

Investors' Outlook

**Taglio! Passiamo alla
prossima scena**



Febbraio 2024



3 Editoriale

4 Strategia d'investimento

La trama del 2024

6 Mercato in sintesi

I consumatori statunitensi continueranno
a essere gli attori non protagonisti dell'economia?

8 Viewpoint

Riflettori puntati sulla rivoluzione digitale
dell'America Latina che sta prendendo forma

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*

Anthony Corrigan,
Client Portfolio Manager mtX,
Vontobel

Stefan Eppenberger,
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel

Frank Häusler,
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Michaela Huber,
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Christopher Koslowski,
Senior Fixed Income 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 marzo 2024)

Concept

MetaDesign AG

Grafica e realizzazione

Vontobel

Immagini

Gettyimages,
Vontobel

Termine ultimo per questa edizione

26 gennaio, 2024

Commenti

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

Taglio! Passiamo alla prossima scena



Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Cari lettori,

«l'anno delle obbligazioni», «l'anno dei tagli», «l'anno della recessione»: il 2024 è già stato definito in molti modi. Qualunque sarà l'appellativo scelto dagli investitori, è ormai chiaro che il ciclo di rialzi dei tassi di interesse più aggressivo degli ultimi quarant'anni si è concluso e che le acque stanno iniziando a calmarsi. Il nuovo capitolo è già iniziato.

I mercati scontano già i tagli dei tassi e molti investitori sono convinti che la Fed sia riuscita a tenere a bada l'inflazione senza distruggere l'economia. Da parte nostra continuiamo a ritenere probabile l'arrivo di una recessione, perché le ripercussioni dei rapidi rialzi dei tassi si stanno ancora facendo strada nell'economia reale. Siamo, però, consapevoli che questa finestra si sta lentamente chiudendo. Ad esempio, se il mercato del lavoro USA non si indebolirà nei prossimi mesi, lo scenario di soft landing diverrà più probabile.

Stiamo, inoltre, ritornando alle origini. I giorni dei tassi di interesse a zero sono ormai lontani; i tassi attuali comportano un effettivo costo del capitale e l'inflazione è comunque superiore a zero – dovremo, dunque, riabilitarci a un contesto più normale in cui i tassi potrebbero tendere al ribasso, ma esiste ancora un tasso risk-free. La crescita economica sarà più modesta e le aspettative sui prezzi degli asset potrebbero essere riviste al ribasso. A nostro avviso è meglio rimanere investiti, scegliendo tuttavia nomi difensivi e di qualità. Nel prosieguo dell'anno potrebbe divenire più appropriato un approccio più ciclico.

Teniamo d'occhio l'immobiliare commerciale statunitense, in quanto fattore di rischio che potrebbe avere un effetto domino sui mercati dei capitali in caso di peggioramento della situazione. La confusione sui mercati privati e la situazione geopolitica rimangono temi caldi, con il rischio che gli USA rimangano invischiati nelle rinnovate tensioni nel Mar Rosso.

Ci aspetta, inoltre, un anno importante sotto il profilo elettorale e quasi metà della popolazione mondiale sceglierà i rispettivi leader. Ci focalizziamo sugli USA e sul probabile testa a testa tra il Presidente Joe Biden e Donald Trump. La partita rimane comunque aperta perché la candidata Repubblicana Nikki Haley potrebbe ancora farcela e non escludiamo sorprese anche tra i Democratici.

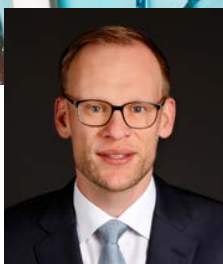
In questo Investors' Outlook valuteremo se i consumatori USA saranno in grado di continuare a stimolare la principale economia mondiale e illustreremo la nostra opinione sulle possibili conseguenze delle tensioni nel Mar Rosso per il petrolio. I colleghi della Boutique Conviction Equities analizzeranno i progressi nella rivoluzione digitale in America Latina e le conseguenze per la regione.

Sarà un anno ricco di eventi. Come gestori attivi, adotteremo sia una visione d'insieme che un approccio più dettagliato sui temi importanti per guidare le nostre decisioni e siamo pronti a riposizionare la nostra telecamera per gestire gli eventuali colpi di scena che il 2024 potrebbe riservarci.

→ Webcast

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

4 Strategia di investimento



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

La trama del 2024

Non sempre tutto va come previsto. E il 2023 è servito a ricordarcelo. Molti eventi ci hanno colti di sorpresa: gli shock sui mercati finanziari innescati da nomi poco noti come Silvergate Capital e Silicon Valley Bank, il collasso di un'iconica banca svizzera, il declassamento del rating sovrano USA e l'attacco di Hamas a Israele, seguito dalle tensioni nel Mar Rosso. Cosa accadrà nel 2024?

Per il momento confermiamo il nostro scenario di base di una recessione negli USA. Molte sono le ragioni alla base di questa previsione che si discosta dal consensus: la politica monetaria ha effetti dilazionati e variabili e l'aumento dei tassi di interesse deve ancora ripercuotersi appieno sull'economia. Consumatori e aziende stanno facendo i conti con standard di prestito molto rigidi, e a differenza dello scorso anno un nuovo stimolo fiscale è improbabile, date le divisioni interne al Congresso e le imminenti elezioni presidenziali. Dalla Cina non ci as-

pettiamo impulsi significativi a supporto della crescita globale e la prudenza delle aziende negli investimenti indica una potenziale debolezza in futuro.

Sul fronte positivo, l'inflazione non ci preoccupa. Sarà difficile farla tornare al target del 2% della Fed, ma una seconda ondata è molto improbabile. Le carenze globali di beni sono diminuite, molte aziende hanno costituito ampie scorte e la Cina esporta addirittura la deflazione nel mondo. L'inflazione core USA – input chiave per la Fed – si sta rapidamente avvicinando al target.

Il 2024 potrebbe anche sorprenderci. Un fattore chiave da monitorare sarà il mercato del lavoro USA, che ha iniziato a indebolirsi ma rimane straordinariamente resiliente. A nostro avviso, se nei prossimi mesi non caleranno i posti di lavoro la probabilità di un soft landing andrà ad aumentare. Per i dettagli della nostra asset allocation si rimanda a pagina 5.

	SOTTOPESO		NEUTRALE	SOVRAPPESO		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
1 Liquidità		→				In un orizzonte di 9–12 mesi, la performance delle asset class potrebbe superare quella della liquidità, su cui rimaniamo sottopesati.
2 Obbligazioni			→			Rimaniamo neutrali sul reddito fisso, con un orientamento difensivo nelle sub-asset class e una preferenza per titoli di Stato e obbligazioni dei ME. Ai livelli attuali, i titoli di Stato offrono un payout asimmetrico e una certa protezione (potenziale di rialzo superiore al rischio di ribasso). Il debito dei ME ci attrae di più dell'HY, su cui rimaniamo sottopesati, e dovrebbe beneficiare di un futuro indebolimento del dollaro dopo la virata «dovish» della Fed. Il nostro posizionamento neutrale sul credito IG deriva dagli spread molto bassi e dall'aumento dei default nel segmento.
3 Azioni			→			Rimaniamo neutrali con un approccio difensivo a livello regionale. L'asset class è in difficoltà, soprattutto dopo il rally di fine anno – tra i più solidi degli ultimi decenni – spinto dall'aspettativa che le banche centrali abbiano smesso di aumentare i tassi in un contesto di inflazione in calo, aprendo la strada a possibili tagli dei tassi già nella prima metà del 2024. I mercati ipercomprati invitano alla cautela, così come la prospettiva di una recessione e di una riduzione dei bilanci delle banche centrali, e gli investitori diverranno ancora più selettivi. Ci aspettiamo una sovraperformance dello stile quality, soprattutto nei titoli USA e svizzeri, dove rimaniamo sovrappesati. Le azioni difensive svizzere beneficeranno del calo dei rendimenti e della crescita economica più lenta. Le azioni europee sono vulnerabili per la loro maggiore esposizione all'economia cinese in crisi e per la dominanza dei settori ciclici che le rende soggette a possibili revisioni degli utili. Rimaniamo neutrali sulle azioni giapponesi e dei ME.
4 Oro				→		Manteniamo una view leggermente positiva sull'oro: tra le asset class migliori del 2023, ha chiuso l'anno con un +14% (in USD), beneficiando di un possibile cambio di rotta della Fed, della solida domanda delle banche centrali e dei principali mercati retail e dei rischi geopolitici. Ci aspettiamo un indebolimento del dollaro e dei rendimenti reali, che solitamente favoriscono l'oro.
5 Materie prime			→			Le materie prime, tra le poche asset class in calo lo scorso anno, rimangono trainate dalla traiettoria di crescita globale. L'eccesso di offerta in molti segmenti ha aggravato la situazione. La produzione petrolifera USA ai massimi storici ha attutito il colpo dei ripetuti tagli all'output dell'OPEC+, e un inverno mite ha fatto salire le scorte di gas naturale. L'asset class potrebbe beneficiare della situazione geopolitica (es. le tensioni in Medio Oriente) e del possibile indebolimento dell'USD (che, in genere, favorisce le materie prime). Manteniamo una posizione neutrale.
6 Strategie alternative			→			Rimaniamo neutrali sui fondi alternativi e l'immobiliare. Nei fondi alternativi apprezziamo i titoli collegati alle assicurazioni, che tendono ad avere una correlazione ridotta con i mercati finanziari tradizionali (perché la loro performance è legata a specifici eventi assicurativi) e possono, dunque, contribuire a ridurre il rischio complessivo del portafoglio.

I consumatori statunitensi continueranno a essere gli attori non protagonisti dell'economia?

L'anno scorso gli investitori hanno monitorato la maggiore economia mondiale, e molti avevano previsto una recessione. Uno dei motivi per cui non è arrivata è la resilienza dei consumatori statunitensi, che hanno continuato a spendere – incentivati dai risparmi accumulati durante la pandemia e da un mercato del lavoro solido – e hanno aiutato l'economia a non sprofondare. Quanto durerà ancora?



Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel



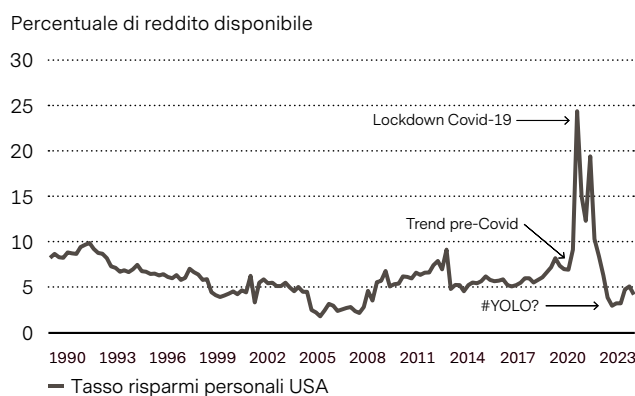
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Consumi privati in calo, ma non negli USA. In molte parti del mondo i consumatori iniziano a tirare la cinghia. In Europa i consumi privati sono calati in concomitanza con la crisi dell'energia nel 2022 e devono ancora riprendersi. I consumatori cinesi hanno iniziato a risparmiare molto prima, dall'inizio della pandemia di Covid-19.

Ma negli Stati Uniti la situazione è diversa. La spesa al consumo, che rappresenta circa il 70% del PIL, ha proseguito quasi indisturbata sulla sua traiettoria pre-pandemia.

La solidità dei dati sui consumi è sorprendente. Ci saremmo aspettati un ridimensionamento delle spese, in un contesto di tassi di interesse elevati, economia più debole e reddito reale (reddito nominale rettificato per l'inflazione) da tempo stagnante. Invece i consumatori, fedeli al motto «you only live once» (si vive una volta sola) da cui l'acronimo colloquiale #YOLO, stanno spendendo ancor più di prima (grafico 1).

Grafico 1: I consumatori risparmiano meno dalla fine dei lockdown



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 11 gennaio 2024

Case inaccessibili, asset in crescita, mercato del lavoro solido

Ci sono diverse ragioni alla base di questa propensione a spendere. In primo luogo, il tanto citato «revenge spending», la tendenza a recuperare dopo le restrizioni imposte dalla pandemia di Covid-19.

In secondo luogo, la contrazione del mercato residenziale sta scoraggiando molti consumatori dal risparmiare. In base all'Indice Housing Affordability della National Association of Realtors, una tipica famiglia statunitense non ha reddito sufficiente per accendere un mutuo per una casa di prezzo medio; al contempo, i tassi di interesse per un mutuo fisso trentennale rimangono piuttosto elevati, poco inferiori al 7%. Di conseguenza, poiché quella che è probabilmente la principale voce di spesa è una prospettiva sempre più distante, molti ritengono inutile mettere denaro da parte.

In terzo luogo, i consumatori sembrano prigionieri di un falso senso di sicurezza: nelle recessioni passate i consumatori potevano contare sul governo, che sarebbe accorso in aiuto con generosi pacchetti di stimolo, e molti sono convinti che questo accadrebbe di nuovo.

Un'altra ragione sono i risparmi accumulati. Su questo fronte i dati sono difficili da interpretare, essendo soggetti a revisioni significative, ma possiamo ipotizzare che i consumatori abbiano più risparmi di quanto si riteneva inizialmente. Inoltre, chiunque abbia investito in azioni o immobili negli ultimi cinque anni ha beneficiato di rialzi sostanziali, che potrebbero aver incentivato la propensione a spendere. Tuttavia, passare a un nuovo mutuo comporta costi di finanziamento elevati e gran parte dei proprietari di case rimane ancorato agli immobili che già possiede. Di conseguenza, la maggior parte degli asset rimane illiquida.

Non dobbiamo poi dimenticare che le famiglie statunitensi sono oggi in una situazione migliore rispetto al passato. Nel terzo trimestre 2023, l'indice di copertura del debito delle famiglie era pari circa al 5,8%, in linea con il livello pre-pandemico. Molti consumatori si erano assicurati condizioni di finanziamento favorevoli quando i tassi di interesse erano ridotti, dunque la loro esposizione alle conseguenze dei rialzi dei tassi è limitata.

#YOYO vs. #YOLO

Sembra ora possibile che #YOLO possa essere presto sostituito da #YOYO («you're on your own» – ognuno se la cavi da solo). Le condizioni creditizie rimangono rigide (grafico 2) e il costo dell'assunzione di nuovo debito è elevato: il tasso di interesse medio sulle carte di credito nel quarto trimestre 2023 superava il 21%. Inoltre, dubitiamo che il governo fornirà nuovi stimoli fiscali nel 2024: in vista delle elezioni USA del 5 novembre, è improbabile che un Congresso diviso approvi investimenti aggiuntivi. Né i Democratici né i Repubblicani saranno incentivati a farsi concessioni reciproche.

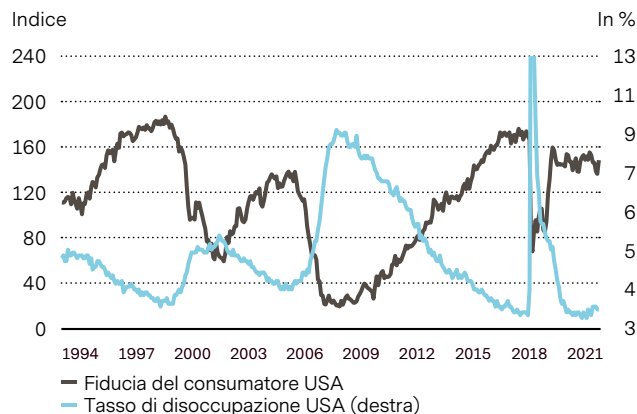
Grafico 2: Condizioni di credito rigide da parte delle banche



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 11 gennaio 2024

Ma la ragione più importante rimane il mercato del lavoro, ancora solido rispetto alla media storica (grafico 3). Se non si indebolirà visibilmente, un crollo dei consumi e, dunque, della crescita economica sarà improbabile. Nel nostro scenario base, tuttavia, ipotizziamo che andrà effettivamente a indebolirsi, perché le aziende iniziano lentamente, ma inesorabilmente, a ridimensionare la spesa in conto capitale, ridurre le posizioni di lavoro aperte e i prezzi. Le probabili conseguenze saranno un aumento della disoccupazione e un calo dei consumi.

Grafico 3: Tutto dipende dal mercato del lavoro



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 11 gennaio 2024



Riflettori puntati sulla rivoluzione digitale dell'America Latina che sta prendendo forma

«Il cash è sovrano» è una frase molto nota in tutto il mondo e non sono molte le regioni in cui sia più pertinente che in America Latina (LatAm). Con una popolazione stimata pari a circa 650 milioni di persone¹, la regione LatAm è rimasta significativamente indietro rispetto alla maggior parte del mondo per quanto riguarda l'accesso ai servizi bancari e finanziari (grafico 1).



Anthony Corrigan
Client Portfolio Manager mtX,
Vontobel

Infatti, secondo i dati della Banca Mondiale, ben 120 milioni di persone nella regione – il 26% della popolazione di età pari o superiore ai 15 anni – non hanno accesso ai servizi bancari, vale a dire che non possiedono un conto presso un istituto finanziario o un fornitore di servizi di denaro mobile. Se a questo si aggiunge la percentuale di popolazione che non ha un accesso adeguato ai servizi bancari, non sorprende che una quantità significativa di transazioni continui ad essere effettuata in contanti, con un articolo di Forbes² del 2022 che stima che tale percentuale raggiunga il 58% in caso di acquisti presso i punti vendita.

Una ripartizione più specifica dei dati rivela che esiste un'ampia gamma di disparità tra i singoli Paesi della regione. Con la seconda popolazione più numerosa dell'area, quasi 128 milioni di persone, il Messico è un fanalino di coda in termini di accesso ai servizi bancari (anche se siamo consapevoli che per quanto riguarda il Messico i dati sono un po' datati e che il divario rispetto agli altri Paesi dell'America Latina potrebbe essersi lievemente ridotto). Sebbene il problema non sia così grave in Brasile – il Paese più grande della regione, con una popolazione di 215 milioni di persone – c'è ancora un notevole margine di miglioramento rispetto alle principali economie sviluppate, come Stati Uniti, Francia e Germania.

Problemi e opportunità

In breve, questo tipo di situazione crea seri problemi socio-economici e rappresenta un grosso ostacolo a una delle priorità degli Obiettivi di sviluppo sostenibile (SDG) delle Nazioni Unite, che mira a garantire a tutti uguali diritti alle risorse economiche, compresi i servizi finanziari (Obiettivo 1: sconfiggere la povertà). In effetti, le problematiche associate a un accesso inadeguato ai servizi finanziari da parte di un'ampia fetta di popolazione sono

enormi e varie, come ad esempio l'impossibilità per milioni di persone di accedere al credito al consumo (ad esempio, carte di credito, prestiti personali), l'assenza di risparmi o investimenti con l'avvicinarsi della pensione, l'impossibilità di accedere a beni e servizi online, la sicurezza delle transazioni, la guida senza assicurazione automobilistica o con una polizza inadeguata, e la riscossione delle imposte.

Per quanto l'ovvia soluzione al problema risieda nelle banche regionali, notiamo che in Paesi come il Brasile le banche si sono tradizionalmente concentrate sulle fasce più facoltose della società. Nella regione LatAm si registra, tuttavia, un crescente movimento a livello di tecnologia finanziaria che potrebbe fungere da importante catalizzatore per colmare il divario tra la regione e il resto del mondo. Sebbene ci sarebbero molteplici vincitori nel caso in cui dovesse diminuire la percentuale di popolazione che non ha accesso ai servizi bancari (tra cui consumatori, istituti di credito ed esercenti a livello locale), riteniamo che vi sia un gruppo di società che potrebbe trarre benefici concreti.

L'ascesa dell'e-commerce

Dato il livello significativo di operazioni che vengono ancora effettuate in contanti, non sorprende che il tasso di penetrazione dell'e-commerce nei Paesi dell'America Latina sia in ritardo rispetto al resto del mondo. Secondo le stime riportate nell'eCommerce Handbook di Goldman Sachs³ (grafico 2), la penetrazione dell'online nella regione corrisponde a circa il 19% nel 2022, ovvero un valore inferiore rispetto alla media a livello globale (Cina esclusa) che si attesta a circa il 25%.

Tuttavia, la pandemia di Covid-19 all'inizio del 2020 ha fatto sì che molte persone della regione fossero costrette a spostarsi online, con un articolo di Latin America

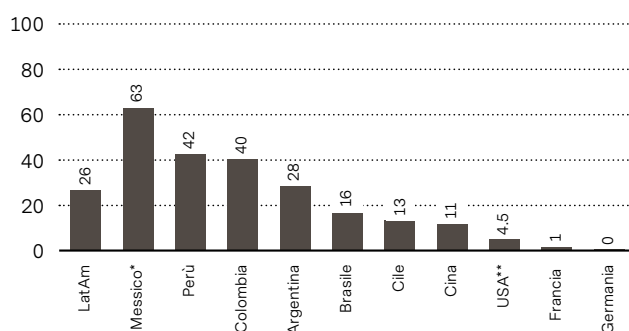
¹ Fonte: [World Bank](#), dati al 2022

² Fonte: [Forbes article "FinTech Is Driving Financial Inclusion In Latin America"](#), pubblicato il 18 luglio 2022

³ Fonte: 2023 Global eCommerce Handbook: [Navigating the Sector in a Changing Environment](#), Goldman Sachs Global Investment Research, 10 aprile 2023

Grafico 1: LatAm è rimasta indietro per quanto riguarda l'accesso ai servizi bancari e finanziari

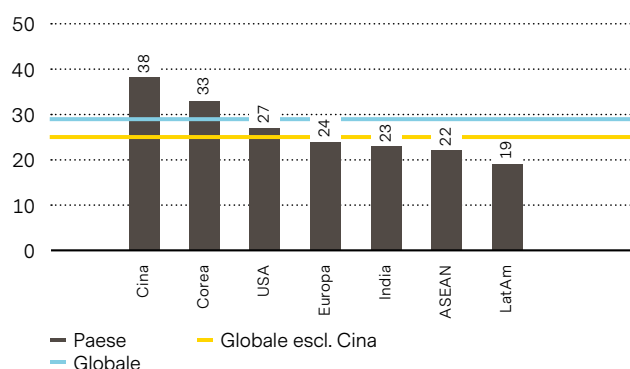
In % della popolazione senza accesso ai servizi bancari



Fonte: Banca Mondiale e Federal Deposit Insurance Corporation, dati aggiornati alla fine del 2021, ad eccezione del Messico. *Dato aggiornato al 2017. **Percentuale di famiglie statunitensi

Grafico 2: LatAm è in ritardo per quanto riguarda i tassi di penetrazione dell'e-commerce

Tassi di penetrazione dell'e-commerce, per area geografica (2022S)



Fonte: 2023 Global eCommerce Handbook: Navigating the Sector in a Changing Environment, Goldman Sachs Global Investment Research, 10 aprile 2023.

Reports⁴ che stima che 13 milioni di persone in tutta l'America Latina abbiano effettuato una transazione online per la prima volta all'inizio della pandemia. Con questo cambiamento di mentalità per così tante persone della regione, si prevede che la penetrazione dell'e-commerce in America Latina godrà di un'ottima crescita annuale rispetto ai livelli attuali (grafico 3).

Chi vince prende tutto?

Non esattamente, eppure il mercato dell'e-commerce in America Latina è piuttosto concentrato, con tre dei principali operatori che godono di una quota di mercato stimata del 42% (dati al 2022). In Brasile, responsabile della maggior parte del mercato dell'e-commerce in America Latina (circa il 41%, secondo la ricerca di Goldman Sachs), il predominio di questi leader di mercato è ancora più significativo, con una quota di mercato stimata del 59%. Questa posizione dominante non è facilmente replicabile e le società che desiderano scalzare gli operatori storici dovrebbero investire somme significative per cercare di prendere piede nel mercato.

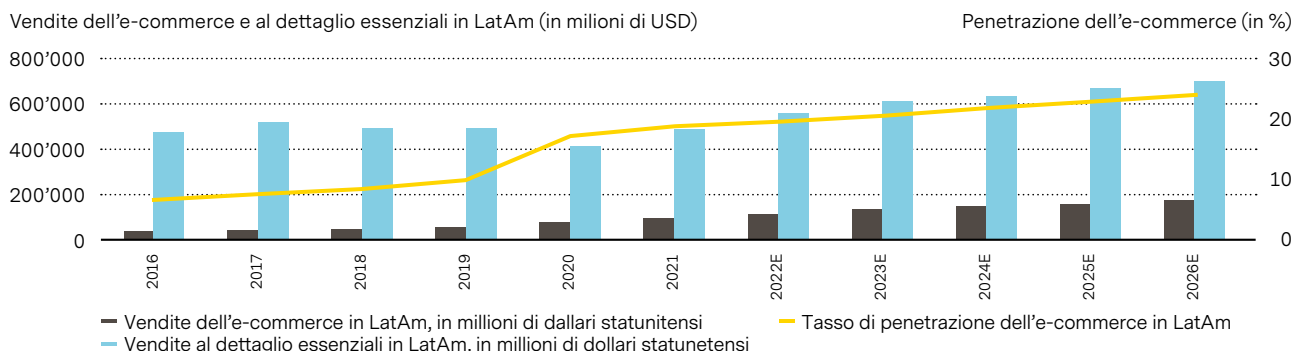
Queste società si trovano in una posizione unica per offrire ai propri clienti linee di credito a breve termine e accesso ai servizi bancari a un maggior numero di persone poiché, a differenza delle banche, la loro attenzione non è rivolta alle fasce più facoltose della società. Le loro ragguardevoli quote di mercato e l'accesso privilegiato ai dati dei clienti consentono loro di farlo in modo respon-

sabile per quanto riguarda la sottoscrizione delle linee di credito, il che è naturalmente importante dal punto di vista dei rendimenti. Ampliando le possibilità di credito, inoltre, integrano ulteriormente i clienti all'interno dei rispettivi ecosistemi, il che è fondamentale per la fidelizzazione della clientela e può consentire loro di crescere ulteriormente e incrementare la redditività operativa.

Oltre all'e-commerce, anche altri settori in America Latina possono trarre vantaggio dal colmare il divario relativo alla mancanza di accesso ai servizi bancari, offrendo importanti servizi finanziari e prodotti di copertura. Prendiamo, ad esempio, le compagnie assicurative. Mentre tutti i brasiliani godono di un'assistenza sanitaria pubblica, le statistiche dimostrano che meno di un quarto ha accesso all'assistenza sanitaria privata, che tende ad avere strutture più sofisticate e, naturalmente, tempi di attesa più brevi che possono risultare vitali quando si tratta di patologie potenzialmente letali come i tumori. Molte delle compagnie assicurative più importanti della regione offrono spesso un'ampia gamma di prodotti di copertura (quali prodotti di risparmio, vita e assicurazione automobilistica), nonché credito al consumo e prestiti a fini formativi. Anche queste attività possono godere di un'ottima crescita, soprattutto perché un numero maggiore di consumatori ha accesso ai servizi bancari ed è più propenso a scoprire i diversi tipi di prodotti finanziari e di copertura a loro disposizione, nonché le diverse modalità per il loro acquisto.

⁴ Fonte: Latin America Reports article "The Importance of FinTech for the Future of Latin America", pubblicato il 12 dicembre 2022

Grafico 3: Si stima che entro il 2026 la penetrazione dell'e-commerce in America Latina raggiungerà il 24 % delle vendite



Fonte: 2023 Global eCommerce Handbook: Navigating the Sector in a Changing Environment, Goldman Sachs Global Investment Research, 10 aprile 2023.

Quali sono i principali rischi?

Come per tutti gli investimenti, non c'è certezza dei risultati e alcuni rischi devono essere presi in seria considerazione. Tra questi vi sono l'aumento dei livelli di concorrenza e l'incapacità delle imprese coinvolte di attuare con successo le loro strategie. Gli inasprimenti della regolamentazione costituiscono un altro rischio da non prendere alla leggera, considerando quanto osservato in altre parti del mondo dove le autorità sono intervenute per porre dei limiti al potere dei colossi dell'e-commerce in termini di servizi finanziari (come Alibaba e Ant Group in Cina). Mentre grandi Paesi come il Brasile e l'Argentina sottopongono a revisione periodica le loro politiche in materia di finanza personale e di prestiti con carta di credito, in America Latina la minaccia di una regolamentazione molto restrittiva non è considerata imminente. Ciò è dovuto al fatto che in questi Paesi è presente un'elevata domanda di linee di credito e di altri prodotti finanziari, per cui qualsiasi normativa che limitasse l'accesso sarebbe considerata impopolare e dannosa per i consumi e la crescita economica.

Il futuro sarà più roseo?

A quanto pare l'America Latina è sulla buona strada per quanto riguarda l'accesso ai servizi bancari e finanziari, il che è molto positivo dal punto di vista sociale. In un certo senso, la pandemia di Covid-19 ha accelerato un processo che prima o poi doveva avvenire, e nei prossimi anni si prevede una forte crescita delle transazioni online. Questa crescita crea interessanti opportunità per le società in grado di aiutare coloro che non hanno ancora accesso ai servizi bancari e, come discusso in precedenza, i maggiori beneficiari potrebbero essere i settori dell'e-commerce e delle assicurazioni. Siamo consapevoli delle interessanti dinamiche in gioco a livello settoriale, potenzialmente in grado di portare a livelli di redditività futuri più elevati, il che corrisponde esattamente al tipo di risultato che cerchiamo per i nostri clienti.

Treasury USA a 10 anni: un anno sulle montagne russe



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Speranze di riduzione dei tassi, inflazione in calo, dinamiche di rendimento storiche: il 2023 è stato un anno fuori dal comune per il decennale USA.

Inizialmente, durante la crisi bancaria di marzo, il suo rendimento è crollato a un minimo del 3,3%, per risalire al 5% a ottobre e attestarsi poco sotto il 3,9% l'ultimo giorno di trading del 2023. Il dato finale indica una variazione complessiva di un solo punto base (pb) nell'arco di tutto l'anno. In termini di rendimento totale, il decennale è riuscito a evitare un terzo anno consecutivo di segno negativo, che non avrebbe avuto precedenti nella sua performance storica (grafico 1).

L'inflazione sta scendendo e la Fed sembra pronta a tagliare i tassi durante l'anno. Alla data di redazione, i future sui Fed Fund scontano sei tagli dei tassi per il 2024, con un intervallo target compreso tra il 3,75% e il 4%. Il Summary of Economic Projections della Fed di dicembre ha indicato che la media dei policymaker prevede tre tagli dei tassi al 4,75%, mentre la media degli osservatori intervistati da Bloomberg ne prevede circa quattro.

Perché questa divergenza?

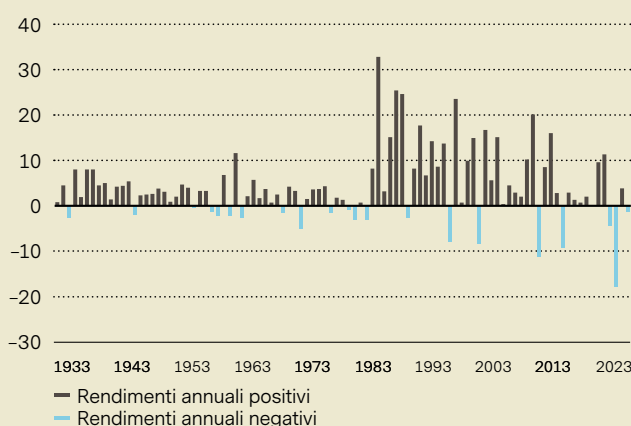
Alcuni operatori del mercato continuano ad aspettarsi (o a volersi tutelare da) un possibile hard landing in caso di recessione dell'economia statunitense. Il mercato delle opzioni SOFR contempla una probabilità del 25% circa che il tasso sui Fed Fund a dicembre sarà pari o inferiore al 3%. L'esito più probabile, tuttavia, è quello di tre o quattro tagli durante l'anno.

Analizzando la fine dei cicli di rialzi dai primi anni Ottanta, possiamo farci un'idea della traiettoria del rendimento dei Treasury decennali. L'ultimo rialzo risale al 26 luglio 2023 – più di 170 giorni fa. Il rendimento si attestava al 3,9%, non lontano dal livello attuale. In tutte le occasioni precedenti, i rendimenti sono scesi. E se la storia funge da guida, il rendimento del decennale potrebbe calare di 100pb entro la fine di quest'anno (grafico 2).

Gli asset rischiosi, e in particolare le obbligazioni high yield, hanno archiviato una performance eccezionale lo scorso anno, ma hanno perso slancio di recente. L'extra rendimento atteso appare vulnerabile a eventuali ondate di ampliamento degli spread. L'attuale spread di breakeven a 12 mesi – che misura il margine di sicurezza delle obbligazioni societarie – è a nostro avviso poco attraente: se il premio di rendimento sale a questo livello, le obbligazioni high yield non offriranno più alcun rendimento aggiuntivo a 12 mesi rispetto ai titoli di Stato con la stessa scadenza.

Grafico 1: Il Treasury USA a 10 anni è riuscito a evitare un terzo anno di perdite

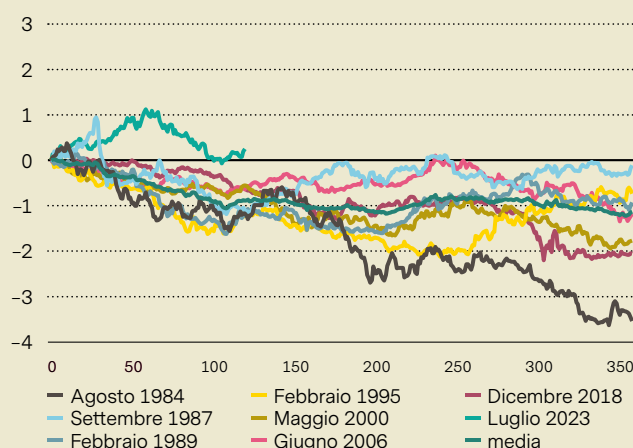
Rendimento totale annuo, in %



Fonte: Bloomberg, Vontobel, Laurens Swinkels; dati al 16 gennaio 2024

Grafico 2: Il rendimento dei Treasury USA a 10 anni seguirà i trend storici post-rialzo?

In punti base



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 16 gennaio 2024

Nota: il grafico illustra l'andamento dei Treasury USA a 10 anni in seguito all'interruzione dei rialzi dei tassi d'interesse della Fed dall'agosto 1984.

Un anno memorabile per l'azionario



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Per gli investitori azionari è stato un anno da ricordare. Contro ogni aspettativa le azioni hanno generato i rendimenti assoluti migliori, in un anno in cui molti si aspettavano una recessione, una seconda ondata d'inflazione e una sovraperformance del mercato obbligazionario. Le azioni globali hanno chiuso l'anno vicino ai massimi storici, superando in media del 20% le stime degli Strategist.

La solida performance delle azioni iniziata a fine ottobre 2023 è proseguita a dicembre, anche se a un ritmo inferiore. Il raffreddamento dell'inflazione e la prospettiva di una svolta della Fed hanno agito da catalizzatori innescando uno straordinario recupero, con un'inversione quasi perfetta rispetto al 2022 (grafico 1).

Lo scorso anno l'S&P 500 ha guadagnato oltre il 26%, l'Euro Stoxx 50 quasi il 20%. Come già detto, la crescita è stata trainata da pochi settori, come i titoli tecnologici, spinti dall'ascesa dell'intelligenza artificiale. I Magnifici 7 – Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Nvidia, Meta Platforms, Tesla – hanno prodotto un rendimento assoluto superiore al 100%. Togliendo i titoli tecnologici, il

rendimento è stato dell'8%. Lo stesso vale per l'Eurozona, dove tecnologia e titoli finanziari hanno rappresentato circa il 50% della performance assoluta.

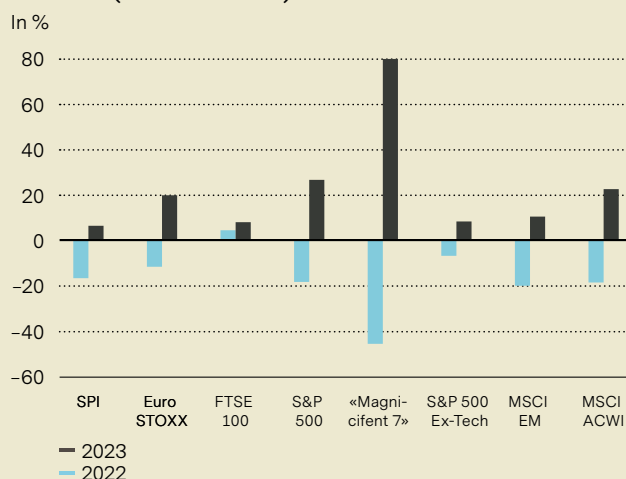
Come siamo posizionati per il 2024?

Manteniamo un posizionamento neutrale sull'azionario, confermando il nostro scenario di recessione per il 2024. Tuttavia, le pause nei rialzi dei tassi sono sempre state seguite da reazioni positive del mercato nei 12 mesi successivi. Le valutazioni sono elevate ma inferiori ai livelli massimi, soprattutto considerando che solo pochi settori hanno smosso i mercati. Negli ultimi 12 mesi, le stime sugli utili forward sono scese in media del 15%.

La crescita reale stimata a/a 2023 dell'EPS è ora in territorio negativo in gran parte dei mercati, offrendo una buona base di confronto per il 2024. Inoltre, gli indici PPI nei mercati sviluppati sottoperformano l'IPC ormai da oltre un anno. Storicamente, questo incentiva i margini dei settori manifatturieri (grafico 2), e potrebbe creare sorprese positive sul fronte degli utili e mitigare l'impatto di una recessione.

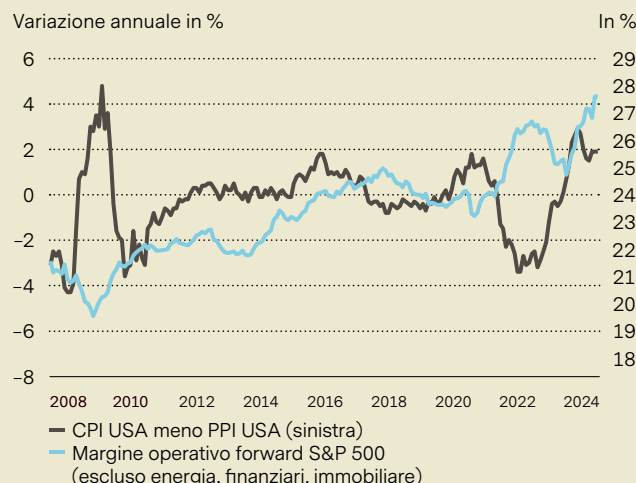
Infine, le svolte delle banche centrali saranno fattori importanti. Manteniamo una diversificazione regionale nella nostra allocazione tattica e continuiamo a favorire la qualità, la redditività elevata e la prevedibilità degli utili, caratteristiche riscontrabili soprattutto nell'azionario svizzero e statunitense.

Grafico 1: Confronto tra i rendimenti assoluti del 2022 e del 2023 (in valuta locale)



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 18 gennaio 2024

Grafico 2: Spread CPI-PPI vs. margini operativi



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 18 gennaio 2024

Allarme rosso nel Mar Rosso



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Nel 2023 i prezzi del petrolio sono stati scossi dal rallentamento della crescita economica, dalla politica sull'output dell'OPEC+ e dalle tensioni in Medio Oriente.

Troppa offerta per una domanda quasi normale. Il problema, al momento, non è la domanda scarsa. Pur con qualche area di debolezza, il consumo globale di petrolio è tornato ai livelli pre-Covid. Il problema è l'offerta eccessiva. In vista dei ripetuti tagli alla produzione del cartello OPEC+, i Paesi non membri hanno incrementato la loro produzione (grafico 1), e alcuni Paesi membri, come Iran e Russia, hanno sorpreso i mercati con un output più ampio del previsto.

La chiusura delle vie d'acqua come rischio di coda

L'attenzione degli investitori è tornata al Medio Oriente nelle ultime settimane, quando gli attacchi dei ribelli Houthi alle navi mercantili nel Mar Rosso hanno fatto temere un'escalation del conflitto e un'interruzione dei flussi commerciali. A destare particolare preoccupazione è lo Stretto di Bab el-Mandeb, che collega l'Africa alla Penisola arabica. Secondo la società di analisi Vortexa, tra gennaio e novembre 2023 sono passati attraverso il Mar Rosso circa 8,2 milioni di barili al giorno, di cui

2,9 milioni diretti a nord (Europa), 3,9 a sud (Asia) e il resto importazioni o esportazioni nella regione. Secondo Vortexa, circa il 70% delle spedizioni dirette a sud era di origine russa.

Al momento, le spedizioni dirette a sud sono state perlopiù risparmiate. Mentre le petroliere che portano petrolio russo continuano ad attraversare il Mar Rosso, altre si sono spostate verso il Capo di Buona Speranza. Questo comporta tempi più lunghi (un viaggio da Singapore a Rotterdam ora richiede circa 10 giorni in più) e costi più alti (grafico 2).

E lo Stretto di Hormuz?

È definito il più importante chokepoint petrolifero mondiale, perché vi transita oltre il 20% del petrolio liquido globale destinato al consumo. Qualcuno teme che l'Iran, che cinquant'anni fa si era assicurato alcune isole di importanza strategica, possa limitare o bloccare l'accesso.

Questo farebbe salire di molto i prezzi, ma non lo riteniamo probabile. L'Iran ha più volte minacciato di chiudere lo Stretto ma non l'ha mai fatto (danneggerebbe la sua stessa economia). Il passaggio è rimasto aperto anche durante la Guerra delle petroliere del 1980-1988, quando Iran e Iraq (entrambi membri OPEC) si sono attaccati a vicenda. È, inoltre, probabile che l'Iran voglia tutelare i suoi partner commerciali, soprattutto la Cina. In assenza di uno shock, il petrolio dovrebbe rimanere nell'intervallo USD 70-85.

Grafico 1: I tagli dell'OPEC+ hanno salvato l'industria petrolifera USA

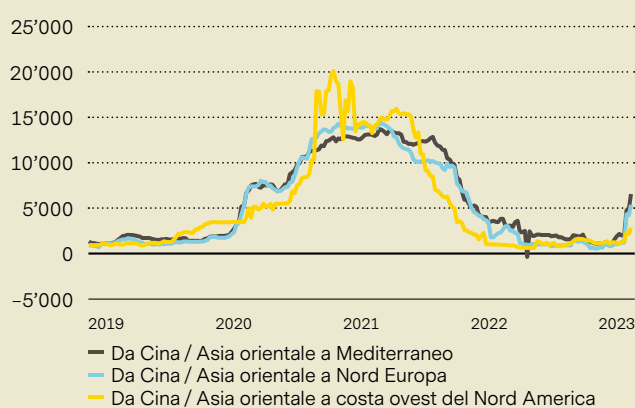
Milioni di barili al giorno



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 19 gennaio 2024

Grafico 2: I costi delle spedizioni sono saliti

Indice



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 19 gennaio 2024

Valute al bivio: dollaro USA e franco svizzero sotto la lente



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Nel 2023 l'indice del dollaro USA (DXY) ha archiviato la prima flessione in tre anni, quando la Fed ha annunciato la fine del ciclo di inasprimento. Il mercato ha, quindi, iniziato a prevedere una riduzione dei tassi di interesse – potenzialmente già a partire da marzo.

Nel complesso, il DXY ha perso terreno dai massimi di ottobre 2023 e ha chiuso l'anno in ribasso del 2,1% (grafico 1). All'inizio del nuovo anno, il dollaro ha ripreso slancio perché i dati più solidi del previsto hanno diffuso l'idea che la Fed non avrà fretta a ridurre i tassi.

Poiché l'economia USA potrebbe rallentare nei prossimi trimestri, la dominanza del dollaro, rimasta salda negli ultimi tre anni, dovrebbe gradualmente scemare. Il calo più rapido dell'inflazione negli USA rispetto ai Paesi G10 potrebbe determinare una virata più dovish da parte della Fed, riducendo potenzialmente il vantaggio del dollaro più del previsto.

La solidità del franco svizzero vs. la realtà dell'economia

Negli ultimi due anni, il desiderio della Banca Nazionale Svizzera (BNS) di rafforzare il franco ha avuto conseguenze molto positive sulla valuta, ma con il calo dell'inflazione e la decelerazione dell'economia questo obiettivo potrebbe essere messo in discussione. L'intervento complessivo della BNS è stato pari a CHF 22 miliardi nel 2022, arrivando a 110 alla fine del terzo trimestre 2023 (grafico 2).

Nel terzo trimestre, la BNS ha leggermente ridotto le vendite di valuta estera e il franco si è avvicinato ai picchi attuali rispetto all'euro e al dollaro. Da luglio a settembre la banca centrale svizzera ha venduto moneta estera per un totale di CHF 37,6 miliardi, in calo rispetto ai 40,3 miliardi del trimestre precedente.

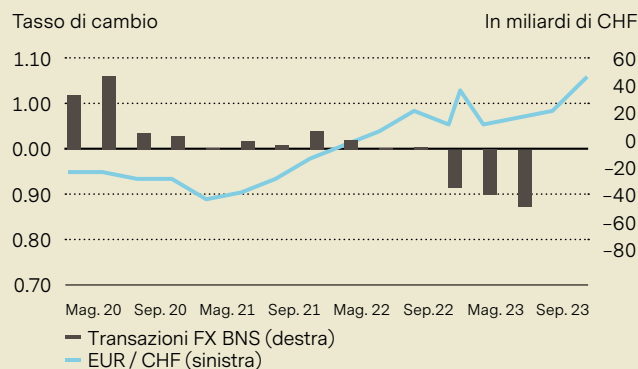
Acquistando la sua stessa valuta e scaricando le riserve in moneta estera, la BNS stimola il tasso di cambio, riducendo al contempo il suo ampio bilancio. Questo approccio è stato fondamentale per proteggere la Svizzera dal rialzo globale dell'inflazione. Il Presidente della BNS Thomas Jordan ha sollevato qualche preoccupazione in merito all'apprezzamento del franco. Durante il World Economic Forum di Davos a fine gennaio, ha messo in luce le possibili conseguenze di questo trend sulla capacità della BNS di sostenere un'inflazione superiore allo zero nell'economia del Paese. Di conseguenza, i policymaker potrebbero iniziare a tagliare i tassi d'interesse prima delle altre banche centrali, o addirittura fare in modo di limitare l'apprezzamento della moneta.

Grafico 1: Il dollaro ha chiuso il 2023 in ribasso



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 18 gennaio 2024

Grafico 2: La BNS continua a vendere moneta estera



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 18 gennaio 2024

Economia e mercati finanziari 2022 – 2025

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

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

INFLAZIONE	2022	2023	ATTUALE ²	CONSENSUS 2024	CONSENSUS 2025
Globale (G20)	7,5	4,4	3,6	5,0	3,20
Eurozona	8,4	5,5	2,9	2,3	2,10
USA	8,0	4,1	3,4	2,6	2,30
Giappone	2,5	3,2	2,6	2,3	1,70
Regno Unito	9,1	7,4	4,0	2,8	2,10
Svizzera	2,8	2,2	1,7	1,6	1,40
Australia	6,6	5,7	5,4	3,6	2,90
Cina	2,0	0,3	-0,3	1,4	1,75

TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %)	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
EUR	2,50	4,50	4,50	4,20	3,35
USD	4,50	5,50	5,50	5,15	3,90
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,02	0,05
GBP	3,50	5,25	5,25	5,05	3,85
CHF	1,00	1,75	1,75	1,61	1,15
AUD	3,10	4,35	4,35	4,40	3,75
CNY	3,65	3,45	4,35	4,25	-

RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO, 10 ANNI (IN %)	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
EUR (Germania)	2,56	2,02	2,34	2,20	2,24
USD	3,88	3,88	4,16	3,94	3,68
JPY	0,42	0,60	0,67	0,85	0,95
GBP	3,66	3,53	3,92	3,81	3,59
CHF	1,58	0,65	0,90	0,89	0,97
AUD	4,05	3,96	4,29	4,20	3,80

TASSI DEI CAMBI	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
CHF per EUR	0,99	0,93	0,95	0,97	-
CHF per USD	0,94	0,84	0,87	0,88	-
CHF per 100 JPY	0,72	0,60	0,59	0,63	-
CHF per GBP	1,12	1,07	1,10	1,11	-
USD per EUR	1,06	1,10	1,09	1,11	-
JPY per USD	130,00	141,00	148,00	140,00	-
USD per AUD	0,67	0,68	0,66	0,68	-
GBP per EUR	0,88	0,87	0,86	0,88	-
CNY per USD	6,91	7,10	7,19	7,10	-

MATERIE PRIME	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
Brent, USD per barile	86	77	79	82,5	83
Oro, USD per oncia troy	1'824	2'063	2'028	2'033	2'100
Rame, USD per tonnellata metrica	8'372	8'559	8'310	8'450	9'000

¹ Ultimo trimestre disponibile

² Ultimo mese disponibile, dati G20 solo trimestrali

Fonte: Vontobel, rispettivi uffici di statistica e banche centrali; al 19 gennaio 2024

Informativa e disclaimer

1. Conferma analista

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

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

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

Fondamento e metodi di valutazione

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

2. Disclaimer e fonti

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

3. Linee guida e informazioni per Paesi specifici

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

18 Informazioni legali

Additional information for US institutional clients

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

Additional information for UK clients

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

Informazione per investitori italiani

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

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo
Svizzera
vontobel.com

