsto una recessione negli USA, un calo dell'inflazione e un supporto dalle banche centrali verso fine anno. Ad oggi, questo scenario si è materializzato solo in parte.



Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel



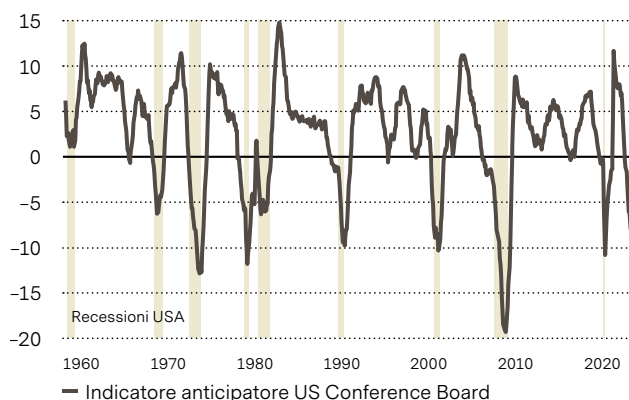
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Molte delle nostre ipotesi sulla crescita si sono rivelate corrette. Come previsto, i tassi di interesse più elevati stanno pesando sui settori sensibili come quello immobiliare e quello manifatturiero; le banche hanno irrigidito fortemente i loro standard di prestito e il motore di crescita della Cina ha iniziato a incepparsi dopo un inizio d'anno solido. Nonostante tutti questi sviluppi, la recessione negli USA non si è (ancora) manifestata. E questo è dovuto principalmente a un consumatore solido che sta offrendo supporto all'economia, nonché a un mercato del lavoro robusto e agli ampi risparmi accumulati nell'era pandemica.

Tuttavia, il fatto che la recessione non si sia ancora manifestata non significa che sia esclusa. Innanzitutto, gli effetti negativi dei rialzi dei tassi di interesse devono ancora ripercuotersi appieno sull'economia reale. Secondariamente, l'inasprimento delle condizioni di finanziamento in un'economia trainata dal credito sta iniziando a creare qualche crepa, come risulta ad esempio evidente dai premi al rischio per l'immobiliare commerciale, che sono saliti alle stelle. In terzo luogo, un supporto da fuori gli Stati Uniti appare improbabile: l'economia europea ha perso gran parte del suo slancio iniziale, mentre la ripresa economica della Cina è stata lenta. Infine, quasi tutti i principali indicatori anticipatori continuano a puntare verso una recessione imminente (grafico 1).

Grafico 1: Molti importanti indicatori anticipatori puntano a una recessione USA imminente

Variazione % annua

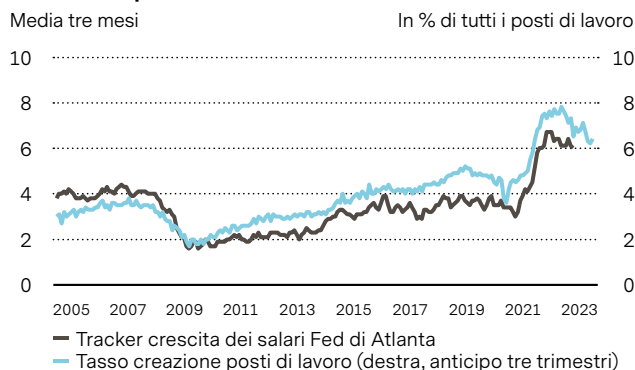


Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

La disinflazione è già in atto

Come avevamo previsto, la combinazione di effetti base (effetti tecnici che possono influire sui confronti dei livelli di prezzo in uno specifico mese rispetto allo stesso mese dell'anno precedente), politica monetaria contratta, continua normalizzazione delle filiere globali e calo dei prezzi dell'energia ha comportato una significativa riduzione dell'inflazione negli Stati Uniti. Il grafico 2 mostra che una minore pressione sui salari non richiede necessariamente un aumento della disoccupazione; è sufficiente un calo dei posti di lavoro vacanti. Anche se l'inflazione è ancora superiore al target della Fed, è ora più che dimezzata rispetto al picco. A maggio, ad esempio, si attestava «solo» al 4% su base annua. L'inflazione dei servizi, che inizialmente si è rivelata più tenace del previsto, sta a sua volta calando. I livelli di inflazione sono scesi significativamente anche nell'Eurozona (a +6,1% su base annua a maggio) e in Svizzera (a +2,2% su base annua a maggio).

Grafico 2: Il calo dei posti di lavoro vacanti è sufficiente a ridurre la pressione sui salari



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

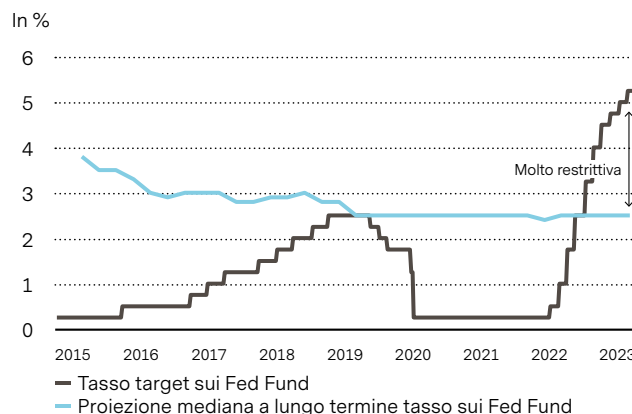
Nonostante gli effetti base del 2022 presto usciranno dal confronto anno su anno, non ci aspettiamo una sostanziale ripresa dell'inflazione nel secondo semestre. Tra le varie ragioni possiamo citare la crescita economica ancora debole, l'assenza di un forte stimolo fiscale e la politica monetaria restrittiva. La Cina, la seconda economia mondiale, potrebbe addirittura causare una deflazione importata nei prossimi mesi (i prezzi al consumo in Cina rimangono vicini allo zero percento, mentre quelli alla produzione sono già in territorio deflazionistico).

Una recessione posticipata ritarda i tagli dei tassi

La solidità del mercato del lavoro e l'assenza di una recessione (per ora) consentono alle banche centrali di focalizzarsi interamente sulla lotta all'inflazione. Di conseguenza potrebbero abbandonare l'inasprimento della politica monetaria più tardi del previsto. Ad oggi ipotizziamo un cambio di rotta da parte della Fed nel primo trimestre del 2024 (rispetto alla nostra precedente previsione per il terzo trimestre 2023).

A nostro avviso, non c'è alcun dubbio che le banche centrali torneranno ad essere più accomodanti. Perché ne siamo convinti? In primo luogo, la Fed è già molto restrittiva, anche in base ai suoi stessi standard (grafico 3). In secondo luogo, ha indicato possibili tagli dei tassi di interesse nel 2024 e nel 2025 in ragione dell'inflazione in calo. Se il livello dell'inflazione calerà più rapidamente, come prevediamo, i tagli dei tassi di interesse potrebbero iniziare prima. Infine, qualunque recessione negli USA (il nostro scenario di base) è sempre stata seguita da una riduzione dei tassi di interesse.

Grafico 3: La Fed è restrittiva, anche in base ai suoi standard



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel



Alla ricerca di rifugio in aziende di qualità

Negli ultimi mesi, il fallimento di alcune banche regionali statunitensi e la precarietà di altre sono state conseguenze accidentali di uno dei cicli di inasprimento monetario più aggressivi della storia. Le possibili implicazioni di questa situazione comprendono un ulteriore inasprimento delle condizioni finanziarie e una maggiore probabilità di un atterraggio duro. Considerato che i prossimi mesi si prospettano difficili, le società di qualità la cui redditività dipende in misura minore dai fattori macroeconomici possono offrire resilienza agli investitori.





Grant Bughman
Client Portfolio Manager,
Quality Growth Boutique,
Vontobel

L'intreccio di fattori critici che le banche si trovano oggi ad affrontare deriva dal massiccio rialzo dei tassi d'interesse con cui la Federal Reserve ha sistematicamente combattuto l'inflazione nell'ultimo anno. In primo luogo, il disallineamento della duration tra gli attivi e i passivi delle banche, che ha causato la corsa agli istituti di credito più esposti, è un problema di fiducia. In un mondo in cui i depositi possono essere trasferiti con un semplice click, la fiducia alla base di un sistema bancario a riserva frazionaria può incrinarsi più rapidamente rispetto al passato. Riteniamo che questa fiducia, seppur non totalmente ripristinata, sia stata messa in salvo grazie alle misure delle autorità di regolamentazione che hanno implicitamente sostenuto i depositi superiori alla soglia FDIC di 250.000 dollari, fornendo al contempo liquidità alle banche con deflussi di depositi. Se la fiducia continuerà a vacillare, il governo potrebbe adottare una politica più aggressiva, ad esempio garantendo tutti i depositi nel sistema bancario. Nonostante si tratti di una soluzione di ultima istanza, associata anche a fattori di rischio morali, potrebbe essere efficace per tenere sotto controllo il panico.

Dal picco della crisi toccato a marzo, i dati settimanali sui depositi non hanno evidenziato un chiaro schema dei flussi. Nel pieno dell'ondata di fallimenti delle banche della Silicon Valley, si è verificato uno spostamento dei depositi dalle banche più piccole a quelle più grandi. Questa tendenza si è poi affievolita e, fino ad oggi, i flussi sono stati disuniformi, cosa che potrebbe indicare il ritorno a una fase più calma.

La causa principale di quest'ultima crisi bancaria negli Stati Uniti è stato il disallineamento della duration tra gli attivi e i passivi degli istituti. Le banche fallite avevano una percentuale significativa di attivi in obbligazioni e prestiti a tasso fisso, che hanno ceduto valore a fronte del

rialzo dei tassi d'interesse. Sul piano contabile, il riconoscimento di queste perdite varia a seconda della categoria in cui sono classificate. Contabilità a parte, l'impatto mark-to-market sul valore degli attivi a tasso fisso è stato massiccio e ha di fatto azzerato le consistenze patrimoniali di molti istituti finanziari. Tuttavia, fino a quando le banche non saranno costrette a vendere, queste perdite non realizzate dovute al rialzo dei tassi d'interesse potranno essere recuperate. Se le banche saranno in grado di liquidare i loro depositi, le perdite sul lato degli attivi non verranno realizzate. Inoltre, il valore dei depositi bancari è aumentato per effetto del rialzo dei tassi. Poiché non tutti i depositi passeranno a conti a più elevato rendimento, dato che molti saldi sono di natura transattiva (come conti correnti utilizzati da aziende per i propri flussi di cassa), le banche potrebbero teoricamente ottenere uno spread sufficiente a compensare nel tempo le perdite su carta.

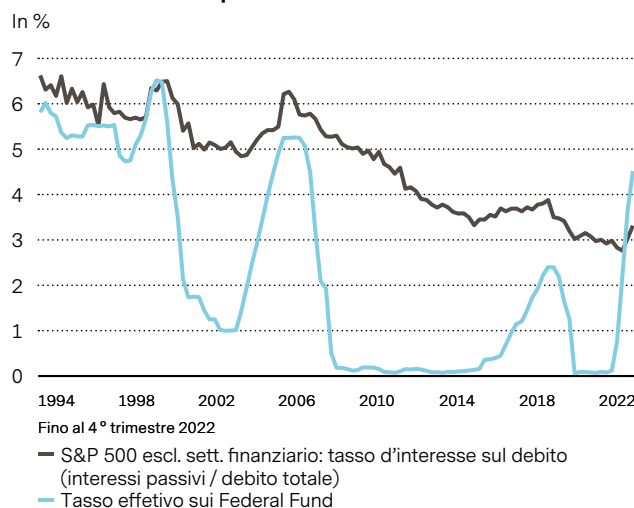
Irrigidimento delle condizioni per i prestiti

Oltre a questo problema di fiducia, le banche devono affrontare anche timori relativi al credito. I potenziali fallimenti o le riduzioni dei prestiti per immobili commerciali o proprietà al dettaglio non possono essere rettificati soltanto col passare del tempo. Le perdite su questi prestiti, infatti, potrebbero compromettere gli utili bancari per alcuni trimestri e indurre le banche ad assumersi un rischio minore, portando a un ulteriore irrigidimento delle condizioni finanziarie. Sebbene il problema influirebbe sugli utili di alcune banche, è improbabile che le perdite sarebbero così ingenti da scatenare una crisi sistemica, tuttavia non è possibile averne la certezza. Anche le implicazioni per l'economia generale sono importanti, poiché l'inasprimento delle condizioni di credito potrebbe indurre un più concreto rischio di recessione.

La crescita del credito privato registrata nell'ultimo decennio ha in parte eliminato dal sistema bancario molte delle attività di credito più rischiose, trasferendole sugli investitori che hanno puntato su strategie quali i piani pensione, aumentando la propria esposizione a questi asset alternativi. Molti dei prestiti degli ultimi anni sono stati emessi a tassi variabili che ora stanno iniziando ad essere rivisti al rialzo. Le società che si sono indebitate sono generalmente di bassa qualità, e questo fa emergere dubbi sulla loro capacità di rimborso in un contesto di tassi più elevati durante le fasi di contrazione dell'economia. Qualunque potenziale perdita non ricadrebbe sulle banche, poiché i pool di attivi sono detenuti al di fuori del sistema bancario tradizionale. Tuttavia, le banche concedono prestiti alle società di piccole dimensioni, generalmente a tassi variabili, e questo fa sì che un aumento dei tassi d'interesse crei maggiori pressioni su queste società. Infine, anche gli spread che gli istituti di credito applicano per i debiti più rischiosi potrebbero ampliarsi, andando ulteriormente a peggiorare la stretta creditizia.

L'impatto degli aumenti dei tassi d'interesse non è lo stesso sulle large cap quotate sullo S&P500 e sui debitori più piccoli o di più bassa qualità (grafico 1). Questo perché la maggior parte dell'attività creditizia avviene sul mercato obbligazionario, dove i rendimenti sono generalmente fissati al momento dell'emissione (grafico 2). Per le società che hanno assunto debiti per riacquistare azioni o acquisire fondi, il costo del debito non aumenta in modo particolarmente significativo nel corso di un anno, date le scadenze più lunghe e i tassi d'interesse fissi. Tuttavia, le società che nell'ultimo decennio hanno scommesso eccessivamente su un basso livello dei tassi per finanziare la propria crescita si troveranno maggiormente in difficoltà, dato un costo del capitale nettamente più elevato rispetto al livello a cui erano abituate.

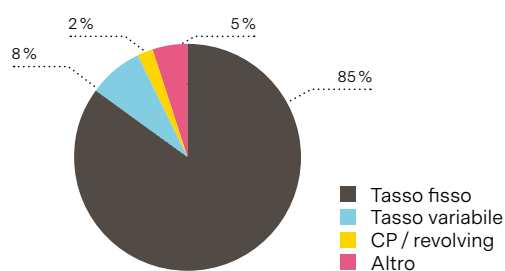
Grafico 1: S&P 500 escl. settore finanziario: tasso d'interesse sul debito rispetto al tasso effettivo sui Fed Fund



Fonte: FactSet, UBS, Board of Governors of the Federal Reserve System (US), al 31 dicembre, 2022

Grafico 2: La stragrande maggioranza del debito delle grandi società statunitensi è a tasso fisso

Struttura del debito delle società S&P 500 escl. settore finanziario



Fonte: HOLT, FactSet, ad aprile 2023

La situazione del reddito fisso



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Continuiamo a preferire l'estremo di qualità superiore del mercato obbligazionario, favorendo i titoli di Stato, ma intravediamo opportunità anche nelle obbligazioni dei mercati emergenti. Manteniamo un orientamento difensivo nell'allocazione creditizia in generale rispetto ai titoli di Stato, con una posizione neutrale sulle obbligazioni IG e un sottopeso sull'HY.

Pur ritenendo interessante il potenziale di rendimento assoluto nel mercato obbligazionario, riconosciamo che non tutte le aree del mercato si equivalgono. Preferiamo i segmenti più difensivi e di qualità superiore del mercato, come i Treasury, perché ad oggi offrono valutazioni interessanti, reddito e una buona liquidità. Il rallentamento dell'economia è destinato a creare qualche perturbazione e a nostro avviso il fattore liquidità rappresenta un vantaggio aggiuntivo, perché consente di passare in maniera rapida ed efficiente alle aree più rischiose del mercato quando i titoli rifletteranno appieno l'impatto di una politica monetaria più rigida.

Rendimenti dei Treasury interessanti

A nostro avviso, le valutazioni dei Treasury sono interessanti. Analizzando il rendimento dei Treasury decennali e dividendolo nelle sue componenti (reale e di compensa-

zione per l'inflazione), riteniamo che abbia raggiunto il livello massimo a ottobre 2022, con un rendimento reale a 10 anni dell'1,66% e un tasso di inflazione di breakeven del 2,59%. Oggi il rendimento reale del decennale è solo di pochi punti base inferiore al picco, mentre l'elemento di compensazione per l'inflazione dei rendimenti obbligazionari ha perso considerevolmente terreno. Di conseguenza, a meno di un rialzo persistente dell'inflazione (che non riteniamo plausibile) la componente di compensazione per l'inflazione dei rendimenti obbligazionari difficilmente registrerà grossi incrementi. A nostro avviso i rendimenti nominali dei Treasury hanno poco margine di rialzo, considerando i tassi reali già elevati (grafico 1).

Sottopeso sull'high yield

L'assenza di valutazioni interessanti, i maggiori rischi ciclici per la redditività delle aziende e i rischi di declassamenti e default associati ci inducono a mantenere il nostro sottopeso sull'high yield. I mercati creditizi non sembrano più preoccupati di un'imminente recessione di quanto lo fossero nella seconda metà del 2022. La tesi a favore di una recessione è semplice: la curva dei rendimenti invertita indica un irrigidimento eccessivo della politica monetaria da parte della Fed, mentre il crollo dei prezzi del petrolio e l'inasprimento degli standard di prestito suggeriscono un indebolimento dell'economia. Storicamente, il declino della domanda di prestiti e l'inasprimento delle condizioni di finanziamento avvengono solo pochi mesi prima, o durante, una recessione. Ciononostante, le obbligazioni corporate si stanno rivelando sorprendentemente solide (grafico 2), con una buona tenuta, e gli spread creditizi rimangono stabili. Ci aspettiamo dunque un aumento degli spread creditizi e opportunità di ingresso più favorevoli nei prossimi 12 mesi.

Grafico 1: Rischi di ribasso per i rendimenti nominali

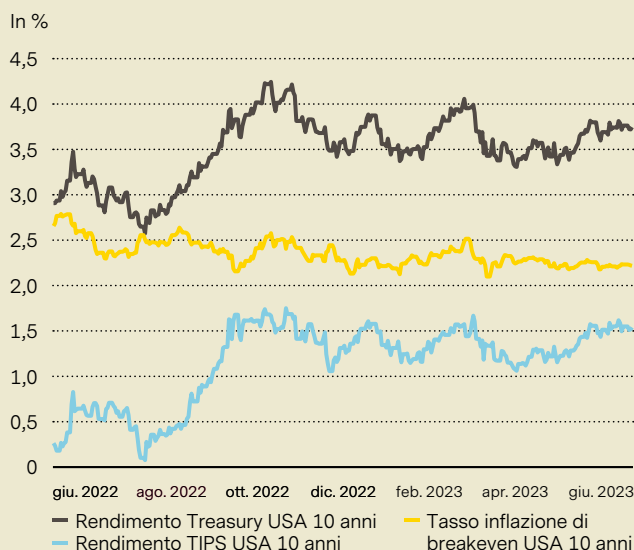
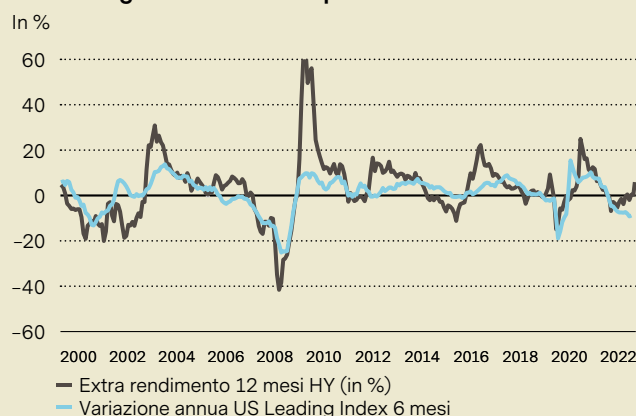


Grafico 2: Extra rendimenti delle obbligazioni corporate diversi dagli indicatori anticipatori



Quanto è sostenibile l'incursione dell'azionario in area rialzista?



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Nel primo semestre, i mercati azionari globali sembrano aver scalato il proverbiale «muro della paura». Al momento di scrivere, l'indice MSCI ACWI, il principale indice azionario globale di MSCI, ha guadagnato oltre il 10% da inizio anno e, con un +25% circa dal minimo di ottobre, si trova chiaramente in territorio rialzista.

I mercati hanno proseguito la loro avanzata nella prima metà di giugno, ancora una volta trainati da titoli growth, quality e large cap. La performance è stata ulteriormente incentivata dalla convinzione degli investitori che i picchi minimi degli utili siano già stati raggiunti.

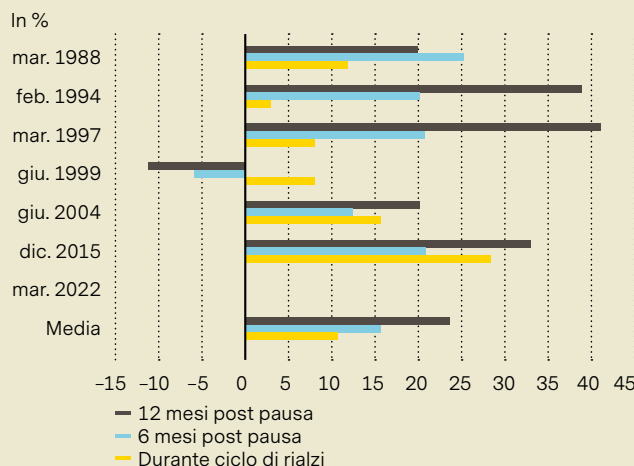
Giugno è stato un mese denso di eventi sul fronte macroeconomico, in particolare con il cambiamento di rotta della Fed che ha messo in pausa il ciclo di rialzi dei tassi dopo 15 mesi. Storicamente, questa mossa ha sempre determinato risultati positivi nei 6-12 mesi successivi (see chart 1). Inoltre, l'accordo raggiunto sull'innalzamento del tetto del debito negli USA ha aiutato a risollevare significativamente il sentiment degli investitori (see chart 2). La seconda metà di giugno ha visto un moderata volatilità nei mercati azionari, avvenuto mentre la Fed ha ventilato la possibilità di ulti-

riori rialzi dei tassi dopo la pausa di giugno e in assenza di catalizzatori a breve termine. I dati macro globali scoraggianti, che insieme a curve dei rendimenti stabilmente invertite suggeriscono una recessione tardiva ma inesorabile, hanno a loro volta penalizzato il sentiment.

Qual è la nostra previsione? In passato non è stato inusuale assistere a rally di mercato vicini al 30% durante periodi di inversione della curva dei rendimenti, che nella maggior parte dei casi hanno preceduto una recessione. Tuttavia, a livello strutturale e sotto il profilo bottom-up, è difficile comparare questi rally odierni con situazioni viste nel passato. Considerando la carenza di profondità dei mercati (solo un piccolo numero di azioni quality, growth e large cap ha sovraperformato quest'anno) è opportuno mettere in prospettiva anche i multipli di valutazione. Inoltre, riteniamo difficile trovare una prova credibile del fatto che i «mercati ristretti» siano necessariamente di cattivo auspicio per l'azionario. Aggiungiamo il fatto che rispetto al passato i mercati azionari sono divenuti molto più efficienti, strutturalmente solidi, e le aziende hanno una buona generazione di cassa e sono meno indebitati. Utili prevedibili e sostenibili hanno acquisito estrema importanza dallo scorso ottobre per gli investitori, e questo non ci sorprende in periodi di debolezza economica o recessione imminente. Mentre ci avviciniamo verso la seconda metà dell'anno, questa tendenza potrebbe proseguire alla luce dei crescenti rischi macroeconomici.

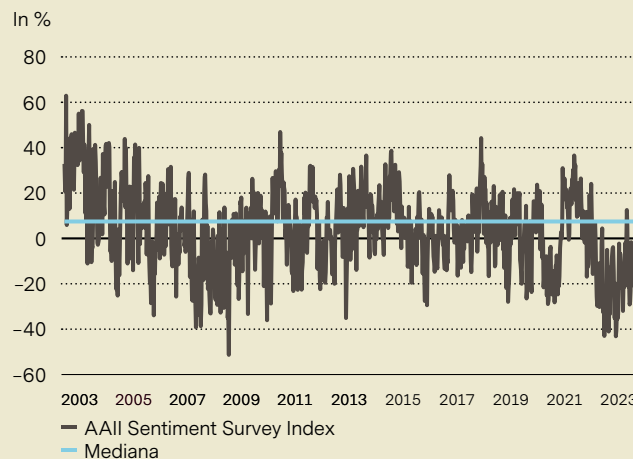
Considerando il nostro orizzonte di investimento di nove mesi e la prospettiva di una virata della Fed nel primo trimestre 2024, riteniamo ancora giustificata una view favorevole sull'azionario.

Grafico 1: Rendimenti S&P 500 durante e dopo cicli di rialzi dal 1988



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafico 2: I rialzisti superano i ribassisti di oltre il 20%



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

Venti contrari per l'oro



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

La performance dell'oro da inizio anno è ancora molto positiva. Di recente, tuttavia, il metallo giallo ha perso un po' del suo smalto.

Le ragioni sono varie. In primo luogo, dopo l'innalzamento del tetto del debito a inizio giugno, gli USA sembrano essere riusciti a evitare un default. In secondo luogo, l'incontro tra il Presidente cinese Xi Jinping e il Segretario di Stato USA Antony Blinken ha alimentato la speranza di un riavvicinamento tra le due superpotenze. Entrambi gli sviluppi potrebbero aver contribuito a ridurre la propensione per i beni rifugio (grafico 1).

Un'altra ragione chiave potrebbe essere l'approccio restrittivo delle principali banche centrali. Ad esempio, il Presidente Powell ha dichiarato all'ultima riunione della Fed che nessuno dei membri votanti prevedeva un taglio dei tassi entro fine anno. Un ulteriore inasprimento monetario sfavorirebbe chiaramente l'oro, perché l'aumento dei tassi di interesse (reali) farebbe salire il costo opportunità del detenere un asset esente da interessi.

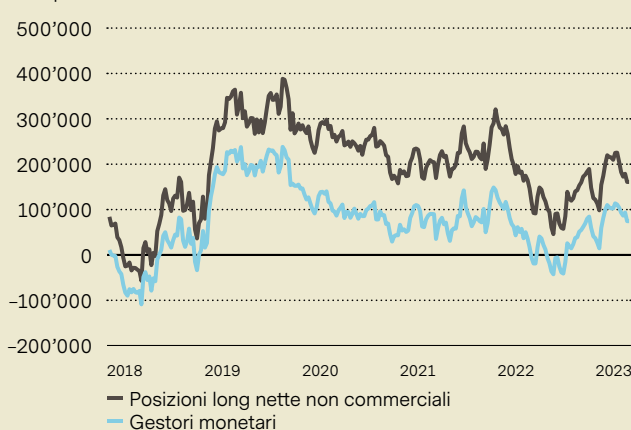
Qualche giorno dopo, Powell ha ribadito il suo messaggio nel discorso semestrale dinanzi al Congresso: l'inflazione è rimasta troppo elevata e potrebbe essere necessario un ulteriore giro di vite. Le altre banche centrali di tutto il mondo seguono lo stesso approccio. La Bank of England, ad esempio, ha sorpreso con un rialzo superiore alle previsioni (50 punti base) mentre la Banca Nazionale Svizzera ha rallentato il ritmo ma preannunciato ulteriori rialzi. La retorica aggressiva della banca centrale ha incentivato ulteriormente i rendimenti obbligazionari USA e le aspettative inflazionistiche – e con esse il dollaro USA (che ha con l'oro una relazione inversa).

Sul piano fisico, anche la domanda sembra in fase di stallo. I principali consumatori cinesi stanno esercitando maggiore cautela, dato l'indebolimento dell'economia nazionale. Le vendite di oro e argento in Cina sono salite «solo» del 24% su base annua a maggio, molto meno rispetto ai mesi precedenti.

Ad ogni modo riteniamo che l'oro ricomincerà a brillare presto. Innanzitutto, la virata politica della Fed, che ha sempre favorito i prezzi dell'oro, è solo posticipata e non certo esclusa (grafico2). Se la storia può insegnarci qualcosa, quando si manifesta una recessione negli USA (che fa parte del nostro scenario di base), la Fed procede a tagliare i tassi. In secondo luogo, la Cina sta iniziando a stimolare l'economia, e anche questo dovrebbe offrire un certo supporto. E da ultimo, ma non per importanza, il rischio geopolitico è destinato a rimanere elevato.

Grafico 1: Gli speculatori hanno in parte abbandonato il metallo giallo

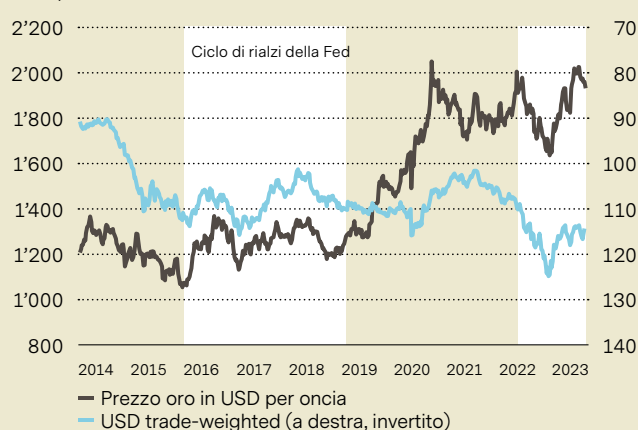
USD per contratti



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafico 2: La fine del ciclo di rialzi della Fed è sempre positiva per l'oro

USD per oncia



Fonte: Refinitiv Datastream, Vontobel

La crisi ciclica del dollaro USA non è finita



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Il mese scorso il dollaro statunitense, misurato in base allo US Dollar Index, si è deprezzato di un punto percentuale circa (grafico 1) e ha ceduto oltre il 10% dal livello più alto raggiunto quest'anno. Questo nonostante la risolutezza della Fed, che ha comunicato ai mercati finanziari la sua strategia di «tassi più alti più a lungo».

Con la contrazione dei differenziali di rendimento, il dollaro dovrebbe deprezzarsi. Ci aspettiamo un indebolimento dell'attività economica e un rallentamento dell'inflazione negli USA. Questo dovrebbe dare ai mercati la certezza che ci sarà al massimo un ulteriore rialzo dei tassi di interesse, innescando speculazioni su una prossima virata accomodante. Il vantaggio a livello di tassi di interesse degli USA rispetto ai Paesi del G10 si ridurrà quando la Fed interromperà e infine invertirà la sua campagna di inasprimento (grafico 2).

La tesi rialzista per l'euro

L'euro ha recuperato terreno rispetto al dollaro, invertendo gran parte della flessione archiviata durante il sell-off di maggio. Dopo aver toccato un minimo di 1,0635 a fine maggio, l'euro è risalito superando 1,09, avvicinandosi all'estremo più alto dell'intervallo da inizio anno, compreso tra 1,05 e 1,10. Il pattern di picchi massimi (a gennaio e aprile) e minimi (a marzo e maggio) più elevati fino a questo momento dell'anno sottolinea che il trend rialzista è ancora in atto.

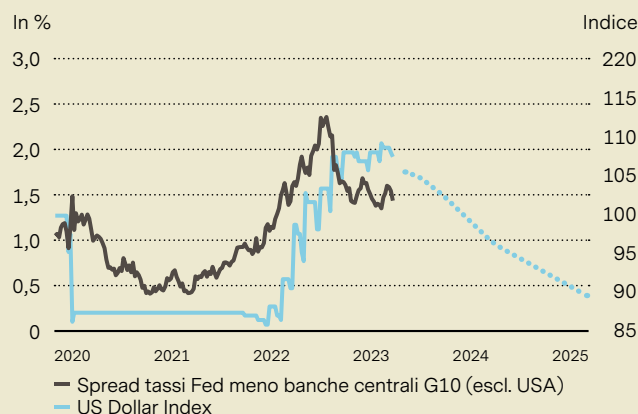
La BCE è stata piuttosto lenta a irrigidire la politica. Non ci sorprende che l'inflazione nell'Eurozona stia superando quella degli USA, con la BCE più indietro rispetto alla Fed. Pur essendo molto probabile che i tassi statunitensi raggiungeranno un picco più alto rispetto a quelli della BCE, quest'ultima probabilmente starà ancora spingendo sul pedale dell'inasprimento quando la Fed inizierà a cambiare rotta. Per questo i differenziali di rendimento relativi dovrebbero confermare un maggiore potenziale di rialzo per l'euro.

Grafico 1: La ritirata del dollaro



Fonte: Bloomberg, Vontobel

Grafico 2: L'eccessivo vantaggio di rendimento USA si ridurrà



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

INFLAZIONE	2021	2022	ATTUALE ²	CONSENSUS 2023	CONSENSUS 2024
Globale (G20)	3,5	7,3	6,3	5,2	3,70
Eurozona	2,6	8,4	6,1	5,5	2,50
USA	4,7	8,0	4,0	4,1	2,60
Giappone	-0,3	2,5	3,2	2,8	1,50
Regno Unito	2,6	9,1	8,7	7,1	2,90
Svizzera	0,6	2,9	2,2	2,4	1,50
Australia	2,9	6,6	7,0	5,6	3,20
Cina	0,9	2,0	0,2	1,5	2,25

TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %)	2021	2022	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
EUR	-0,50	2,00	3,50	3,76	3,45
USD	0,25	4,50	5,25	5,35	4,25
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,09	-0,08
GBP	0,25	3,50	5,00	5,00	4,50
CHF	-0,75	1,00	1,75	1,81	1,62
AUD	0,10	3,10	4,10	4,50	3,90
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	2,29	2,41	2,20
USD	1,5	3,9	3,68	3,53	3,38
JPY	0,1	0,4	0,36	0,59	0,64
GBP	1,0	3,7	4,28	3,98	3,54
CHF	-0,1	1,6	0,89	1,20	1,09
AUD	1,7	4,1	3,95	3,95	3,51

TASSI DEI CAMBI	2021	2022	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS FINE 2024
CHF per EUR	1,04	0,99	0,97	0,98	1,00
CHF per USD	0,91	0,94	0,90	0,90	0,91
CHF per 100 JPY	0,79	0,72	0,63	0,68	0,70
CHF per GBP	1,23	1,12	1,14	1,13	1,14
USD per EUR	1,14	1,06	1,09	1,10	1,12
JPY per USD	115,00	130,00	143,00	133,00	130,00
USD per AUD	0,73	0,67	0,67	0,68	0,70
GBP per EUR	0,84	0,88	0,85	0,87	0,88
CNY per USD	6,37	6,91	7,23	6,98	6,89

MATERIE PRIME	2021	2022	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
Brent, USD per barile	79	86	74	83	88
Oro, USD per oncia troy	1'829	1'824	1'932	1'950	1'997
Rame, USD per tonnellata metrica	9'720	8'372	8'391	8'500	8'983

¹ Ultimo trimestre disponibile

² Ultimo mese disponibile, dati G20 solo trimestrali

Fonte: Vontobel, rispettivi uffici di statistica e banche centrali; al 26 giugno 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

