

100 years | Empowering
Investors

Vontobel

Investors' Outlook

Un terreno scivoloso



Maggio 2024



3 Editoriale

4 Strategia d'investimento

Rovesci d'aprile

6 Mercato in sintesi

Cosa potrebbe significare un secondo mandato di Trump per gli investitori?

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*
Stefan Eppenberger,
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel
Frank Häusler,
Chief Investment Strategist,
Vontobel
Michaela Huber,
Cross-Asset Strategist,
Vontobel
Christopher Koslowski,
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel
Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Vontobel
Dan Scott,
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

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

Concept
MetaDesign AG

Grafica e realizzazione
Vontobel

Immagini
Gettyimages,
Vontobel

Termine ultimo per questa edizione
30 aprile, 2024

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

Un terreno scivoloso



—
Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Cari lettori,

aprile ci ha ricordato che le tensioni geopolitiche possono sconvolgere i portafogli con estrema rapidità. Gli investitori hanno preso coscienza dei rischi e del fatto che – nonostante l’attenzione sia sempre puntata su mercato del lavoro, tassi d’interesse e inflazione – il tanto temuto Cigno Nero potrebbe irrompere dall’esterno.

Il primo attacco dell’Iran a Israele ha segnato un’escalation in Medio Oriente e gli investitori temevano la prospettiva di un allargamento del conflitto, con il possibile coinvolgimento degli USA. Nel frattempo, la guerra in Ucraina prosegue con una potenziale offensiva della Russia in estate¹ e gli investitori temono le crescenti tensioni tra Cina e Taiwan. Siamo, inoltre, in un anno storico a livello elettorale, che si preannuncia divisivo negli USA.

L’Indice VIX² si è mosso al rialzo quest’anno, riflettendo una lenta presa di coscienza delle gravi tensioni e frammentazioni geopolitiche in atto, del rincaro del petrolio e del riemergere dell’inflazione. Tutto questo si è tradotto in un sell-off dell’azionario globale.

Nel frattempo, il tradizionale portafoglio 60/40 – da sempre considerato un pilastro delle strategie diversificate con un mix 60% azioni e 40% obbligazioni – si trova a un bivio. Già duramente colpita nel 2022, il futuro di questa strategia classica è incerto: a causa dei cambiamenti strutturali sui mercati potrebbe essere necessario trovare nuove modalità per realizzare una crescita a lungo termine tutelandosi al contempo dalla volatilità a breve. Come possiamo proteggerci al meglio dalle perdite che il mercato potrebbe affrontare in futuro? Sarà necessario rivalutare

le tradizionali allocazioni al reddito fisso? Ad esempio, potrebbe esserci una buona ragione per cui gli spread del credito investment grade e delle obbligazioni high yield non sono più ampi? Forse riflettono non solo la salute dei bilanci aziendali, ma anche l’enorme livello di indebitamento dei Paesi G-7. Mentre gli investitori cercano una migliore fonte di riduzione del rischio, i portafogli 60/40 potrebbero ridimensionare l’allocazione al debito pubblico.

Poiché ad oggi tutti i prezzi sono alle stelle – dal cacao alle criptovalute, all’oro – trovare asset alternativi che offrano un’adeguata protezione appare complesso. Inserire in portafoglio asset class alternative liquide, come i catastrophe bond, può offrire un elemento di diversificazione e di tutela a fronte dei vari eventi geopolitici o della turbolenza dei mercati. Perfino le materie prime, che molti considerano altamente cicliche e volatili, possono offrire una buona protezione dall’inflazione e una fonte di rendimento senza esporre gli investitori a rischi eccessivi. Dall’inizio del 2022, la perdita massima di circa il 30% nell’Indice Bloomberg Commodity non è tanto lontana da quella dei Treasury USA a 10 anni che molti ancora ritengono asset privi di rischio. È comunque ovvio che un portafoglio di sole obbligazioni e azioni che poteva essere adeguato per la generazione dei nostri genitori non lo sarà per quella dei nostri figli.

In questo Investors’ Outlook dedicheremo particolare attenzione a una prima analisi delle elezioni presidenziali negli USA, analizzeremo le conseguenze dell’escalation in Medio Oriente sulle materie prime e illustreremo nel dettaglio la nostra asset allocation.

.....
→ **Webcast**

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

¹ Fonte: Institute for the Study of War. understandingwar.org/backgrounder/russian-offensive-campaign-assessment-april-26-2024

² Il CBOE Volatility Index (VIX) riflette la volatilità implicita dell’indice S&P 500. Il VIX è calcolato e pubblicato in tempo reale dal Chicago Board Options Exchange.



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Rovesci d'aprile

I «rovesci» più allarmanti di aprile sono state le tensioni geopolitiche in Medio Oriente, e gli investitori stanno monitorando la possibilità di un'escalation e le potenziali conseguenze sul mercato. Anche le banche centrali e le tempistiche dei tagli dei tassi rimangono considerazioni primarie.

In un contesto di spesa al consumo solida e mercato del lavoro resiliente, i dati economici dagli USA hanno continuato a sorprendere al rialzo. Ne è risultata un'inflazione più vischiosa del previsto, che potrebbe rendere più dure le ultime fasi della battaglia della Federal Reserve USA (Fed) per contrastarla. Inoltre, questa situazione potrebbe posticipare i primi tagli dei tassi d'interesse, come ha indicato il Presidente della Fed Jerome Powell il mese scorso, affermando che i policymaker possono mantenere stabili i tassi per «tutto il tempo necessario» se persistono le pressioni sui prezzi.

Ciononostante, gli investitori stanno aspettando giugno con trepidazione. L'economia dell'Eurozona mostra segni di miglioramento, secondo gli indicator anticipatori: il settore manifatturiero e quello dei servizi sembrano in

crescita, l'inflazione ha registrato un forte rallentamento e la produzione industriale nella principale economia della regione, la Germania, è cresciuta più del previsto. La Banca Centrale Europea (BCE) si sta preparando a un primo taglio dei tassi. La Presidente Christine Lagarde ha affermato in un'intervista alla CNBC a metà aprile che la banca centrale «sta arrivando al punto» in cui dovrà moderare la sua politica monetaria restrittiva, a patto che non ci siano «grandi shock.» Altri membri della BCE le hanno ribadito questo concetto.

L'Investment Committee di Vontobel ha deciso di rivedere al ribasso la view sul reddito fisso da neutrale a sottopeso e al rialzo quella sulle materie prime da sottopeso al neutrale, in parte dovuto ai potenziali venti di coda dei rischi geopolitici che potrebbero concretizzarsi. Continuiamo a privilegiare le azioni con una posizione sovrappesata. Per i dettagli della nostra asset allocation si rimanda a pagina 5.

	SOTTOPESO		NEUTRALE	SOVRAPPESO		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
1 Liquidità		→				Manteniamo il sottopeso sulla liquidità; riteniamo che, in un orizzonte d'investimento tra 9 e 12 mesi, i rendimenti di altre asset class supereranno quelli della liquidità.
2 Obbligazioni		↘				Riduciamo la nostra esposizione alle obbligazioni investment grade, da neutrale a sottopeso. La nostra view generale sull'obbligazionario passa, dunque, da neutrale a leggermente sottopesata. Il nostro scenario macroeconomico più positivo – che prospetta una crescita leggermente più elevata – tende a favorire le asset class cicliche, come le azioni e le materie prime, a discapito del reddito fisso. Per quanto riguarda le sub-asset class, riteniamo che le valutazioni delle obbligazioni investment grade non siano particolarmente interessanti e preferiamo assumere esposizione ai tassi tramite titoli di Stato, su cui rimaniamo sovrappesati, e debito dei mercati emergenti in valuta forte.
3 Azioni				→		Confermiamo il nostro sovrappeso sull'azionario. A nostro avviso, la Fed taglierà i tassi più tardi del previsto, ma in misura maggiore di quanto attualmente previsto dai mercati. Riteniamo, inoltre, che gli indicatori anticipatori globali, come gli indici dei direttori d'acquisto, potrebbero mostrare ulteriori miglioramenti nei prossimi mesi. Al contempo, nonostante i dati mensili sull'inflazione più solidi del previsto, non riteniamo alto il rischio di una seconda ondata d'inflazione. E questo dovrebbe continuare a supportare l'azionario. A livello di sub-asset class, manteniamo il nostro sovrappeso sull'azionario USA. Abbiamo rivisto al rialzo la view sull'azionario dell'Eurozona, da sottopeso a neutrale, a discapito dell'azionario svizzero che abbiamo portato da sovrappeso a neutrale. A nostro avviso, le azioni dell'Eurozona offrono un'esposizione più ciclica nel ciclo attuale rispetto a quelle della svizzera. Riteniamo, inoltre, che la BCE abbia più margine per allentare la politica monetaria rispetto alla Banca Nazionale Svizzera (BNS). Rimaniamo neutrali sulle azioni giapponesi e dei mercati emergenti.
4 Oro				→		Manteniamo la nostra view leggermente positiva sull'oro, una delle asset class più performanti dall'inizio dell'anno, che ha registrato un rendimento di quasi il 13% in termini di dollari USA. Nonostante l'aumento dei rendimenti reali statunitensi, la continua solidità del dollaro e la retorica aggressiva della Fed, il metallo giallo continua a mettere a segno un record dietro l'altro, in parte grazie alle sue caratteristiche di bene rifugio. Il rischio geopolitico – ad esempio quello di un'escalation in Medio Oriente – si è intensificato, e la domanda dai mercati chiave e dalle banche centrali, in particolare da quelle dei mercati emergenti, è solida.
5 Materie prime			↗			Rivediamo la posizione sulle materie prime da sottopesata a neutrale, in ragione di tre convinzioni: in primo luogo, la riaccelerazione dell'economia globale potrebbe offrire ulteriore impulso a questa asset class ciclica. In secondo luogo, i mercati sottovalutano la possibilità di uno stimolo da parte della Cina. In terzo luogo, l'asset class potrebbe beneficiare del vento di coda derivante dall'aumento dei rischi geopolitici, considerando una possibile escalation del conflitto in Medio Oriente.
6 Strategie alternative			→			Rimaniamo neutrali sui fondi alternativi e sull'immobiliare. Nei fondi alternativi apprezziamo i titoli collegati alle assicurazioni, che tendono ad avere una bassa correlazione 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.

Variazioni mensili:

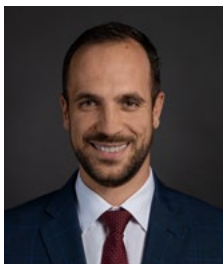
invariato →

in aumento ↗

in calo ↘

Cosa potrebbe significare un secondo mandato di Trump per gli investitori?

Le elezioni presidenziali negli USA non sono imminenti; la maggiore economia mondiale andrà alle urne il 5 novembre 2024. Ma se diamo un'occhiata alle principali fonti di informazione finanziaria e ai canali social, è evidente che la campagna elettorale è già in pieno svolgimento.



—
Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Recentemente, il presidente in carica Joe Biden e Donald Trump si sono scambiati colpi verbali su chi dei due fosse più adatto alla presidenza. Trump, 77 anni, ha definito Biden «gravemente incompetente¹» mentre Biden, 81 anni, intervistato in merito alla sua età avanzata ha replicato: «Un candidato è troppo vecchio e mentalmente inadatto ad essere Presidente ... l'altro sono io².»

Non riteniamo abbia molto senso cercare di prevedere l'esito delle elezioni utilizzando il calcolo probabilistico. Tuttavia, immaginare degli scenari possibili potrebbe essere utile per gli investitori.

In questo articolo ci focalizziamo principalmente su Trump piuttosto che su Biden, non in ragione di una preferenza politica né della convinzione che Trump abbia maggiori chance di vittoria, quanto perché un secondo mandato di Trump potrebbe avere implicazioni più ampie per il mercato rispetto alla rielezione di Biden, che a nostro avviso si tradurrebbe nella mera conservazione dello status quo.

Perché riteniamo che un secondo mandato di Trump debba essere seriamente preso in considerazione

Il primo mandato di Trump (2017–2021) è stato ricco di eventi: oltre alla guerra commerciale con la Cina, al ritiro dall'Accordo sul nucleare iraniano e dall'Accordo sul clima di Parigi e alla minaccia di uscita da importanti alleanze come la NATO (North Atlantic Treaty Organization) o la WTO (World Trade Organization), la sua presidenza è stata segnata da numerosi avvicendamenti del personale, dal divieto d'accesso ad alcune popolazioni, dalla costruzione del muro al confine con il Messico, da impeachment, furto di documenti riservati, accuse di frode elettorale e un assalto armato al Campidoglio. Non mancano, dunque i punti a sfavore di un secondo mandato. Tuttavia, i sondaggi indicano attualmente una gara serrata. E la situazione non appare troppo negativa neanche nei cosiddetti «swing states³». Inoltre, i risultati ottenuti da Trump in passato sono stati migliori rispetto ai sondaggi⁴.



Quali sono le argomentazioni a favore di Trump?

A nostro avviso, la persistente popolarità di Trump è strettamente collegata agli sviluppi sociali e al suo status di «enfant terrible» dell'establishment. Ad esempio, la classe media⁵ statunitense è sempre più frustrata per essere stata lasciata indietro quando la globalizzazione ha fatto salire di status le classi a basso reddito e ha favorito negli ultimi decenni Paesi in via di sviluppo come la Cina. Negli anni Novanta, la classe media possedeva circa il 37% del patrimonio delle famiglie statunitensi. Sul finire del Millennio, questa percentuale era scesa al 30%, e oggi è di poco inferiore al 26%, secondo i dati della Fed.

Nel frattempo, la fiducia nelle istituzioni statali è in picchiata ormai da anni. Secondo un sondaggio Gallup⁶, negli anni Ottanta la fiducia nella Corte Suprema era di poco inferiore al 60%. Nel 2023 era scesa al 27%. Sono peggiori solamente i dati sulla fiducia nella stampa (2023: 18%) o nel Congresso (2023: 8%).

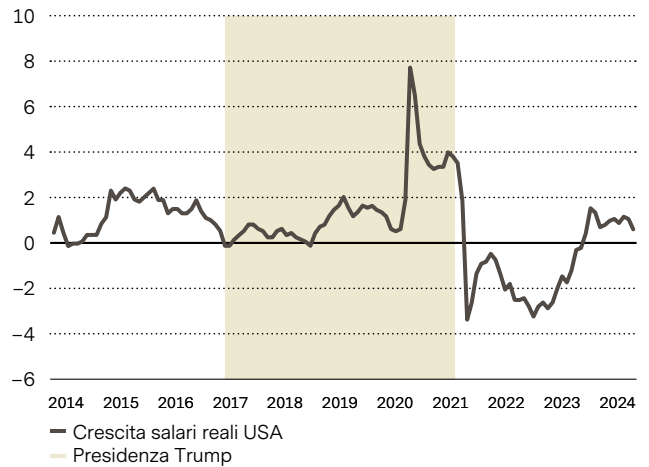
Dopo la fine del mandato di Trump, la situazione è ulteriormente peggiorata. Uno dei motivi è probabilmente lo shock dell'inflazione, che all'inizio del 2021 ha spinto la crescita dei salari reali (rettificati per l'inflazione) di molti americani in territorio negativo (grafico 1).

Anche l'impopolarità di Biden gioca a favore di Trump. L'indice di gradimento di un Presidente è di norma un buon indicatore della possibilità che venga rieletto. In passato, l'opinione pubblica sul Presidente dipendeva principalmente da valutazioni legate all'economia ma recentemente questo rapporto sembra essersi invertito: l'economia USA è solida, il tasso di disoccupazione rimane ai minimi storici e anche l'inflazione (le cui basi sono state gettate prima dell'insediamento di Biden) è scesa nettamente. Eppure, l'indice di gradimento di Biden è crollato: se all'inizio del 2021 si attestava sul 53%, secondo il sito web FiveThirtyEight⁷ gestito da ABC News, oggi è intorno al 40%. E questo lo rende ancor meno popolare di quanto fosse Trump durante il suo primo mandato.

Molti americani non hanno fiducia nel fatto che Biden affronterà problematiche che ritengono importanti, secondo un sondaggio Ipsos⁸. Questo riguarda, in particolare, temi sociali come la criminalità o l'immigrazione. L'immigrazione è aumentata significativamente dal 2022, in parte a causa dell'allentamento delle restrizioni post-pandemia, intensificandosi sempre più. Solo a dicembre, gli agenti federali hanno fermato ogni giorno 10'000 persone che tentavano di oltrepassare il confine meridionale, secondo Bloomberg News⁹. Questi dati saranno probabilmente terreno fertile per qualche slogan populista.

Grafico 1: Dopo la fine del mandato di Trump, l'americano medio ha meno possibilità economiche

Variazione % annua



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 16 aprile 2024.

Inoltre, uno dei gruppi di elettori più fedeli ai Democratici sembra aver cambiato opinione: secondo un sondaggio New York Times/Siena¹⁰ di aprile il supporto a Trump tra gli elettori di colore è salito al 16%. Anche gli elettori ispanici si stanno orientando verso Trump. Probabilmente questi gruppi hanno perso fiducia in Biden e sono stati particolarmente colpiti dai redditi reali negativi.

Quali sono le argomentazioni a favore di Biden?

Le statistiche sono dalla parte di Biden. Storicamente, il Presidente degli USA in carica viene rieletto nel 67% dei casi. Se il Presidente in carica riesce a evitare una recessione, tale probabilità sale all'80%. Al contrario, se l'economia entra in recessione, il Presidente viene penalizzato e la probabilità di rielezione scende al 44% (grafico 2, pagina 9). In considerazione della solidità del mercato del lavoro, sia negli USA in generale che negli swing states, riteniamo improbabile l'arrivo di una recessione prima delle elezioni.

Non perdiamo di vista gli altri candidati

Trump e Biden sono oggi i due nomi sotto i riflettori. Gli investitori dovrebbero tuttavia considerare che anche gli altri potenziali candidati potrebbero avere un impatto sulle elezioni. Un sondaggio condotto a marzo da Quinnipiac University¹¹ ha rilevato che il 20% degli elettori opterebbe per un candidato diverso da Trump o Biden, se potesse scegliere tra cinque candidati anziché due. Il 13% degli intervistati si è pronunciato a favore del candidato indipendente Robert F. Kennedy Jr. Il 4%, invece, ha dichiarato la propria preferenza per la candidata del Partito Verde Jill Stein.

¹ Fonte: Articolo The Hill pubblicato il 14 settembre 2023 thehill.com/homenews/campaign/4203873-trump-biden-not-too-old-to-be-president/

² Fonte: Articolo Reuters, pubblicato il 17 marzo 2024 www.reuters.com/world/us/biden-michigan-governor-whitmer-utahs-cox-joke-washingtons-gridiron-dinner-2024-03-16/

³ Gli «swing states» sono gli stati USA in cui non emerge una chiara preferenza per un candidato prima delle elezioni. Gli swing states densamente popolati hanno spesso influenzato l'esito delle elezioni in passato. Nel 2024, Arizona, Nevada, Georgia, Michigan, Pennsylvania e Wisconsin sono considerati swing states.

⁴ Fonte: Articolo Pew Research Center, pubblicato il 9 novembre 2016. www.pewresearch.org/short-read/2016/11/09/why-2016-election-polls-missed-their-mark/

⁵ Definiamo «classe media» tutte le famiglie tra il 20° e l'80° percentile di reddito.

⁶ Fonte: Sondaggio Gallup. news.gallup.com/poll/1597/confidence-institutions.aspx

⁷ Fonte: Sondaggio FiveThirtyEight poll, dati al 29 aprile 2024. projects.fivethirtyeight.com/biden-approval-rating/

⁸ Fonte: Articolo ABC News, pubblicato il 10 marzo 2024. abcnews.go.com/Politics/biden-trump-americans-trust-president-poll/story?id=107938351

⁹ Fonte: Articolo Bloomberg News, pubblicato il 2 aprile 2024 www.bloomberg.com/features/2024-election-texas-border-migration/

¹⁰ Fonte: Sondaggio New York Times/Siena, pubblicato il 13 aprile 2024. www.nytimes.com/interactive/2024/04/14/us/elections/times-siena-poll-registered-voter-crosstabs.html

¹¹ Fonte: Sondaggio Quinnipiac University, pubblicato il 27 marzo 2024. poll.qu.edu/poll-release?releaseid=3894

8 Mercato in sintesi

Il Partito Verde ha già messo i bastoni tra le ruote ai Democratici in passato. Pensiamo al 2000 quando l'attivista Ralph Nader ha impedito ad Al Gore di entrare alla Casa Bianca, o al 2016 quando Jill Stein ha sottratto voti a Hillary Clinton.

Chi vincerà la maggioranza al Congresso?

Un'altra domanda cruciale è chi vincerà il Congresso. A nostro avviso, gli scenari più probabili sono due: un'ondata rossa (vittoria schiacciante per i Repubblicani) o uno stallone. L'ondata blue (vittoria schiacciante per i Democratici) è meno probabile.

Perché? Il Congresso è composto dal Senato e dalla Camera dei Rappresentanti. Al Senato, quest'anno sono in ballo 28 seggi dei Democratici; 23 non saranno oggetto

delle elezioni e sono, dunque, considerati «sicuri». Situazione diversa per i Repubblicani: solo 11 seggi sono in ballo, 38 sono considerati «sicuri». In base ai sondaggi del sito politico 270toWin¹², i Repubblicani sarebbero oggi in testa. È, dunque, possibile che guadagneranno dei seggi e rafforzeranno la loro influenza al Senato. Chi controllerà la Camera dei Rappresentanti dipenderà probabilmente dall'esito delle elezioni.

A nostro avviso, in caso di vittoria elettorale, Trump troverebbe meno ostacoli rispetto a Biden. Mentre Biden (probabilmente) affronterebbe un certo ostruzionismo in caso di vittoria, Trump potrebbe (probabilmente) lavorare con la maggioranza al Congresso.

Ciò che è improbabile che cambi in ogni caso

Indipendentemente da chi entrerà alla Casa Bianca, a nostro avviso i seguenti punti rimarranno invariati.

1. Protezionismo

Chiunque aveva sperato in un ridimensionamento della politica «America First» e in una maggiore apertura commerciale da Joe Biden, negli ultimi anni è rimasto deluso. Biden sembra perseguire una politica di «educato protezionismo»: posta meno tweet aggressivi rispetto al suo predecessore, ma mantiene comunque prioritari gli interessi dell'America. Molti dei dazi a difesa della sicurezza nazionale o delle restrizioni volontarie negoziate da Trump con altri Paesi sono rimaste intatte con l'amministrazione Biden. Biden sembra condividere la view di Trump secondo cui tutelare l'industria siderurgica USA sarebbe una questione di sicurezza nazionale. Non mancano altri esempi di misure protezionistiche: basti pensare al Chips and Science Act promosso da Biden, che offre miliardi di investimenti per la produzione, ricerca e sviluppo di semiconduttori, con l'obiettivo di creare più posti di lavoro nazionali nel settore manifatturiero.

2. Politica anti-Cina

Anche l'approccio nei confronti della seconda maggiore economia mondiale rimarrà probabilmente invariato. Sia i Repubblicani che i Democratici hanno imparato con il tempo che una politica anti-Cina incontra il favore degli elettori.

Mentre Trump è apertamente ostile alla Cina (come dimostrano i vari dazi punitivi imposti o la sua convinzione che il Covid-19 sia un «virus cinese»¹³), l'approccio di Biden è più sottile ma non meno determinato. Questo appare chiaro, ad esempio, se guardiamo le società cinesi che negli ultimi anni sono state inserite nella «lista delle entità» degli USA (grafico 3, pagina 9)¹⁴.

3. Riarmo

Trump ha ripetutamente richiesto un incremento della spesa militare¹⁵, pretendendolo altresì dagli altri Stati membri della NATO¹⁶. A febbraio ha, inoltre, annunciato che in caso di emergenza non si schiererebbe a fianco degli alleati NATO. Anche Biden è favorevole a potenziare la spesa: a marzo 2024 ha, infatti, presentato una proposta di budget per l'esercizio 2025 che comprende 850 miliardi di dollari di finanziamenti discrezionali per il Dipartimento della Difesa (+4,1% rispetto all'esercizio 2023).

4. Debito pubblico

A una prima occhiata, il debito pubblico in crescita non è una novità. Il debito pubblico, misurato come percentuale del prodotto interno lordo (PIL) si muove da anni in una sola direzione: al rialzo. Negli anni Ottanta il debito nazionale si attestava intorno al 30%, oggi supera il 120%. Quello che potrebbe presto divenire un problema, tuttavia, è l'aumento del costo del servizio del debito (a causa dei tassi d'interesse più elevati). I tassi sono, infatti, ai massimi degli ultimi 40 anni.

¹² Fonte: Sondaggio 270toWin, dati al 17 aprile 2024. www.270towin.com/2024-senate-election/

¹³ Fonte: Articolo University of California San Francisco, pubblicato il 18 marzo 2021. www.ucsf.edu/news/2021/03/420081/trumps-chinese-virus-tweet-linked-rise-anti-asian-hashtags-twitter

¹⁴ La «lista delle entità» è un elenco redatto dal Governo degli USA di persone fisiche, società e organizzazioni estere classificate come rischiose per la sicurezza nazionale e soggette a restrizioni e a requisiti di licenza per l'esportazione di determinati beni e tecnologie.

¹⁵ Fonte: Articolo New York Times, pubblicato il 27 febbraio 2017. www.nytimes.com/2017/02/27/us/politics/trump-budget-military.html

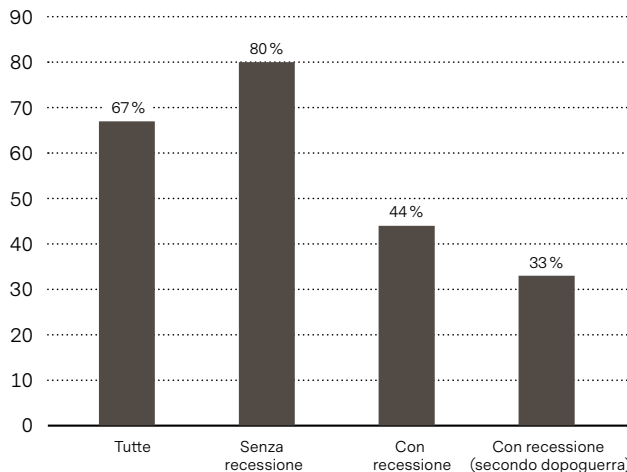
¹⁶ Fonte: Articolo Reuters, pubblicato l'11 luglio 2018. www.reuters.com/article/idUSKBN1K12BW/

Le promesse della campagna Trump

Ci limiteremo alle cinque aree più importanti: politica fiscale, politica monetaria, politica commerciale, politica sull'immigrazione e politica estera.

Grafico 2: Il passato ci insegna che il Presidente in carica è favorito se non c'è recessione

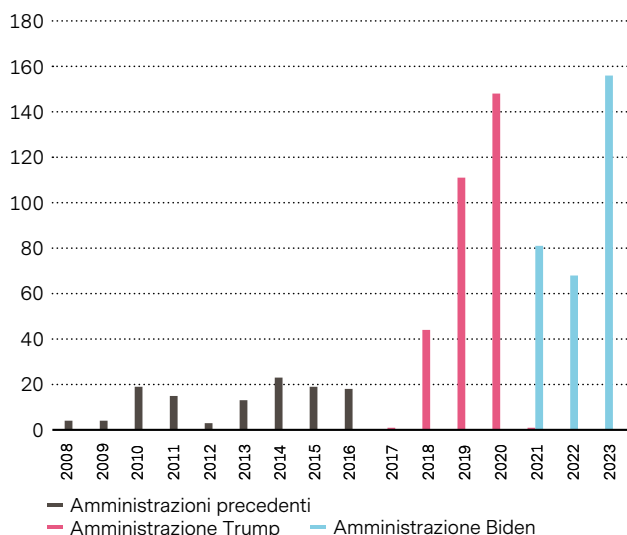
Indice di successo del Presidente in carica alle elezioni USA (%)



Fonte: BCA Research, NBER, Dave Leip's Atlas, Vontobel; dati al 16 aprile 2024.

Grafico 3: Democratici e Repubblicani: politica cinese aggressiva, soprattutto per inibire l'innovazione

Numero di entità cinesi inserite nella lista delle entità nelle precedenti amministrazioni USA



Fonte: Dipartimento del Commercio, Bloomberg, Vontobel; dati al 16 aprile 2024.

1. Politica fiscale

Il programma di politica fiscale di Trump è principalmente incentrato sulla riduzione delle imposte. Nel suo primo mandato aveva già tentato di ridurre l'imposta sulle società dal 35% al 15%, fissandola infine al 21%. Trump e i suoi consulenti hanno discusso un ulteriore taglio dell'aliquota d'imposta sulle società per portarla al 15%¹⁷. Se Trump verrà eletto, anche le persone fisiche potranno sperare in una riduzione delle imposte. Poiché in passato la riduzione delle imposte ha indebolito la disciplina di bilancio negli USA, possiamo ipotizzare che il deficit di bilancio, già elevato, continuerà a crescere.

Trump intende risparmiare altrove e, tra le altre cose, eliminare i finanziamenti statali per le emittenti pubbliche. Gli aiuti esteri, i sussidi per il clima e gli investimenti nelle tecnologie sostenibili saranno a loro volta ridimensionati (Trump, ad esempio, ritiene che l'espansione del mercato delle auto elettriche getti le basi per possibili licenziamenti in massa nel settore automobilistico USA)¹⁸.

2. Politica monetaria

Trump ha innanzitutto preso di mira il presidente della Fed Jerome Powell. Trump e Powell condividono un passato turbolento: Trump aveva conferito a Powell (anche lui Repubblicano) l'incarico di Presidente della Fed nel 2017, lodandolo all'epoca come «saggio» ed esperto. Ma dopo aver alzato i tassi di interesse nel 2018, Powell ha perso il favore di Trump, che ha descritto la Fed e il suo Presidente come «incapaci»¹⁹ e ne ha richiesto le dimissioni. Nel 2019 Trump ha addirittura pubblicato un tweet chiedendosi se il «peggior nemico» degli USA fosse Powell o il Presidente cinese Xi Jinping²⁰. Nel 2024, Trump ha lasciato intendere che Powell potrebbe ridurre i tassi di interesse per sostenere i Democratici e garantire un secondo mandato a Biden²¹.

A nostro avviso, sbarazzarsi di Powell non sarà così semplice. Da un punto di vista legale, il Presidente può rimuovere un membro del Comitato della Fed (Powell incluso) solamente per «giusta causa». E l'insoddisfazione in merito alle politiche monetarie della Fed difficilmente sarà considerata una motivazione ragionevole.

Tuttavia, Trump ha già annunciato che se verrà rieletto Presidente non affiderà un secondo mandato a Powell – la cui carica quadriennale scade nel 2026 – ma cercherà piuttosto di affidare l'incarico a un Presidente a lui più congeniale. Ad ogni modo, il Congresso sarà chiamato a dare la sua approvazione.

3. Politica commerciale

Trump rimane un sostenitore della politica «America First». Nel caso di un secondo mandato, possiamo aspettarci maggiori incertezze sul fronte della politica commerciale.

¹⁷ Fonte: Articolo Washington Post, pubblicato il 13 settembre 2023. projects.fivethirtyeight.com/polls/senate/

¹⁸ Fonte: Articolo Time, pubblicato il 28 settembre 2024. time.com/6318298/why-trump-talking-about-electric-vehicles/

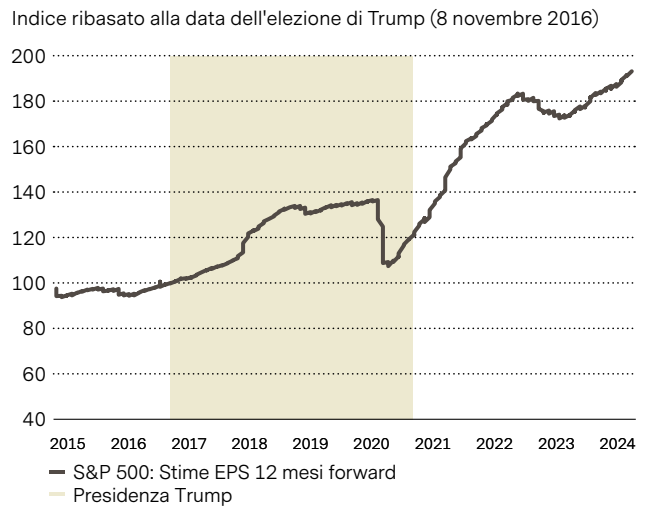
¹⁹ Fonte: Articolo CNBC, pubblicato il 14 agosto 2019. www.cnbc.com/2019/08/14/trump-hammers-clueless-jay-powell-rails-against-crazy-inverted-yield-curve.html

²⁰ Fonte: Articolo CNBC, pubblicato il 23 agosto 2019. www.cnbc.com/2019/08/23/trump-tweets-who-is-our-bigger-enemy-fed-chairman-powell-or-chinese-president-xi.html

²¹ Fonte: Articolo Fortune, pubblicato il 2 febbraio 2024. fortune.com/2024/02/02/donald-trump-says-political-jerome-powell-will-help-democrats-lower-interest-rates/



Grafico 6: Un altro taglio fiscale incrementerebbe la crescita dell'EPS



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 16 aprile 2024.

Trump ha, infatti, già annunciato che imporrà dazi all'importazione nella misura del 60% sui beni provenienti dalla Cina e del 10% sui beni provenienti da altri Paesi, se vincerà le elezioni. I dazi si attestano ora su una media del 3%, o del 19% nel caso della Cina, secondo il South China Morning Post²². Se Trump portasse avanti quanto annunciato, l'Unione Europea (in quanto secondo maggiore partner commerciale degli USA) ne sarebbe particolarmente penalizzata, insieme alla Cina.

Sono in fase di discussione anche potenziali restrizioni alla proprietà cinese delle infrastrutture USA (es. nei settori dell'energia, della tecnologia, delle telecomunicazioni e delle risorse naturali). Trump sta, inoltre, considerando di imporre un divieto agli investimenti delle società statunitensi in Cina e di rivalutare il ruolo degli USA all'interno di importanti organizzazioni come la WTO.

4. Politica sull'immigrazione

I piani di Trump in materia di immigrazione sono altrettanto risoluti. In occasione di un recente fundraiser, Trump ha lamentato che nessun cittadino di Paesi «desiderabili» (la definizione di Trump per Danimarca, Svizzera e Norvegia)²³ si trasferisce negli USA. Piuttosto, ha affermato, gli USA devono contrastare l'immigrazione di cittadini di altri Paesi. Anche l'immigrazione legale e il diritto alla cittadinanza per i bambini nati negli USA saranno messi in discussione. Le conseguenze sul mercato del lavoro potrebbero essere negative. L'immigrazione sostenuta che ha caratterizzato l'amministrazione Biden ha allentato la tensione sul mercato del lavoro, in crisi da tempo, con una domanda troppo elevata di manodopera e un'offerta troppo limitata. Il calo dell'immigrazione aggraverebbe il problema della carenza di manodopera, andando ad aumentare ulteriormente la pressione sui salari (e dunque l'inflazione).

5. Politica estera

A parte la politica sulla Cina, anche i rapporti con la Russia potrebbero finire sotto i riflettori. Trump sembra essere in buoni rapporti con il Presidente russo Vladimir Putin. Sebbene la dichiarazione di Trump di voler risolvere la guerra in Ucraina entro 24 ore²⁴ possa essere un po' ambiziosa, un modo in cui potrebbe influenzare la guerra sarebbe di tagliare gli aiuti finanziari all'Ucraina, come sembrerebbe aver detto al Primo Ministro ungherese Viktor Orban durante una riunione a marzo²⁵. Dovrebbe, tuttavia, convincere un Congresso ostile nei confronti della Russia.

La politica di Trump sull'Iran potrebbe avere un maggiore impatto sul prezzo del petrolio. Per Trump, le sanzioni sembrano l'unico modo per evitare che l'Iran possa incrementare le scorte di uranio arricchito (e dunque creare una bomba nucleare) in futuro. L'Iran è uno dei maggiori produttori di petrolio al mondo con una produzione di 4,4 milioni di barili al giorno. Dopo il ritiro a sorpresa di Trump dall'accordo sul nucleare Joint Comprehensive Plan of Action (JCPOA) a maggio 2018, il prezzo del petrolio è salito del 60% in un breve lasso di tempo. Secondo le stime, da 2 a 4 milioni di barili di petrolio sono scomparsi (almeno temporaneamente) dal mercato mondiale.

Per quanto riguarda il resto del Medio Oriente, Trump ha dato prova della sua abilità diplomatica. Gli Abraham Accords (2020), negoziati sotto la sua amministrazione, hanno normalizzato i rapporti diplomatici tra Israele e alcuni stati arabi. I firmatari – Emirati Arabi Uniti (EAU), Bahrain e Israele – hanno ribadito il loro desiderio di rafforzare la pace in Medio Oriente. Gli Emirati e Israele hanno altresì siglato un accordo di pace. Trump mantiene, inoltre, buoni rapporti con l'Arabia Saudita e il Qatar, importante esportatore di gas.

²² Fonte: Articolo South China Morning Post, pubblicato il 17 gennaio 2024. www.scmp.com/news/china/diplomacy/article/3248691/us-tariffs-chinese-imports-might-increase-2024-analysts-say

²³ Fonte: Articolo The Guardian, pubblicato l'8 aprile 2024. www.theguardian.com/us-news/2024/apr/08/trump-immigration-north-europe

²⁴ Fonte: Video Wall Street Journal, per concessione di CNN, pubblicato il 11 maggio 2023. www.wsj.com/video/watch-trump-says-as-president-hed-settle-ukraine-war-within-24-hours/0BCA9F18-D3BF-43DA-9220-C13587EAEDF2

²⁵ Fonte: Articolo Reuters, pubblicato l'11 marzo 2024. www.reuters.com/world/europe/trump-wont-give-money-ukraine-if-elected-says-hungarys-orban-2024-03-11/

Le possibili conseguenze di un'amministrazione Trump 2.0 sull'economia

Non è chiaro se Trump possa vincere la maggioranza al Congresso e non è certo che i Repubblicani saranno d'accordo con tutte le sue proposte. E questo influirebbe sulla realizzazione (e le modalità di implementazione) di tutte le sue promesse elettorali. Inoltre, la situazione oggi è piuttosto diversa: molte delle promesse di Trump si scontrerebbero con un mercato del lavoro molto più contratto. In altre parole, il rischio al rialzo per l'inflazione è più elevato rispetto al primo mandato di Trump. A nostro avviso, quello delineato di seguito potrebbe essere uno scenario plausibile:

1. Crescita

Un secondo mandato di Trump potrebbe essere in generale positivo per la crescita dell'economia. I tagli fiscali pianificati da Trump dovrebbero tradursi in un aumento del deficit di bilancio, che comporterebbe uno stimolo fiscale positivo. I piani di deregolamentazione di Trump potrebbero, inoltre, incrementare la produttività. E se il Congresso starà dalla parte di Trump, questo dovrebbe supportare l'economia statunitense. Nel lungo termine, tuttavia, emergerebbero anche delle implicazioni negative per la crescita: il calo dell'immigrazione determinerebbe un indebolimento della crescita della popolazione. A causa della maggiore incertezza sul fronte degli scambi commerciali, esiste anche il rischio che le aziende investano di meno. L'aumento dei dazi, e di conseguenza dei prezzi, potrebbe inoltre portare a un calo dei consumi.

2. Inflazione

Un secondo mandato di Trump potrebbe avere ampie conseguenze reflazionistiche – ossia il livello dei prezzi negli USA potrebbe rimbalzare nel contesto di una maggiore solidità dell'economia e dei consumi privati. Questo è in parte dovuto al deficit di bilancio presumibilmente più alto con uno stimolo della domanda positivo, e in parte al calo dell'immigrazione e al conseguente rischio di ulteriori carenze sul mercato del lavoro (maggiore pressione salariale dovuta alla carenza di manodopera). In ultimo, ma non per importanza, anche l'aumento dei dazi potrebbe far salire l'inflazione. Un ridotto effetto disinflazionistico potrebbe derivare dal calo dell'immigrazione (meno immigrati, meno domanda di alloggi e, dunque, meno pressione sull'inflazione degli alloggi e degli affitti).

3. Tassi d'interesse

Tra il 2017 e il 2018 (durante il primo mandato di Trump, quando aveva pieno controllo del Congresso), i tassi di interesse (in questo caso i rendimenti obbligazionari) si sono mossi al rialzo. Anche se Trump vincerà una seconda elezione, i tassi potrebbero salire a causa della maggiore crescita economica, dell'aumento dell'inflazione e della prospettiva di un Congresso controllato dai Repubblicani. Tuttavia, l'incertezza sul fronte degli scambi commerciali e la politica estera orientata verso la pressione massima potrebbero limitare il potenziale di rialzo.

4. Dollaro USA

A nostro avviso la combinazione di crescita economica più solida, inflazione più elevata e incertezza sul fronte commerciale implica dei rischi al rialzo per il dollaro USA.

Su questo punto, la funzione di reazione della Fed avrebbe un ruolo cruciale. Il requisito essenziale per il rafforzamento del dollaro è che la banca centrale intraprenda un'azione decisiva contro l'inflazione elevata (ossia alzi i tassi di interesse). In caso contrario, se rimarrà ferma a guardare l'inflazione in aumento, sarà più probabile che il dollaro venga penalizzato.

Le possibili conseguenze di un'amministrazione Trump 2.0 sui mercati finanziari

È importante ricordare che le asset class sono influenzate da fattori come il ciclo economico globale, influenzato a sua volta da numerosi altri fattori oltre al semplice esito delle presidenziali USA.

1. Azioni

Il passato insegna che mercati azionari spesso si muovono lateralmente alla vigilia delle elezioni. Questo non ci sorprende: le campagne elettorali sono tipicamente accompagnate da incertezze sul futuro andamento politico, e gli investitori azionari non amano l'incertezza. Una volta decretato il vincitore, i mercati generalmente hanno guadagnato terreno – anche in caso di non rielezione del Presidente uscente.

Un ulteriore taglio delle imposte potrebbe avere un impatto positivo sugli utili per azione (grafico 4, pagina 10). Al contempo, gli investitori dovrebbero prepararsi a una maggiore volatilità sul mercato azionario (analoga al 2019) dovuta alla politica più imprevedibile.

Nell'ambito dell'asset class, le azioni dei mercati sviluppati sono destinate a trarre il maggior beneficio. La guerra commerciale potrebbe creare delle difficoltà per le azioni di alcuni mercati emergenti.

2. Obbligazioni

Le obbligazioni potrebbero attraversare qualche difficoltà. Se da un lato l'asset class trarrebbe vantaggio dal rafforzamento del dollaro, la combinazione di crescita, inflazione e tassi di interesse più elevati eserciterebbe un impatto negativo.

Un'economia più solida rende le azioni più interessanti rispetto alle obbligazioni dal punto di vista degli investitori. L'inflazione più elevata riduce il potere d'acquisto dei flussi di cassa futuri delle obbligazioni. L'aumento dei tassi di interesse determina una perdita di valore delle obbligazioni in circolazione.

3. Investimenti alternativi

Se le nostre ipotesi in merito a un secondo mandato reflazionistico di Trump saranno confermate, anche le materie prime potranno beneficiarne. Una maggiore crescita economica dovrebbe, inoltre, favorire le asset class cicliche. Se da un lato l'oro potrebbe essere temporaneamente favorito dalla maggiore incertezza geopolitica, l'aumento dei tassi di interesse e un dollaro USA più solido potrebbero penalizzare il metallo giallo (i tassi di interesse reali e il dollaro USA, in genere, si muovono nella direzione opposta rispetto all'oro).

Correnti mutevoli dell'economia e lo sfuggente «anno delle obbligazioni»



— **Christopher Koslowski**
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Inizialmente gli investitori si aspettavano che il 2024 sarebbe un anno di rallentamento della crescita, calo dell'inflazione e ampi tagli dei tassi. Ad oggi sembra piuttosto un anno di crescita solida, pressioni inflazionistiche persistenti e un approccio più graduale e tardivo alla normalizzazione della politica. Quello che doveva essere «l'anno delle obbligazioni» non si è ancora dimostrato tale ... per ora.

Diversi settori dell'economia USA continuano a evidenziare stabilità, nonostante il forte inasprimento della politica monetaria. Il mancato arrivo di una recessione ha indotto il mercato a prevedere un'inflazione vischiosa. Da parte nostra dubitavamo che l'inflazione sarebbe scesa velocemente come prevedeva il mercato non troppo tempo fa – dicendo che l'ultimo chilometro è sempre il più difficile. Molto dipenderà dai dati dei prossimi mesi, tra cui le tempistiche e il numero dei tagli dei tassi che saranno effettuati quest'anno. Gran parte dei funzionari della Fed ne prevede due o tre. Tuttavia, una prolungata assenza di miglioramenti sul fronte dell'inflazione, aspettative inflazionistiche fuori controllo o un calo inatteso sul mercato del lavoro potrebbero modificare la situazione.

Il grande cambiamento nelle aspettative di mercato riguarda l'entità dei tagli. All'inizio del 2024, era scontata una probabilità del 10% che entro fine anno il tasso sui Fed Fund sarebbe stato pari o inferiore al 2%. Ma da allora questa probabilità è stata ridotta e il mercato sembra scontare uno scenario economico favorevole. Oggi le opzioni scontano una probabilità del 30% che il tasso sui Fed Fund a fine anno sarà del 4–5%, con possibilità che superi il 5% (grafico 1).

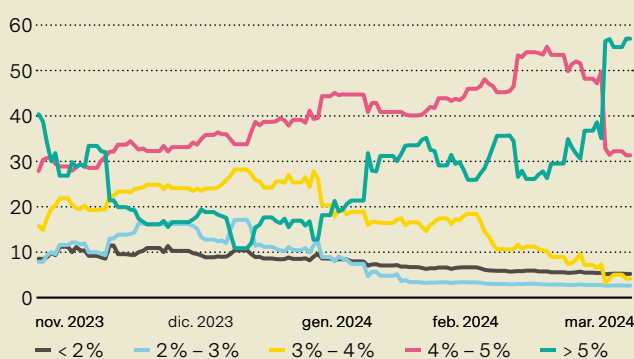
Prudenza sul credito

Gli spread rettificati per le opzioni sui Treasury USA, che riflettono la differenza di rendimento tra obbligazioni sovrane e corporate, sono un comune indicatore del rischio di default. La forte compressione degli spread del credito IG ha considerevolmente ridotto il margine di sicurezza del credito. Oggi gli spread rappresentano meno del 20% del rendimento totale dell'Indice Bloomberg US Corporate Bond (grafico 2).

Le valutazioni elevate ci inducono alla prudenza in questo segmento. Il premio al rischio dell'high yield è salito a 329 pb dopo essere sceso sotto i 300 lo scorso mese, il livello più contratto in quasi tre anni. In questo contesto incerto, le obbligazioni high yield potrebbero finire sotto pressione. Le aspettative di un aumento dei default, insieme a una politica monetaria restrittiva, potrebbero penalizzare il segmento e ci inducono a considerare il rapporto rischio/rendimento asimmetrico. L'attuale valutazione degli spread high yield USA implica tassi di default molto moderati e l'assenza di un rallentamento a breve.

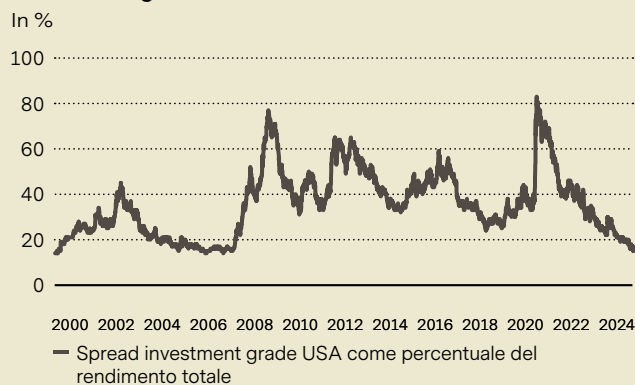
Grafico 1: I mercati assegnano maggiore probabilità allo scenario «più alti più lungo»

Probabilità implicita nelle opzioni dicembre 2024 in %



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

Grafico 2: Forte compressione degli spread del credito investment grade



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

Gli utili riusciranno a sostenere le azioni?



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Dopo quasi cinque mesi di performance stellare, da fine marzo i mercati azionari sono in fase di consolidamento. Gli investitori si pongono molte domande. La stagione degli utili contribuirà a tenere alto l'azionario? La crescita economica resisterà ai rendimenti elevati, sfidando il mantra della Fed «più alti più a lungo» dovuto all'insoddisfazione per i progressi fatti nel contenere l'inflazione?

Da ottobre, il re-rating delle valutazioni sta trainando la performance dei mercati azionari, grazie alle buone notizie previste – da una politica monetaria meno restrittiva alla prospettiva di un soft landing.

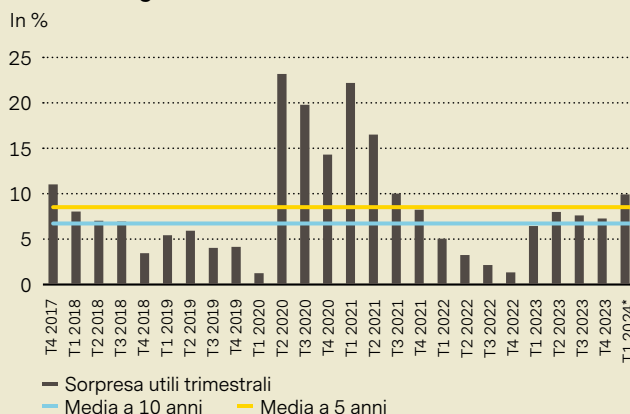
Il risultato? Negli USA, l'Indice S&P 500 ha chiuso sopra la media mobile su 50 giorni (prezzo medio di chiusura negli ultimi 50 giorni di trading) per oltre 160 giorni consecutivi, la serie più lunga dalla crisi finanziaria globale. Dal 1945, questo fenomeno è successo solo in rare occasioni. Tuttavia, i tre mesi consecutivi di inflazione più alta e i dati sulla spesa al consumo più solidi del previsto negli USA, insieme alle tensioni nell'Est Europa e in Medio Oriente (che hanno determinato un rincaro dell'energia) sono bastati a riaccendere il timore dell'inflazione.

La narrativa «più alti più a lungo» della Fed e la sua posizione aggressiva hanno fatto salire i rendimenti, ricalibrando l'aspettativa di tagli dei tassi imminenti. A inizio anno, i mercati scontavano fino a sette tagli dei tassi per il 2024, già a partire da marzo. Alla data di redazione del presente documento, se ne prevedono meno di due, e non prima del terzo trimestre.

La politica delle banche centrali è tornata quello della scorsa estate e siamo nelle prime fasi di una correzione più ampia? A nostro avviso no. Innanzitutto, alla luce dell'inflazione più elevata, del differimento della virata e del sentiment rialzista degli investitori a fine marzo, un consolidamento non ci sorprende. Statisticamente, dal 1920 abbiamo osservato in media tre/quattro arretramenti del 5% l'anno o più. Inoltre, per le banche centrali c'è una grande differenza dallo scorso anno: il grosso del lavoro è già stato fatto perché la crescita economica è globalmente in ripresa. Questo indica che ci stiamo avvicinando all'inizio di un nuovo ciclo economico. In questo caso, la stagione di reporting appena avviata potrebbe proseguire, come gli ultimi trimestri, con altre sorprese sugli utili (grafico 1), che a loro volta supporterebbero le azioni.

A sostegno di questa view, le revisioni degli utili globali, seppur in territorio negativo, sembrano aver preso una traiettoria rialzista (grafico 2). Per questo, manteniamo una posizione di sovrappeso sull'azionario. Per ulteriori dettagli si rimanda a pagina 5.

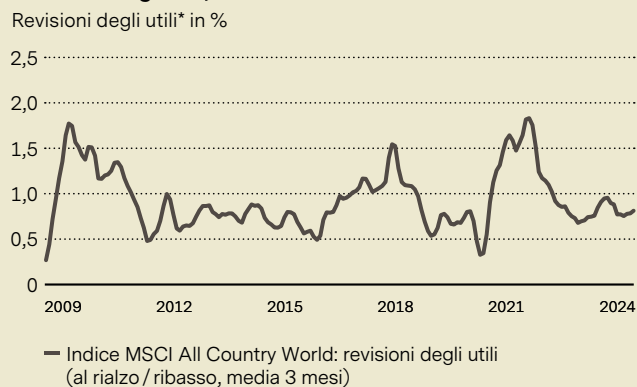
Grafico 1: Sorprese sugli utili trimestrali per l'Indice S&P 500 negli ultimi 8 anni



*Stagione di reporting in corso. Una sorpresa sugli utili è la differenza tra gli utili pubblicati e quelli attesi

Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 19 aprile 2024.

Grafico 2: Le revisioni globali degli utili rimangono in territorio negativo, ma sembrano su una traiettoria rialzista



* I valori superiori a 1 indicano revisioni degli utili al rialzo per la maggioranza delle società nell'Indice MSCI ACWI; i valori inferiori a 1 indicano revisioni al ribasso.

Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 19 aprile 2024.

Petrolio in rialzo e oro in corsa



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Da ottobre 2023, tutti i riflettori sono puntati sul conflitto Israele-Hamas. Tre erano i nostri possibili scenari: uno in cui il conflitto rimane confinato a Israele e Hamas, un altro che vede l'entrata in scena di Hezbollah e un terzo in cui la «guerra ombra» tra Israele e Iran si trasforma in un conflitto più diretto. A metà aprile si è concretizzato il terzo scenario, quando l'Iran ha mandato droni e missili in Israele in risposta a un attacco di quest'ultima al suo consolato in Siria all'inizio del mese (non ufficialmente rivendicato da Israele).

L'attacco ha segnato una nuova fase nel conflitto e ha spinto i prezzi del petrolio temporaneamente sopra la soglia di 90 dollari al barile (grafico 1). In futuro, tanto dipenderà da come evolverà il conflitto. In assenza di ulteriori escalation, l'attenzione prima o poi tornerà ai driver più importanti (offerta, domanda, ecc.), ma i mercati in generale potrebbero continuare a prestare particolare attenzione agli eventi geopolitici. Se invece ci saranno ulteriori escalation, si potrebbe aspettarsi un rincaro del petrolio (o addirittura uno shock dei prezzi). In caso di shock, l'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio e i suoi alleati (OPEP+)

potrebbero accorrere in aiuto, disponendo di una capacità di produzione in eccesso di circa 5 milioni di barili al giorno.

In questo momento, molti stakeholder si stanno adoperando per calmare le acque. Il Presidente degli USA Joe Biden ha garantito supporto al Primo Ministro israeliano Benjamin Netanyahu, pronunciandosi tuttavia a sfavore di un attacco ritorsivo, al quale con tutta probabilità gli USA non parteciperebbero¹. Anche il Ministro degli Esteri saudita ha espresso preoccupazione per l'escalation militare nella regione e ha invitato tutte le parti in causa ad esercitare grande cautela².

Le ragioni alla base della recente corsa dell'oro non si limitano alla situazione geopolitica. Il metallo giallo ha toccato un massimo dopo l'altro, nonostante l'aumento dei rendimenti reali USA e la solidità del dollaro (che spesso rappresentano un ostacolo). Una spiegazione molto gettonata è la robusta domanda dalle banche centrali dei mercati emergenti (Cina e India hanno acquistato oro a ritmo sostenuto).

Ma potrebbe essercene un'altra: il mercato sa qualcosa che noi non sappiamo. Cosa intendiamo con questo? Se analizziamo la performance recente di oro e Bitcoin, non possiamo non notare che sono strettamente correlati: la variazione di un punto percentuale nell'oro equivale a una variazione del 5% circa nel Bitcoin. E questo è sorprendente, perché sono spesso considerati «competitor». Una possibile conclusione? I mercati sono sempre più preoccupati dell'enorme quantitativo di liquidità nel sistema (grafico 2) e si riversano su fonti di valore alternative.

¹ Fonte: Articolo di CNN, pubblicato il 14 aprile 2024. edition.cnn.com/2024/04/14/politics/biden-netanyahu-israel-iran-response/index.html

² Articolo di Al Arabiya, pubblicato il 14 aprile 2024. english.alarabiya.net/News/saudi-arabia/2024/04/14/saudi-arabia-expresses-deep-concern-over-military-escalations-in-the-region

Grafico 1: A trainare il prezzo del petrolio è la situazione in Medio Oriente

USD al barile



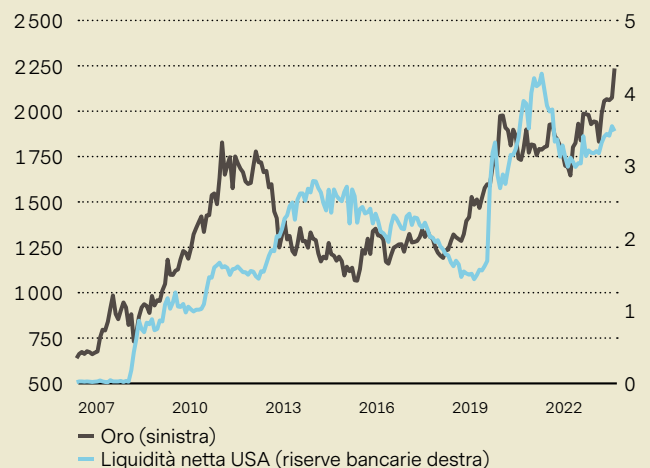
— Prezzo del greggio Brent
— Rischio geopolitico elevato in Israele

Nota: L'indice del rischio geopolitico si basa sul documento di lavoro «Measuring Geopolitical Risk» (di Dario Caldara e Matteo Iacoviello), Consiglio dei governatori del Federal Reserve Board, 2017. Le aree in bianco indicano i periodi in cui l'indice del rischio geopolitico di Israele è stato superiore a uno.
Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 19 aprile 2024.

Grafico 2: L'oro sta beneficiando di un'iniezione (segreta) di liquidità?

USD per oncia

Triloni di dollari USA



— Oro (sinistra)
— Liquidità netta USA (riserve bancarie destra)

Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 19 aprile 2024.

Il dollaro guadagna terreno con il cambio di marcia sui tagli



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

I primi mesi del 2024 sono stati frustranti per i ribassisti del dollaro. Finora, lo US Dollar Index ha guadagnato circa il 5% (grafico 1) sulla scia delle aspettative del mercato – che sono passate fino a sette tagli dei tassi della Fed a meno di due. Una nuova ondata di avversione al rischio si sta inoltre facendo strada nei mercati, amplificando i progressi del dollaro.

La possibilità di ulteriori rialzi dai livelli attualmente già elevati è comunque limitata. Se i dati indicheranno che la Fed si limiterà a ritardare il primo taglio di qualche mese, procedendo comunque a ridurre i tassi nel corso di quest'anno e del prossimo, i ribassisti del dollaro potrebbero presto avere la meglio.

Tuttavia, se la Fed indicherà che quest'anno i tassi potrebbero rimanere invariati o che sarà necessario un ulteriore inasprimento, il recente rally del dollaro potrebbe proseguire. Questi sviluppi metterebbero in luce la tendenza al rafforzamento del dollaro in risposta ai segnali di politica monetaria della Fed.

Stimolo geopolitico di breve durata per il franco svizzero

La nuova ondata di tensioni geopolitiche ha supportato il franco svizzero ma i fondamentali sottostanti rimangono invariati: la Banca Nazionale Svizzera (BNS) affronta un significativo rischio dovish, con un ulteriore potenziale di ribasso per il franco.

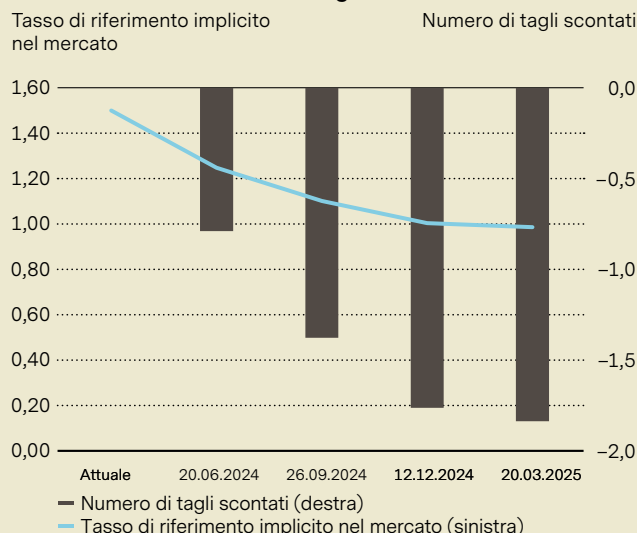
Nonostante l'indebolimento dell'inflazione dei prezzi al consumo in Svizzera, i mercati continuano a prevedere un ciclo di allentamento limitato dalla BNS, scontando due soli altri tagli nel corso dell'anno che porteranno il tasso di riferimento all'1% (grafico 2). L'inflazione svizzera ha rallentato inaspettatamente, corroborando la decisione della BNS di tagliare i tassi lo scorso mese. La banca ha infatti sorpreso gli investitori riducendo il tasso di riferimento ed è stata la prima a farlo tra le banche centrali del G-10 dal picco dell'inflazione globale.

A marzo i prezzi al consumo in Svizzera sono saliti solo dell'1% su base annua, l'incremento più ridotto in due anni e mezzo, contro l'1,3% previsto dagli economisti. Il calo dell'inflazione è stato generalizzato, a indicazione che le pressioni inflazionistiche in Svizzera si stanno allentando più rapidamente del previsto. Il presidente uscente della BNS Thomas Jordan ha affermato che esiste un «rischio molto ridotto» che l'inflazione superi il limite del 2% del target della banca centrale. La BNS aveva precedentemente previsto una moderata accelerazione dell'inflazione nel secondo e terzo trimestre, principalmente trainata dai previsti aumenti delle locazioni.

Grafico 1: Il balzo dello US Dollar Index con il cambio di aspettative sui tagli



Grafico 2: Tasso di riferimento della SNB implicito nel mercato e numero di rialzi/tagli scontati



16 Previsioni

Economia e mercati finanziari 2022 – 2025

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

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

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

TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %)	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
EUR	2,50	4,50	4,50	3,55	2,70
USD	4,50	5,50	5,50	5,00	4,00
JPY	-0,10	-0,10	0,10	0,20	0,20
GBP	3,50	5,25	5,25	4,70	3,60
CHF	1,00	1,75	1,50	1,11	0,98
AUD	3,10	4,35	4,35	4,20	3,50
CNY	3,65	3,45	4,35	4,25	n.a.

RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO, 10 ANNI (IN %)	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
EUR (Germania)	2,6	2,0	2,50	2,21	2,16
USD	3,9	3,9	4,60	3,96	3,76
JPY	0,4	0,6	0,85	0,91	1,06
GBP	3,7	3,5	4,26	3,68	3,46
CHF	1,6	0,7	0,77	0,70	0,80
AUD	4,1	4,0	4,26	3,95	3,78

TASSI DEI CAMBI	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
CHF per EUR	0,99	0,93	0,97	0,99	1,01
CHF per USD	0,94	0,84	0,91	0,91	0,90
CHF per 100 JPY	0,72	0,60	0,59	0,63	0,67
CHF per GBP	1,12	1,07	1,13	1,15	1,17
USD per EUR	1,06	1,10	1,07	1,09	1,12
JPY per USD	130,00	141,00	155,00	145,00	135,00
USD per AUD	0,67	0,68	0,64	0,67	0,70
GBP per EUR	0,88	0,87	0,86	0,86	0,86
CNY per USD	6,91	7,10	7,24	7,20	7,00

MATERIE PRIME	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
Brent, USD per barile	86	77	86	84	81
Oro, USD per oncia troy	1'824	2'063	2'377	2'106	2'125
Rame, USD per tonnellata metrica	8'372	8'559	9'735	8'914	9'275

¹ Ultimo trimestre disponibile

² Ultimo mese disponibile, dati G20 solo trimestrali

Fonte: Vontobel, rispettivi uffici di statistica e banche centrali; al 19 aprile 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.

Disclaimer per il capitolo Market Highlights, «Cosa potrebbe significare un secondo mandato di Trump per gli investitori?», pagine 6 – 11

Il presente documento di marketing è stato prodotto da una o più società del Gruppo Vontobel (collettivamente «Vontobel») per i clienti privati e istituzionali. Quelle espresse sono le opinioni dei singoli individui sopra menzionati e non rispecchiano necessariamente il parere di Vontobel Asset Management o del Gruppo Vontobel. Tali pareri possono cambiare in qualsiasi momento e senza preavviso.

Il presente documento ha scopo meramente informativo e nulla di quanto espresso in questa sede rappresenta un'esortazione, un invito o un consiglio ad acquistare o vendere qualsivoglia strumento di investimento né a effettuare qualsivoglia operazione o concludere qualsivoglia atto legale di qualsiasi natura.

Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile di quelle attuali o future. I rendimenti possono variare sia al rialzo che al ribasso a fronte, ad esempio, delle oscillazioni dei tassi di cambio. Il valore dei capitali investiti può aumentare o diminuire e non vi è garanzia che tale capitale investito possa essere riscattato, in toto o in parte.

Pur nella convinzione che le informazioni riportate nel presente documento si basino su fonti attendibili, Vontobel declina ogni responsabilità circa la qualità, la correttezza, l'esattezza o la completezza delle informazioni ivi contenute.

Fatta eccezione per i casi previsti dalla legislazione vigente in materia di diritto d'autore, sono vietati la riproduzione, l'adattamento, il caricamento su un sito terzo, il collegamento, l'invio, l'utilizzo in pubblico, la distribuzione o la trasmissione in qualsiasi forma delle presenti informazioni con qualsiasi procedimento senza l'esplicito consenso scritto di Vontobel. Nella misura massima consentita dalla legge, Vontobel non sarà responsabile di qualsiasi perdita o danno subito a seguito dell'utilizzo o dell'accesso alle presenti informazioni, ovvero della mancata fornitura delle presenti informazioni da parte di Vontobel. La responsabilità di Vontobel per omissioni, inadempimenti contrattuali o violazioni di qualsiasi legge come conseguenza di un errore nel fornire queste informazioni o parte di esse, ovvero per qualsiasi problema connesso a queste informazioni, che non sia possibile escludere legittimamente, è limitata, a nostra discrezione e nella misura massima consentita dalla legge, alla sostituzione delle presenti informazioni o di parte di esse o al pagamento per la sostituzione di tali informazioni o di parte di esse. È vietata la distribuzione del presente documento o di copie dello stesso in giurisdizioni che non ne consentano legalmente la distribuzione. Le persone che ricevono il presente documento dovrebbero essere consapevoli di tali limitazioni e rispettarle. In particolare, il documento non deve essere distribuito o trasmesso a una US Person e non deve essere distribuito negli Stati Uniti.

Il presente documento non costituisce una consulenza, una raccomandazione o un invito a investire. A Hong Kong, il presente documento pubblicitario è pubblicato da Vontobel (Hong Kong) Limited e Vontobel Limited, che operano su licenza della Securities and Futures Commission. Il presente documento non è stato rivisto dalla Securities and Futures Commission.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo
Svizzera
vontobel.com

