

Vontobel

Investors' Outlook

Alla ricerca di stabilità

Novembre 2023

2 Indice



3 Editoriale

4 Strategia d'investimento

Buone notizie, cattive notizie, pessime notizie

6 Mercato in sintesi

Uno sguardo da vicino al Medio Oriente

8 Viewpoint

La bussola della qualità

12 Asset class sotto la lente

16 Previsioni

Impressum

Pubblicazione a cura di

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo

Editor

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

Autori*

JP Britz,
Portfolio Manager, Multi-Asset Strategy,
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 and FX Strategist,
Vontobel

Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Dan Scott,
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Frequenza

Dieci edizioni l'anno
(prossima edizione dicembre 2023)

Concept

MetaDesign AG

Grafica e realizzazione

Vontobel

Immagini

Gettyimages,
Vontobel

Termine ultimo per questa edizione

8 novembre, 2023

Commenti

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

Alla ricerca di stabilità



Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Cari lettori,

all'inizio di ottobre, l'ultima esplosione di violenza nel Medio Oriente ha catturato l'attenzione di tutto il mondo, alimentando preoccupazioni legate al tragico bilancio di vite umane e alla possibilità che il conflitto si allarghi ad altre aree della regione.

Di conseguenza, gli investitori si sono orientati in misura crescente verso i beni rifugio, come l'oro o il dollaro USA, e la comunità finanziaria sta monitorando con attenzione i prezzi del petrolio e una possibile riaccensione dell'inflazione. Adottiamo anche noi lo stesso approccio e riteniamo sia meglio mantenere un posizionamento prudente e valutare attentamente non solo la situazione geopolitica ma anche i possibili danni economici derivanti dalla rigidità delle attuali condizioni finanziarie, prima di prendere iniziative.

Dobbiamo altresì considerare il contesto economico più ampio. Gli investitori che hanno cercato di valutare lo stato dell'economia statunitense si sono trovati dinanzi a segnali contrastanti. Chiaramente l'economia si sta dimostrando solida e finora ha scongiurato la recessione.

Alcune società, in particolare quelle attive nei settori di consumo, hanno superato le aspettative e rivisto al rialzo le loro previsioni. Dall'altro lato, i tassi di default sono in aumento e i prestiti ai privati e alle imprese iniziano a salire alle stelle. Il mercato del lavoro e i consumatori non sembrano risentire particolarmente dei rialzi dei tassi, ma il mercato immobiliare sta pagando un prezzo molto elevato. E tutti i dati che sottolineano la continua solidità dell'economia statunitense allontanano la possibilità di un taglio dei tassi, con la prospettiva che i rendimenti dei Treasury rimarranno a livelli elevati.

Di fronte a questi segnali eterogenei, gli investitori sono confusi e indecisi. Alcuni sono più ottimisti e prevedono una recessione di breve durata e lieve entità, che potrebbe offrire opportunità a livello di prezzi. Altri invece sono pronti al peggio, convinti che ci troviamo nell'occhio del ciclone e che la situazione si aggraverà ulteriormente. Ribadiamo il nostro quadro recessionistico e riteniamo in ogni caso prematuro apportare modifiche al portafoglio.

Mentre ci avviamo verso l'ultima parte dell'anno, vale la pena menzionare che i mercati obbligazionari hanno dovuto affrontare un altro anno difficile, ma ciò che dobbiamo chiederci adesso è se i rendimenti abbiano raggiunto il picco. Gli investitori miliardari Bill Ackman e Bill Gross hanno recentemente chiuso le loro view ribassiste sull'obbligazionario, citando rispettivamente il rallentamento dell'economia e l'imminenza di una recessione.

In questo Investors' Outlook troverete un'analisi del conflitto nel Medio Oriente con uno sguardo alle implicazioni per gli investitori, un approfondimento sull'investimento quality come filosofia d'investimento e le nostre view sui metalli industriali e l'oro.

Rimaniamo vigili e pronti ad adeguarci alle mutevoli dinamiche del mercato in vista di eventuali difficoltà sul fronte economico e geopolitico.

→ Webcast

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



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Buone notizie, cattive notizie, pessime notizie

Ottobre è stato un mese di «buone notizie» che hanno tuttavia avuto implicazioni negative, ad esempio il report sull'occupazione USA decisamente migliore del previsto o l'indice ISM manifatturiero quasi in territorio espansivo, che hanno indotto a temere che la US Federal Reserve (Fed) terrà i tassi di interesse elevati più a lungo o li alzerà ulteriormente. Ma ci sono state anche notizie pessime, tra cui la violenta esplosione del conflitto in Israele.

Partiamo dalle buone notizie che si sono tradotte in cattive notizie. In conseguenza dei dati economici positivi, i rendimenti dei Treasury USA a 10 anni hanno superato il 5%, come i rendimenti dei trentennali – un livello che non si raggiungeva dal periodo della crisi finanziaria globale. Questo potrebbe diventare un problema, perché l'aumento dei rendimenti obbligazionari si traduce in un incremento dei costi di finanziamento a carico di imprese e governi. Nel corso del processo, qualcosa generalmente si rompe. Basti pensare al crollo del mercato azionario del 1987, allo scoppio della bolla delle dot-com nel 2000 o al taper tantrum del 2013, quando la Fed ha gradualmente ridimensionato il suo programma di quantitative

easing. Ma c'è un problema: è difficile prevedere cosa si romperà e soprattutto quando.

I membri della Fed sembrano esserne ben consapevoli. Di recente, il presidente Jerome Powell ha sottolineato «una serie di incertezze, vecchie e nuove», che «complicano» il lavoro della Fed. Dopo che la banca ha mantenuto i tassi invariati alla sua riunione di novembre, riteniamo che inizierà a tagliarli non appena la crescita economica rallenterà, probabilmente nella prima metà del 2024.

Per quanto riguarda l'energia, gli investitori già stavano facendo i conti con i problemi legati all'offerta sulla scia dei tagli alla produzione petrolifera, quando lo scoppio del conflitto in Medio Oriente ha alimentato il timore di uno shock petrolifero simile a quello degli anni Settanta. Se il conflitto rimarrà contenuto, riteniamo che l'impatto sulle quotazioni dell'oro nero sarà moderato; nel caso in cui invece dovesse allargarsi, non si può escludere un forte shock petrolifero.

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

	SOTTOPESO		NEUTRALE	SOVRAPPESO		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
1 Liquidità			→			Rimaniamo per ora neutrali sulla liquidità, ma monitoriamo il consolidamento del mercato in atto da fine luglio. Siamo pronti ad agire quando emergeranno eventuali opportunità.
2 Obbligazioni			→			Rimaniamo neutrali sul reddito fisso e manteniamo tutte le view sulle sub-asset class. Il sell-off del mercato obbligazionario, in corso da diverso tempo, ha accelerato il passo all'inizio di ottobre ed è stato perlopiù motivato dalle «buone notizie» considerate «cattive notizie», ad esempio la solidità del report mensile sull'occupazione USA e le vendite al dettaglio. Prevediamo che la Fed inizierà a tagliare i tassi nella prima metà del 2024. In un'economia in rallentamento, l'inflazione farà un passo indietro e gli investitori si renderanno presto conto del livello troppo elevato dei tassi attuali. 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.
3 Azioni			→			Rimaniamo neutrali sulle azioni e sul nostro posizionamento difensivo a livello regionale. I premi al rischio azionario sono poco interessanti a fronte di valutazioni piuttosto elevate e il drenaggio di liquidità dal sistema da parte delle banche centrali in genere non favorisce l'azionario. Riteniamo che le aspettative degli analisti siano troppo ottimistiche, soprattutto per le azioni dell'Eurozona, dove manteniamo un doppio sottopeso. La stagione di reporting del terzo trimestre è stata finora più deludente per le aziende europee rispetto a quelle statunitensi o giapponesi. L'Eurozona potrebbe divenire candidata a revisioni al rialzo laddove divenisse chiara l'imminenza di una recessione. Manteniamo il sovrappeso sull'azionario USA e svizzero, due mercati difensivi e resilienti con buona prevedibilità degli utili.
4 Oro				→		La nostra view sull'oro rimane moderatamente positiva. I tragici eventi che hanno iniziato a manifestarsi a inizio ottobre in Medio Oriente e la conseguente volatilità ne sottolineano l'importanza all'interno del portafoglio. L'oro ha probabilmente beneficiato anche del sell-off dei titoli di Stato, il che potrebbe renderlo un bene rifugio più interessante per alcuni investitori. È utile per coprirci dal rischio geopolitico ancora elevato e dal rischio che l'inflazione aumenti più del previsto.
5 Materie prime			→			Nell'ambito delle materie prime, il complesso dell'energia ha attirato grande attenzione questo mese, a causa del conflitto in Medio Oriente. In futuro, molto dipenderà dalla possibile espansione del conflitto alle altre aree della regione. A parte il prezzo del petrolio, non riteniamo particolarmente interessante l'outlook per gli altri segmenti del complesso delle materie prime. I metalli industriali, ad esempio, continuano a risentire della debolezza dell'industria manifatturiera globale e del settore immobiliare cinese. Questo, unito al nostro scenario economico di base che prevede una recessione, ci induce a mantenere una view neutrale sulle materie prime.
6 Strategie alternative			→			Ribadiamo la nostra view negativa sui fondi alternativi e neutrale sull'immobiliare (moderato sottopeso sugli hedge fund e posizione neutrale sull'immobiliare). Ne consegue una view neutrale sugli investimenti alternativi, invariata rispetto al mese scorso.

Variazioni mensili:

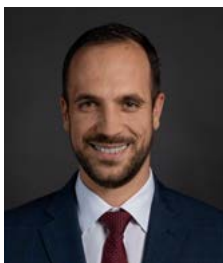
invariato →

in aumento ↗

in calo ↘

Uno sguardo da vicino al Medio Oriente

Dall'inizio di ottobre, tutta l'attenzione è rivolta al conflitto Israele-Hamas. Alla luce delle immense implicazioni sul fronte umanitario, sembra inopportuno esaminare il conflitto da una prospettiva di investimento. Riteniamo tuttavia che l'analisi sia necessaria, per poter prendere decisioni di investimento consapevoli anche in tempi di crisi. Poiché molti investitori si stanno chiedendo se il conflitto si allargherà o se ci sarà una escalation, consideriamo i principali fattori in gioco.



—
Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Quando inizialmente gli investitori hanno cercato di valutare la situazione e farsi un'idea della reazione del mercato, è stato il petrolio a finire sotto i riflettori. Mentre gli investitori temevano un aumento dei prezzi del petrolio, il greggio Brent è sceso ai livelli visti prima dell'inizio del conflitto. Anche se, secondo la US Energy Information Administration, Israele rappresenta meno dell'1% della produzione globale di petrolio (rispetto al 20% degli USA o all'11% dell'Arabia Saudita), uno sguardo allo Stretto di Hormuz ci spiega perché gli investitori temono un potenziale allargamento del conflitto. Lo Stretto collega il Golfo Persico con il Golfo di Oman e il Mar Arabico e separa l'Iran (nord) dalla Penisola arabica (sud). Ogni giorno vi passa quasi un quinto delle forniture di petrolio mondiali. Una ricaduta in altre regioni, o addirittura un blocco temporaneo dello Stretto, potrebbe avere un impatto significativo sull'approvvigionamento globale di petrolio.

Gli investitori stanno inoltre monitorando l'Iran, che è considerato un sostenitore di Hamas e ha dei collegamenti con Hezbollah in Libano.¹ All'inizio del conflitto, l'Iran si è limitato a chiedere a Israele di interrompere l'azione militare. Ma il tono del ministro degli esteri del Paese si è fatto poi più aspro, con commenti diretti nei confronti degli USA e l'avviso della possibile apertura di altri fronti. Il ministro ha inoltre fatto appello agli altri membri dell'Organizzazione della Cooperazione Islamica per imporre un embargo petrolifero e altre sanzioni a Israele.

L'Arabia Saudita, che già da qualche tempo sta cercando di diversificare la sua economia interna e attirare investitori esteri, ha interrotto le trattative per la normalizzazione dei rapporti con Israele chiedendo al Paese di interrompere l'azione militare. Pur non avendo alcun interesse a fomentare il conflitto, non ha condannato direttamente l'attacco a Israele.

Gli elementi a sfavore di un'escalation

Sebbene sia difficile prevedere come evolverà la situazione (poiché sono coinvolti molti stakeholder differenti con agende talvolta contrastanti), c'è la speranza che il conflitto rimanga contenuto a livello regionale. A differenza degli anni Settanta, quando i membri arabi dell'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC) avevano imposto un embargo petrolifero nei confronti degli Stati Uniti (grafico 1), oggi i leader restano in disparte, almeno per il momento.

Un altro fattore da considerare è che un'escalation del conflitto non è nell'interesse degli USA, perché uno shock dei prezzi del petrolio penalizzerebbe il Presidente Joe Biden alla vigilia delle prossime presidenziali (grafico 2).

Come potrebbero intensificarsi le tensioni?

Israele ha dichiarato guerra e ha mobilitato circa 360'000 riservisti. Insieme alle truppe attive, si tratta del 5,4% della popolazione di Israele, un numero nettamente superiore a quello mobilitato per la Guerra del Libano del 1982 (1,9%), per la prima Intifada del 1987 (1,8%), per la seconda Intifada del 2000 (2,8%), per la Guerra del Libano del 2006 (0,4%), o per la Guerra di Gaza del 2011 (2,3%)². Questo potrebbe indicare che Israele si sta preparando per un'operazione più ampia e a più lungo termine.

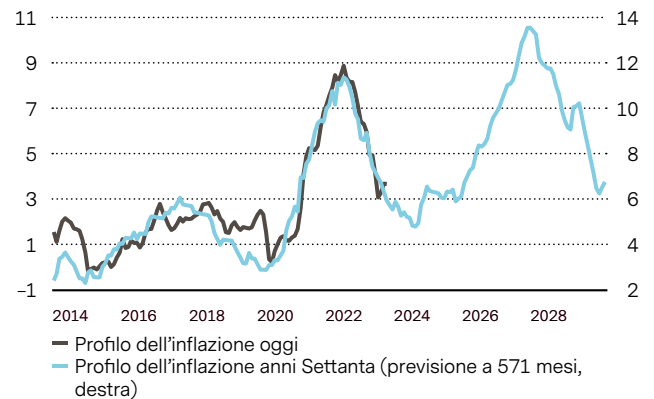
Un ulteriore elemento da considerare sono gli interessi della Russia. Pur non essendo un membro dell'OPEC in senso stretto, partecipa alle riunioni dell'organizzazione e ha supportato decisioni come il taglio alla produzione petrolifera dei mesi scorsi. A nostro avviso, c'è il rischio che la Russia taglierà nuovamente la sua produzione di petrolio, riducendo ulteriormente l'offerta.

Le implicazioni per gli investitori

1. Nel contesto attuale, riteniamo utile mantenere un posizionamento difensivo. La situazione corrente aumenta ancora di più le probabilità di una recessione (grafico 3). La recessione rimane il nostro scenario base.
2. Per gli investitori che intendono tutelarsi dalla situazione attuale, potrebbe essere utile effettuare investimenti legati al petrolio, ad esempio nell'azionario del settore energetico.
3. Per gli investitori che preferiscono orientarsi verso i beni rifugio, invitiamo a considerare l'oro piuttosto che il dollaro. Quando i conflitti nel Medio Oriente spingono al rialzo i prezzi del petrolio, la moneta statunitense ne esce in genere penalizzata (petrolio e dollaro tendono ad avere una relazione inversa).

Grafico 1: 50 anni fa, l'embargo petrolifero arabo ha aperto un capitolo doloroso della storia USA

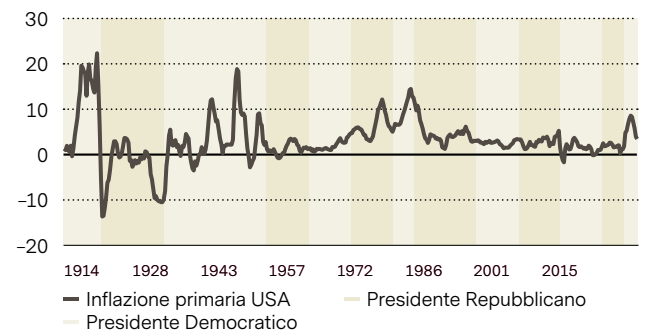
Variazione % annua



Fonte: LSEG, Vontobel

Grafico 2: L'aumento dell'inflazione è il modo principale per perdere le elezioni

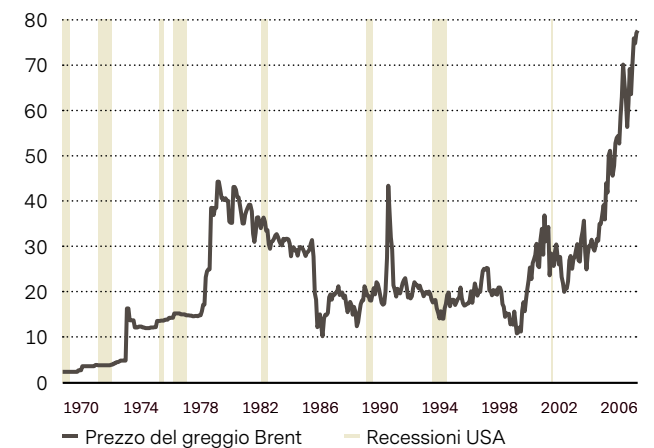
Variazione % annua



Fonte: LSEG, Vontobel

Grafico 3: Il mondo non può tollerare il caro petrolio a lungo

USD a barile



Fonte: LSEG, Vontobel

¹ L'Iran ha negato il suo coinvolgimento negli attacchi a Israele; secondo il Segretario di Stato USA Antony Blinken, non ci sarebbero prove di un coinvolgimento iraniano.

² Fonti: World Bank, Jewish Virtual Library, Israel Central Bureau of Statistics, International Institute for Strategic Studies, Six Days of War: June 1967 and the Making of the Modern Middle East (Michael Oren), The Yom Kippur War (Abraham Rabinovich).



La bussola della qualità

«Meglio acquistare una società straordinaria a un prezzo adeguato che una società adeguata a un prezzo straordinario.» Le parole scritte da Warren Buffet in una lettera agli azionisti nel 1989 racchiudono l'essenza dell'investimento quality, una strategia che mira a individuare società redditizie e di qualità con fondamentali finanziari solidi, vantaggi competitivi sostenibili e un potenziale di crescita stabile.



—
JP Britz
Portfolio Manager,
Multi-Asset Strategy,
Vontobel

Dopo un decennio di forte crescita, il mondo si trova in un contesto economico vulnerabile all'inflazione e ai rischi geopolitici, come dimostrano la pandemia di Covid-19, la guerra in Ucraina e il recente conflitto in Medio Oriente. Poiché queste condizioni incerte potrebbero permanere, riteniamo che l'epoca d'oro dell'investimento quality sia appena iniziata.

Le ripercussioni di queste incertezze economiche possono impiegare del tempo per intaccare gli utili aziendali. Quando accadrà, la stabilità e la resilienza dell'investimento quality potrebbero emergere, offrendo l'opportunità di mitigare il rischio di perdite e sfruttare il valore a lungo termine creato dalle aziende con fondamentali solidi. Focalizzandosi sulle società con stati patrimoniali stabili, utili affidabili e flussi di cassa solidi, gli investitori orientati alla qualità puntano a costruire portafogli resilienti capaci di affrontare i cicli di mercato e generare rendimenti rettificati per il rischio interessanti.

Ma cos'è esattamente l'investimento quality, e in cosa si distingue dagli stili growth e value?

Quality vs. value vs. growth¹

Se da un lato scegliere società di qualità sembra intuitivo e indispensabile per il successo di un investimento, questo particolare stile non è così diffuso e non attira la stessa attenzione degli stili value e growth. Eppure, l'investimento quality ha sovraperformato gli altri due stili nei mercati globali, per decenni. Inoltre, considerando il rapporto rischio/rendimento, lo stile quality offre storicamente rendimenti annualizzati superiori e una deviazione standard annualizzata inferiore rispetto agli stili value e growth e al mercato in generale (grafico 1).

Dunque, la domanda sorge spontanea: perché viene relegato in panchina? Il motivo sono le opinioni divergenti e spesso soggettive degli investitori su quali elementi nell'investimento quality trainino i rendimenti nel lungo periodo. Gli indici MSCI Quality che seguono questa

strategia, ad esempio, considerano tre singoli fattori: produttività finanziaria, leva ridotta e stabilità. Da parte nostra, usiamo un sistema di punteggi più ampio che considera altri fattori che riteniamo sottorappresentati o esclusi dalla metodologia MSCI.

Cosa cerchiamo

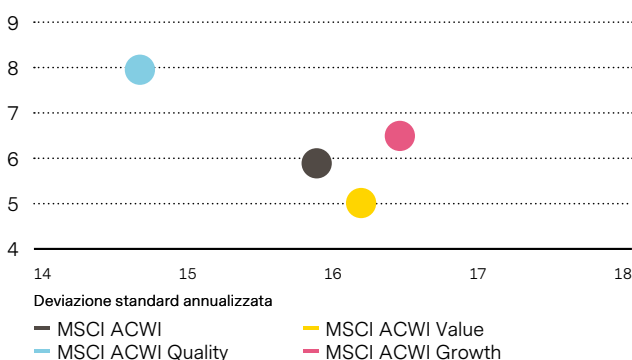
- **Qualità degli utili:** le società di qualità elevata dovrebbero evidenziare una crescita degli utili stabile e sostenibile, trainata dalle loro posizioni competitive, da un management efficace e dalla capacità di adattarsi a condizioni di mercato mutevoli. Dovrebbero avere un track record di profitti stabili ed essere meno suscettibili alla volatilità degli utili.
- **Produttività finanziaria:** la capacità di una società di impiegare il capitale in maniera efficiente e produrre un ROE stabilmente superiore alla media è spesso indicativa di un vantaggio competitivo sulle controparti. La longevità di questo vantaggio viene talvolta sottovalutata dal mercato, e questo genera opportunità. Storicamente le aziende con un rendimento sul capitale proprio e un rendimento del capitale investito superiori hanno sovraperformato le controparti (grafico 2).
- **Stabilità finanziaria:** un bilancio solido, con livelli di debito ridotti, tende a limitare la vulnerabilità di una società alle crisi economiche, consentendole di perseguire opportunità di crescita.
- **Generazione di flussi di cassa disponibili:** flussi di cassa disponibili solidi e stabili consentono alle società di reinvestire nelle loro attività, distribuire dividendi e sfruttare opportunità strategiche. Questo, in genere, offre stabilità all'azienda migliorandone la capacità di affrontare le incertezze del mercato.
- **Vantaggio competitivo (margini elevati):** le società dotate di solida riconoscibilità del marchio, proprietà intellettuale o modelli di business unici hanno potenzialmente vantaggi competitivi durevoli e possono mantenere o incrementare i loro margini di profitto grazie alle barriere all'entrata.

¹ Il fattore value comprende titoli i cui prezzi appaiono ridotti rispetto al loro valore intrinseco; il fattore growth comprende titoli i cui prezzi si ritengono trainati da una crescita abbondante di vendite e utili.

10 Viewpoint

Grafico 1: Storicamente, le società di alta qualità hanno sovraperformato con una volatilità inferiore

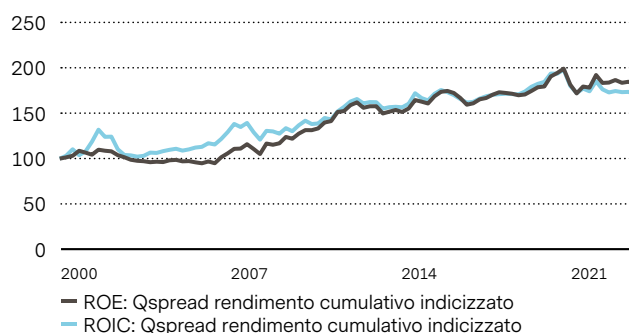
Rendimento annualizzato, in percentuale



Fonte: Bloomberg, MSCI, Vontobel. Dati dall'1 gennaio 2001 al 30 giugno 2023

Grafico 2: Uno sguardo più da vicino ai rendimenti cumulativi

Performance cumulativa, indicizzata a 100



Nota: QSpread è la differenza di performance tra il primo (Q1) e l'ultimo (Q4) quartile. I rendimenti sono poi indicizzati a 100.

Fonte: Bloomberg, MSCI, Vontobel. Quartile superiore vs. quartile inferiore, ribilanciamento trimestrale. Dati dall'1 gennaio 2001 al 30 marzo 2023

Le caratteristiche favorevoli ...

Se la storia può insegnarci qualcosa, le società di qualità tendono ad essere resilienti nelle fasi di crisi economica. Grazie alla stabilità finanziaria, agli utili sostenibili e ai flussi di cassa robusti sono in grado di affrontare condizioni di mercato difficili. E questo, in genere, consente loro di affrontare meglio le contrazioni dell'economia e ridurre il rischio di perdita per gli investitori (grafico 3).

L'investimento quality è di norma meno volatile rispetto ad altri stili di investimento. Le società di qualità hanno spesso meno oscillazioni a livello di utili, con variazioni nelle quotazioni meno marcate. Questa stabilità può dare sicurezza agli investitori e aiutare a mitigare lo stress associato alle oscillazioni del mercato, così da resistere alla tentazione di prendere decisioni di investimento avventate sulla base della volatilità del mercato a breve. Il focus sulle società con utili stabili e fondamentali solidi può instillare fiducia e incoraggiare una prospettiva a lungo termine.

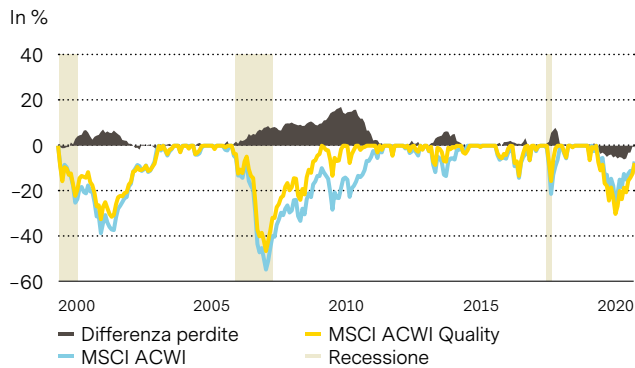
I flussi di cassa stabili e prevedibili generati dalle società di qualità, insieme alla volatilità inferiore, possono ridurre il premio al rischio, ridimensionando così il costo del capitale. Di conseguenza, le valutazioni possono essere più elevate.

Inoltre, grazie ai vantaggi competitivi e alla capacità di generare un buon flusso di cassa disponibile, queste società possono investire in ricerca e sviluppo, ampliarsi su nuovi mercati e perseguire opportunità di crescita a lungo termine. Negli orizzonti più brevi, la leadership di mercato delle società di qualità spesso non è così pronunciata: quanto più lungo è il periodo mobile considerato, tanto più frequentemente esse sovraperformano.

... e il trade-off

Ovviamente ci sono delle eccezioni. È importante notare che nessuno stile di investimento garantisce una sovraperformance stabile in ogni ciclo di business. In condizioni di mercato diverse, altri stili di investimento potrebbero risultare migliori. Nel selezionare una strategia o uno stile di investimento, gli investitori devono considerare la loro tolleranza al rischio, i loro obiettivi e il loro orizzonte temporale.

Grafico 3: Le società di qualità cedono meno terreno rispetto al mercato in generale durante le crisi economiche



Fonte: Bloomberg, MSCI, Vontobel. Dati dall'1 gennaio 2001 al 30 giugno 2023

Le prospettive di un rapido rialzo dei tassi di interesse, ad esempio, pesano maggiormente sulle società di qualità rispetto alle altre. Poiché le aziende di qualità hanno, in genere, maggiore visibilità sugli utili a lungo termine, i flussi di cassa futuri costituiscono una quota più ampia della loro valutazione. Al rialzo dei tassi di interesse, aumenta il cosiddetto fattore di sconto: i flussi di cassa futuri sono attualizzati a un tasso più elevato per determinare il fair value di una società.

E se da un lato l'investimento quality può apportare benefici a lungo termine, è importante considerare che qualunque strategia azionaria comporta dei rischi, perché le azioni sono sensibili agli eventi geopolitici e agli sviluppi finanziari ed economici che possono influire direttamente sulle condizioni di mercato, indipendentemente dalla filosofia di investimento scelta.

Performance in diversi regimi di mercato

Nei mercati rialzisti, le società di qualità possono stare al passo con il mercato grazie a una redditività superiore alla media, alle prospettive di crescita stabili e al potenziale di utili migliori del previsto.

Nei mercati ribassisti, l'investimento quality si distingue in positivo perché le società di qualità, in genere, cedono meno terreno grazie agli utili stabili e ai bilanci solidi. Hanno, inoltre, maggiori probabilità di riprendersi rapidamente quando il mercato risale, potendo sfruttare un costo del capitale minore rispetto ai competitor per acquisire quote di mercato e crescere più velocemente rispetto alle aziende di qualità inferiore.

Nei contesti inflazionistici, le società di qualità possono avere un pricing power sufficiente a trasferire i rincari ai clienti, il che aiuta ad attutire l'impatto dell'inflazione sulla loro redditività. Grazie a una solida posizione competitiva e alla fidelizzazione della clientela, possono mantenere i margini e tutelare gli utili.

L'investimento quality, incentrato sulla selezione di società di qualità elevata con solidi fondamentali finanziari e vantaggi competitivi sostenibili, è una strategia di investimento che può potenzialmente generare migliori rendimenti rettificati per il rischio stabili. Può realizzare performance positive durante le flessioni economiche, dare stabilità nelle fasi di euforia dei mercati e proteggere dall'inflazione. Se da un lato le oscillazioni delle valute e dei tassi d'interesse possono influire nell'immediato sulla performance, il focus di lungo periodo sulla stabilità finanziaria e la crescita sostenibile rende l'investimento quality un approccio interessante per gli investitori che cercano portafogli resilienti a lungo termine.

Cambiamenti importanti



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Il mercato obbligazionario ha evidenziato un sell-off storico nelle ultime settimane. I rendimenti sui Treasury a 10 anni sono saliti oltre il 5%, il livello più alto registrato dalla crisi finanziaria globale. Ma il motivo preciso rimane incerto ed è oggetto di ampio dibattito. Gli investitori stanno prendendo in considerazione diverse ipotesi, dalla prospettiva della Fed sui tassi d'interesse alla maggiore offerta di Treasury dovuta all'ampliamento del deficit, fino ad aspetti più nebulosi come il premio a termine.

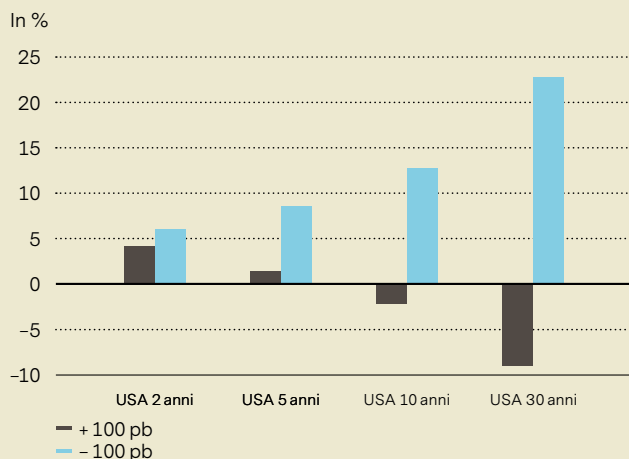
A nostro avviso, ci sono diversi fattori concomitanti che influiscono sulla situazione. La fase iniziale del cambiamento è stata innegabilmente legata al rafforzamento dell'economia USA e dei fondamentali macroeconomici sottostanti. Il mercato è passato dal prevedere una recessione ad anticipare una crescita superiore al trend. Per quanto riguarda il deficit e l'offerta, non ci sono state nuove informazioni che non fossero note già qualche mese fa. Con l'aumento dei rendimenti (grafico 1), sono probabilmente aumentate anche le aspettative di interessi passivi a livello federale, il che potrebbe aver contribuito alla pressione al rialzo sui rendimenti.

Inoltre, la retorica della Fed è molto cambiata. La riunione di ottobre del Federal Open Market Committee ha assunto toni piuttosto aggressivi. Le previsioni della Fed indicavano un ulteriore rialzo dei tassi nel corso dell'anno, con il mantenimento del tasso di riferimento a un livello sostenuto per un periodo prolungato. Il forte incremento dei rendimenti obbligazionari e il generale inasprimento delle condizioni finanziarie, tuttavia, sembrano aver fatto evolvere l'approccio della Fed. Il Vicepresidente Philip Jefferson ha infatti affermato: «Stiamo monitorando l'inasprimento delle condizioni finanziarie e il netto incremento dei rendimenti reali a lungo termine, sviluppi che stanno giocando a nostro favore, pertanto riteniamo di aver raggiunto il tanto atteso livello sufficientemente restrittivo.» Il presidente Jerome Powell, dopo la riunione di novembre, ha detto ai giornalisti che rallentare dà la possibilità di valutare «quanto dobbiamo fare ancora, se dobbiamo fare di più.» Questi commenti sembrerebbero suggerire che la fase di inasprimento potrebbe essere giunta al termine (grafico 2).

Con il deterioramento della qualità creditizia, le prospettive di extra rendimento sono scarse

A nostro avviso, i titoli corporate high yield sono poco interessanti alle valutazioni attuali, perché i maggiori costi del servizio del debito eroderanno ulteriormente la copertura dei tassi di interesse e dunque la qualità creditizia. I tassi di default stanno salendo con l'irrigidimento degli standard di prestito delle banche. Continuiamo a suggerire agli investitori obbligazionari di prestare attenzione al deterioramento dei fondamentali creditizi e alla politica monetaria restrittiva.

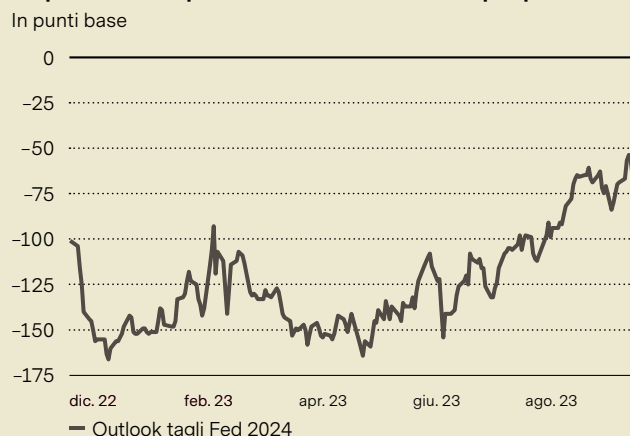
Grafico 1: Performance su 1 anno per varie scadenze, con una variazione dei rendimenti dei Treasury dell'1%*



* Ipotizzando una variazione parallela della curva

Fonte: Bloomberg, Vontobel

Grafico 2: I mercati scontano due tagli e mezzo di 25 punti base il prossimo anno come esito più probabile



Fonte: Bloomberg, Vontobel

Quando il gioco si fa duro, i duri iniziano a giocare



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Il mese di ottobre non è stato positivo per i mercati azionari. La crescente instabilità geopolitica ha esacerbato la volatilità e i rendimenti hanno registrato un rally. Solo alcuni settori, tra cui le maggiori mega cap statunitensi, sono ancora in grado di sfidare la gravità (grafico 1). Qual è la nostra previsione?

Il sentiment degli investitori è ulteriormente peggiorato e i mercati azionari hanno continuato a scendere a ottobre. Tra i vari fattori, il dato sull'inflazione statunitense di settembre è aumentato per il terzo mese consecutivo. Ciò ha rafforzato bruscamente il mantra in merito a tassi alti a lungo, che la Fed ripete da mesi, e l'eventuale necessità di ulteriori rialzi. Nella riunione di novembre la Fed ha segnalato che gli aumenti dei tassi più aggressivi degli ultimi quattro decenni potrebbero essere finiti.

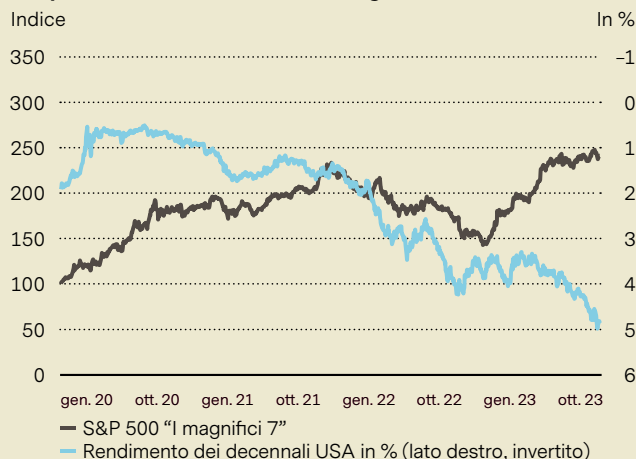
I prezzi del petrolio hanno continuato a oscillare a fronte della crescente instabilità geopolitica, innescando speculazioni su un'ulteriore ondata di inflazione. I rendimenti dei Treasury decennali USA sono balzati a livelli mai registrati dalla crisi finanziaria globale. L'aumento dei rendimenti ha raramente sostenuto i mercati azionari e gli attuali livelli di rendimento elevati implicano una

riduzione dei premi al rischio azionario. Ciò è particolarmente vero negli Stati Uniti, dove, in termini nominali, siamo prossimi allo zero. Gli investitori sono quindi poco incentivati a investire in azioni rispetto ai Treasury.

Le trimestrali in corso rappresentano un'importante verifica della realtà per le valutazioni dei titoli, che sono cresciute a partire dal quarto trimestre del 2022 e ora ci si aspetta risultati dalle società. Tutto si riduce alla domanda su quanto siano realistiche le stime di crescita per il 2024-2025, che in media dovrebbero essere prossime al 10% a livello globale, nonostante l'incombente recessione.

Su questo fronte si osserva un quadro contrastante tra regioni e settori. Le società statunitensi stanno ampiamente sovraperformando gli altri mercati, in particolare le controparti cicliche europee, con notevoli sorprese positive in termini di utili in linea con gli ultimi due trimestri. Le maggiori mega cap tecnologiche statunitensi, i cosiddetti «magnifici 7» che hanno fatto la parte del leone in termini di performance da inizio anno, hanno finora sorpreso in positivo, sia sotto il profilo degli utili che delle prospettive. Ciò fa ben sperare per il 2024, in quanto tali titoli dovrebbero rappresentare la maggior parte delle stime di crescita degli utili per azione statunitensi nel 2024. Manteniamo un posizionamento difensivo a livello regionale. La posizione neutrale sulle azioni è sostenuta dalla stagionalità tradizionalmente forte dell'ultimo trimestre (grafico 2). Per ulteriori informazioni si rimanda a pagina 5.

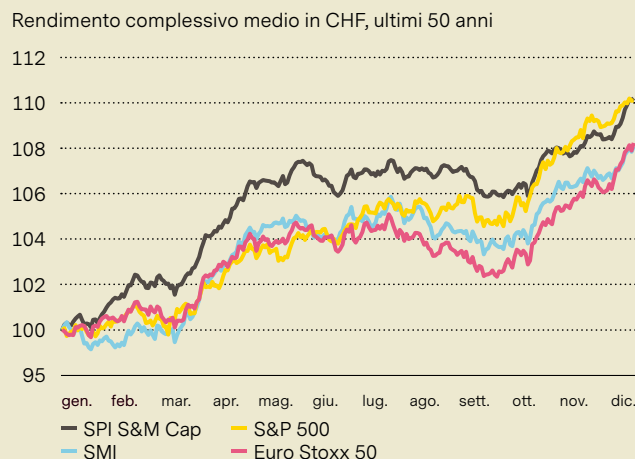
Grafico 1: «I magnifici 7»* sfidano la gravità nonostante l'impennata dei rendimenti obbligazionari



* I magnifici 7: Microsoft, Apple, Meta, Tesla, Alphabet, Amazon, Nvidia

Fonte: LSEG, Vontobel

Grafico 2: La stagionalità ha favorito gli utili dell'ultimo trimestre



Fonte: LSEG, Vontobel

L'oro torna a brillare



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Nella seconda metà di settembre, il prezzo dell'oro si è mosso in una sola direzione: al ribasso. In considerazione dell'inflazione persistente e di un'economia statunitense ancora robusta, i mercati hanno iniziato a prepararsi per una politica monetaria ostinatamente restrittiva nella principale economia mondiale. Ovviamente, si tratterebbe di uno sviluppo sfavorevole per gli asset non fruttiferi come l'oro. Tuttavia, all'inizio di ottobre l'oro ha dimostrato perché merita di occupare un posto stabile nel portafoglio.

Alla riapertura dei mercati dopo gli attacchi di Hamas del 7 ottobre, l'oro ha messo a segno un notevole rally. Prima degli attacchi, il metallo giallo scambiava a circa 1'818 dollari l'oncia e a metà ottobre ha superato i 1'990 dollari, il massimo raggiunto negli ultimi cinque mesi (grafico 1).

L'oro potrebbe, inoltre, aver beneficiato della debolezza del mercato obbligazionario. In passato, nei tempi di crisi gli investitori tendevano a tornare ai titoli di Stato di qualità elevata. Oggi, dato l'enorme sell-off in atto nel mercato obbligazionario, molti investitori sembrano considerare l'oro un bene rifugio più affidabile. Verso la fine del mese, l'attenzione degli investitori è tornata a focaliz-

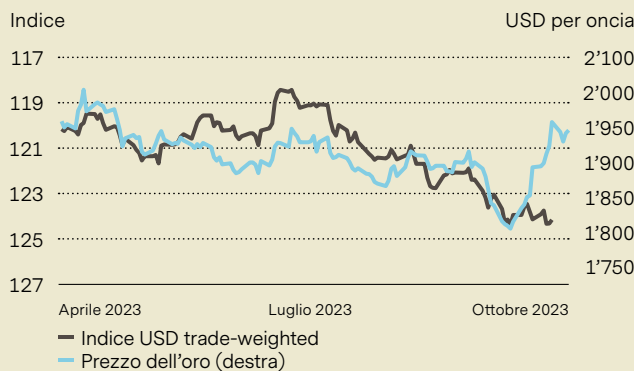
zarsi sull'economia e sulla direzione futura della politica monetaria statunitense. Secondo una stima del Bureau of Economic Analysis, il prodotto interno lordo degli USA è salito del 4,9% nel terzo trimestre, più del previsto. Anche gli ordini di beni durevoli hanno superato le previsioni. Al contempo, l'indicatore favorito della Fed per l'inflazione core – l'indice core delle spese per i consumi personali – si è mosso nuovamente al rialzo.

Tutto ciò ha determinato una leggera battuta d'arresto nel prezzo dell'oro. Tuttavia, nel contesto attuale, solamente un ridimensionamento dei rischi geopolitici, e dunque l'indebolimento della domanda di beni rifugio, potrebbe tradursi in un significativo sell-off dell'oro.

Per gli investitori in euro, nel corso dell'anno un investimento in oro è stato addirittura più remunerativo di quanto lo sia stato per gli investitori in dollari o franchi. Considerando il rischio di stagflazione in Eurozona e i rendimenti reali (regionali) inferiori, questo trend potrebbe continuare.

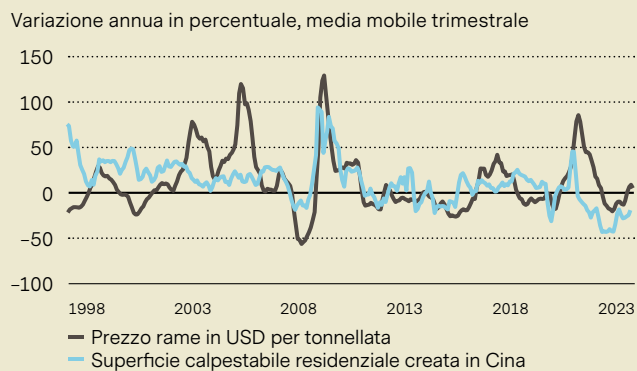
I metalli industriali, come il rame, hanno attraversato un periodo molto più difficile. Essendo utilizzato in numerosi settori – nelle costruzioni, nell'automotive o nell'energia rinnovabile – il rame viene spesso considerato un indicatore anticipatore dell'economia. Con il settore manifatturiero globale ancora debole e la crisi del mercato immobiliare cinese in atto, non sorprende che i prezzi del rame siano recentemente scesi al minimo degli ultimi undici mesi (grafico 2). A porre un ulteriore ostacolo è stata la persistente solidità del dollaro USA, che ha reso il metallo rosso più costoso in altre valute.

Grafico 1: Alla resa dei conti, ostacoli come la solidità del dollaro non contano



Fonte: LSEG, Vontobel

Grafico 2: Il rame spinto al ribasso dalla crisi dell'immobiliare cinese



Fonte: LSEG, Vontobel

Una sfera di cristallo sul futuro delle valute



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Il dollaro USA ha disatteso ogni aspettativa con una solidità incrollabile. Le notizie sulla solidità del dollaro hanno prevalso, lasciando delusi tutti coloro che avevano adottato un approccio ribassista – noi compresi.

Il diffuso ottimismo in merito alla solidità del dollaro USA è stato alimentato principalmente da dati economici robusti, che hanno fatto rivedere al rialzo le previsioni di crescita per gli Stati Uniti. Nonostante il nostro outlook ribassista, che si basa sull'ipotesi di un indebolimento dell'economia statunitense, il dollaro ha continuato a deludere a tutte le nostre previsioni. Rimaniamo comunque dell'opinione che la recessione si manifesterà nel 2024, e dovrebbe spingere la moneta al ribasso.

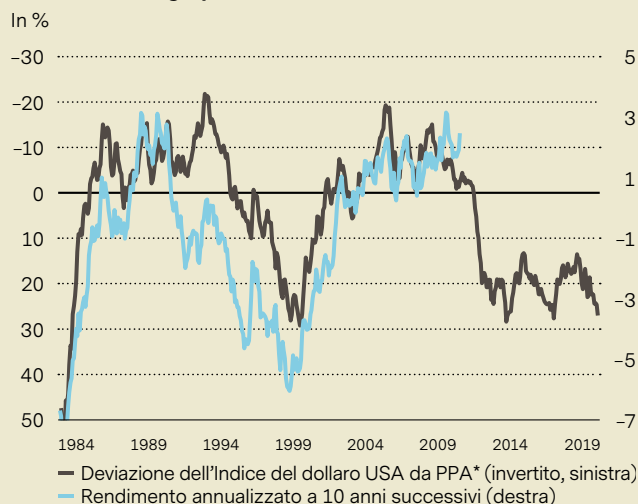
Su un orizzonte più lungo, il dollaro USA rimane strutturalmente sopravvalutato. In base al grafico 1, se il dollaro USA porterà avanti il suo andamento storico allineandosi alle altre valute dei mercati sviluppati a parità di potere d'acquisto, il suo tasso di crescita a lungo termine dovrebbe scendere nei prossimi anni.

Il trend rialzista del franco svizzero vacilla: il futuro si fa più incerto

Le prospettive della Banca Nazionale Svizzera (BNS) sul tasso di cambio del franco si sono modificate lo scorso anno. Un aggiustamento era prevedibile, perché le preoccupazioni legate all'aumento dell'inflazione si sono imposte sui precedenti timori associati alla deflazione. Per un'economia aperta e di dimensioni ridotte come la Svizzera, una moneta più debole è favorevole quando la deflazione è la principale preoccupazione a livello macroeconomico. La solidità del franco ha tuttavia avuto effetti deflazionistici positivi, contribuendo a portare l'inflazione al di sotto del target più velocemente rispetto ad altri Paesi sviluppati.

Dopo oltre dieci anni di acquisti di valuta estera finalizzati a gestire la solidità del franco, la BNS ha modificato il suo approccio lo scorso anno in ragione dell'impennata dell'inflazione globale (grafico 2). In parte a causa di questi provvedimenti, da allora il franco ha evidenziato un marcato apprezzamento. Con il calo delle preoccupazioni legate all'inflazione e una minaccia di recessione più concreta, i benefici della continua solidità del franco diverranno più incerti dal punto di vista della politica monetaria.

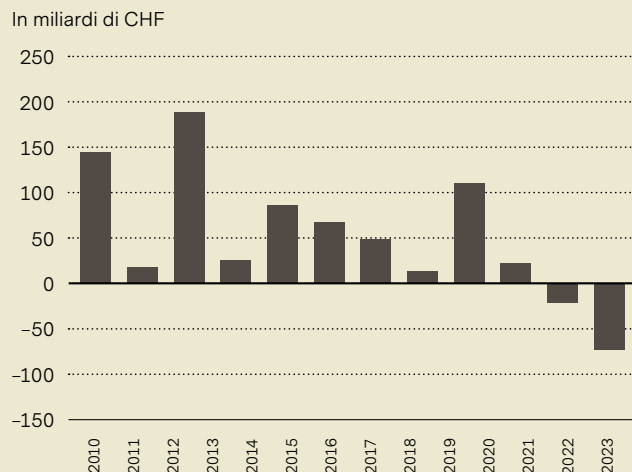
Grafico 1: Le valutazioni indicano una debolezza del dollaro nel lungo periodo



* Parità di potere d'acquisto

Fonte: Bloomberg, Vontobel

Grafico 2: Interventi della BNS



Fonte: BNS, Bloomberg, Vontobel

Economia e mercati finanziari 2021 – 2024

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

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

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

TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %)	2021	2022	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
EUR	-0,50	2,00	4,00	3,98	3,30
USD	0,25	4,50	5,50	5,50	4,45
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,08	-0,03
GBP	0,25	3,50	5,25	5,30	4,55
CHF	-0,75	1,00	1,75	1,77	1,47
AUD	0,10	3,10	4,10	4,35	3,80
CNY	3,80	3,65	4,35	4,25	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	2,85	2,51	2,28
USD	1,5	3,9	4,87	4,3	3,77
JPY	0,1	0,4	0,88	0,79	0,83
GBP	1,0	3,7	4,57	3,96	3,6
CHF	-0,1	1,6	1,14	1,11	1,02
AUD	1,7	4,1	4,81	4,26	3,88

TASSI DEI CAMBI	2021	2022	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
CHF per EUR	1,04	0,99	0,95	0,97	1,00
CHF per USD	0,91	0,94	0,90	0,90	0,89
CHF per 100 JPY	0,79	0,72	0,60	0,64	0,67
CHF per GBP	1,23	1,12	1,09	1,12	1,14
USD per EUR	1,14	1,06	1,06	1,08	1,12
JPY per USD	115,00	130,00	150,00	140,00	133,00
USD per AUD	0,73	0,67	0,63	0,66	0,70
GBP per EUR	0,84	0,88	0,87	0,87	0,88
CNY per USD	6,37	6,91	7,32	7,20	6,93

MATERIE PRIME	2021	2022	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
Brent, USD per barile	79	86	90	88	86
Oro, USD per oncia troy	1'829	1'824	1'986	1'950	1'995
Rame, USD per tonnellata metrica	9'720	8'372	7'986	8'515	9'000

¹ Ultimo trimestre disponibile

² Ultimo mese disponibile, dati G20 solo trimestrali

Fonte: Vontobel, rispettivi uffici di statistica e banche centrali; al 27 ottobre 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 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

