

100 years | Empowering
Investors

Vontobel

Investors' Outlook

Il germoglio della speranza

Aprile 2024



3 Editoriale

4 Strategia d'investimento

Nell'aria

6 Mercato in sintesi

Controllando la temperatura economica del Vecchio Continente

8 Asset class sotto la lente

12 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 maggio 2024)

Concept
MetaDesign AG

Grafica e realizzazione
Vontobel

Immagini
Gettyimages,
Vontobel

Termine ultimo per questa edizione
22 marzo, 2024

Commenti
* Cfr. «Conferma degli analisti» in
«Informazioni legali» a pagina 13

Il germoglio della speranza



—
Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Cari lettori,

una bufera di dati economici ha investito i mercati a marzo e gli investitori si sono fatti strada nella tempesta. Ma ora che sta arrivando il disgelo, l'economia della Cina mostra un piccolo ma promettente germoglio di rinascita.

È ormai opinione diffusa che la Cina sia un mercato «non investibile», ma a nostro avviso gli investitori di lungo periodo non possono ignorare il potenziale di quella che presto diverrà la maggiore economia globale – anche ai tassi di crescita attuali.

Alla riunione annuale dell'Assemblea Nazionale del Popolo Cinese, tenutasi all'inizio del mese scorso, il focus si è spostato sulla crescita, dopo anni di riflettori puntati sulle priorità geopolitiche e sulla sicurezza. Il governo ha mantenuto invariato l'obiettivo di crescita 2024, intorno al 5%, rispetto allo scorso anno, ha assunto l'impegno di passare a una produzione avanzata e mitigare i rischi nel mercato immobiliare, e ha fissato il target dell'inflazione al 3%.

Probabilmente i funzionari cinesi hanno riconosciuto la necessità di tornare a focalizzarsi sull'economia. Se da un lato gli investitori sono stati delusi dall'assenza di misure significative, a nostro avviso non sarà possibile raggiungere il target del 3% senza stimolo fiscale, riforme strutturali o impulso monetario. Spetterà ai funzionari cinesi decidere quali step intraprendere, ma ci sembra chiaro che qualcosa dovranno pur fare.

Le difficoltà della Cina hanno indotto alcuni osservatori di mercato a tracciare un parallelo con il Giappone degli anni Novanta, quando la fine del miracolo economico ha dato il via al cosiddetto «Decennio perduto». Come abbiamo sottolineato nell'approfondimento dello scorso

mese sulla possibilità che la Cina vada incontro a un destino analogo, ci sono certamente delle somiglianze a livello di problemi strutturali, come i fattori demografici sfavorevoli (tasso di natalità ridotto e riduzione della popolazione in età lavorativa), la domanda di consumo scarsa e il settore immobiliare in crisi. Quest'ultimo è rimasto sotto pressione nei primi due mesi dell'anno, con un calo del 9% negli investimenti su base annua.

I possibili stimoli, tra cui l'emissione di obbligazioni speciali a lunghissimo termine e la volontà della People's Bank of China di tagliare ulteriormente il coefficiente di riserva obbligatoria, sono segnali positivi. La produzione industriale è, inoltre, salita al ritmo più alto in quasi due anni, con un +7% su base annua a gennaio e febbraio (contro il 5% previsto dagli economisti). Anche le vendite al dettaglio sono andate meglio del previsto, incentivate dal Capodanno cinese. Se consideriamo anche gli investimenti diretti esteri in Cina, che erano scesi in territorio negativo per la prima volta in 25 anni nel terzo trimestre 2023 ma hanno recuperato terreno nel quarto, non ci rimane che chiederci: la ripresa economica della Cina inizia finalmente a prendere piede?

È presto per dirlo, ma le premesse fanno ben sperare che la Cina sia sulla traiettoria giusta. Non sarà una traiettoria lineare, ma un migliore afflusso di capitali e l'impegno a fare quanto necessario per stimolare la crescita interna potrebbero consentire un recupero interessante.

In questo Investors' Outlook parleremo dell'economia dell'Eurozona, dei prezzi delle materie prime e dei dettagli della nostra asset allocation.

La strada verso la ripresa economica potrebbe essere accidentata, ma puntiamo sempre a dare ai nostri clienti gli appigli di cui hanno bisogno.

.....
→ **Webcast**

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



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Nell'aria

Dopo aver valutato lo scenario economico, la Federal Reserve (Fed) e la Banca Centrale Europea (BCE) hanno studiato i tempi dei tagli dei tassi d'interesse, mentre la Banca Nazionale Svizzera (BNS) è andata oltre, diventando la prima delle grandi banche centrali ad allentare la politica monetaria. Questo dovrebbe aiutare a tenere sotto controllo il forte franco svizzero. Nel frattempo, la Bank of Japan, che era «l'ultima colomba rimasta», ha rivisto al rialzo i tassi d'interesse per la prima volta da 17 anni, mettendo fine all'era di tassi negativi e alla sua controversa politica di controllo della curva dei rendimenti, in atto dal 2016.

Anche se gli ultimi dati indicano un'inflazione più forte del previsto, non crediamo che questo rappresenterà un grosso problema quest'anno. Il presidente della Fed Jerome Powell sembra essere d'accordo con noi quando afferma che le cose non sono cambiate. La Fed intende tagliare i tassi d'interesse altre tre volte da qui a fine anno. A fronte dell'ostinata inflazione dei prezzi dei servizi, le banche centrali potrebbero iniziare a tagliare i tassi un po' più tardi e un po' meno di quanto si pensasse, ma più di quanto attualmente scontato.

La Fed, inoltre, ha aggiornato le sue prospettive di crescita: si prevede che la principale economia mondiale crescerà del 2,1% nel 2024, ben oltre l'1,4% pronosticato a dicembre. Nonostante la maggiore crescita, aumenta la convinzione dei mercati che i tagli siano imminenti. Secondo le previsioni, anche la BCE effettuerà il primo taglio durante i mesi estivi.

Consideriamo piuttosto ambiziosi gli obiettivi di crescita del 5% e di inflazione del 3% del governo cinese: per il primo occorre considerare la complessità degli effetti base, mentre il secondo sembra ancora più arduo se si considera che la Cina è attualmente alle prese con la deflazione più che con l'inflazione. Prevediamo incentivi fiscali nei prossimi mesi.

L'Investment Committee di Vontobel ha deciso di non modificare l'asset allocation; pertanto, manteniamo il sovrappeso su oro e azioni. Per maggiori dettagli sul nostro posizionamento si rimanda a pagina 5.

	SOTTOPESO		NEUTRALE	SOVRAPPESO		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
1 Liquidità		→				Manteniamo il sottopeso sulla liquidità, poiché riteniamo che, in un orizzonte d'investimento tra 9 e 12 mesi, i rendimenti di altre asset class supereranno quelli della liquidità.
2 Obbligazioni			→			Restiamo neutrali sul reddito fisso, con un orientamento difensivo a livello di sub-asset class. Continuiamo a privilegiare i titoli di Stato e le obbligazioni dei ME, dove siamo sovrappesati. I titoli di Stato offrono un payout asimmetrico, garantendo al tempo stesso protezione ai livelli attuali. In confronto, il debito dei ME ci attrae più dell'high yield, su cui rimaniamo sottopesati. Prevediamo che il debito dei ME beneficerà di un dollaro USA più debole in futuro, in linea con il nostro scenario di base che prevede un atteggiamento accomodante da parte della Fed. Il nostro posizionamento negativo sull'high yield deriva dagli spread eccezionalmente bassi e dall'aumento dei default nel segmento.
3 Azioni				→		Ottima crescita dei mercati azionari il mese scorso: manteniamo il sovrappeso. Le banche centrali non sembrano lontane da un cambio di direzione sui tassi d'interesse, che prevedibilmente sarà a giugno. Lo ha confermato il Federal Open Market Committee (FOMC) alla riunione di marzo, dove i policymaker hanno mantenuto stabili i tassi d'interesse e i membri hanno confermato i tre tagli previsti per il 2024, nonostante il miglioramento delle prospettive di crescita economica e le previsioni di aumento dell'inflazione. Questo scenario dovrebbe continuare a favorire le valutazioni degli asset rischiosi nel medio termine. Continuiamo a privilegiare lo stile quality e la prevedibilità degli utili, soprattutto nelle azioni statunitensi e svizzere, dove manteniamo il sovrappeso. Curiosamente, a marzo la BNS ha inaspettatamente rivisto al ribasso il suo tasso di riferimento, dopo gli incoraggianti progressi sul fronte dell'inflazione. Questa mossa arriva con mesi di anticipo rispetto alle controparti globali, mentre i policymaker cercano di impedire l'apprezzamento del franco, e dovrebbe giocare a favore dei titoli difensivi svizzeri. Restiamo neutrali sulle azioni giapponesi e dei ME e manteniamo il sottopeso sulle controparti europee.
4 Oro				→		La nostra view sull'oro rimane moderatamente positiva, poiché la sua correlazione storicamente bassa con altre asset class la rende una copertura efficace in periodi di incertezza economica. L'oro può anche rappresentare una copertura contro l'inflazione, preservando la ricchezza mentre le valute legali (monete non sostenute da un metallo prezioso) si indeboliscono. Inoltre, l'oro funge da bene rifugio in scenari di tensioni geopolitiche e incertezza. Mentre le banche centrali si avvicinano a una svolta, probabilmente l'oro sarà ulteriormente favorito da politiche monetarie accomodanti e bassi tassi d'interesse a livello globale. La domanda delle banche centrali, in particolare di quelle dei mercati emergenti, potrebbe dare ulteriore impulso all'oro.
5 Materie prime		→				Le prospettive di crescita contrastanti dell'economia globale ci spingono a essere prudenti verso le materie prime, un'asset class intrinsecamente ciclica, sulla quale manteniamo il sottopeso. Tuttavia, l'inaspettata accelerazione dell'economia cinese e l'escalation delle tensioni geopolitiche dopo gli attacchi dell'Ucraina alle raffinerie di petrolio russe potrebbero comportare rischi di rialzo.
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 contribuire a ridurre il rischio complessivo del portafoglio.

Variazioni mensili:

invariato →

in aumento ↗

in calo ↘

Controllando la temperatura economica del Vecchio Continente

Gli economisti sono soliti definire una nazione europea che sta attraversando un momento di crisi economica «il malato d'Europa». Nel 2022 e nel 2023 i malati sono stati parecchi: la Germania, principale economia europea fortemente trainata dalle esportazioni, è stata penalizzata dal calo della domanda estera, dalle ripercussioni della crisi energetica del 2022 dopo l'invasione russa dell'Ucraina, dalle difficoltà del mercato immobiliare nazionale e da continue proteste. Anche la Francia e l'Italia hanno arrancato, tra domanda industriale ridotta e scioperi dei lavoratori.



Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel

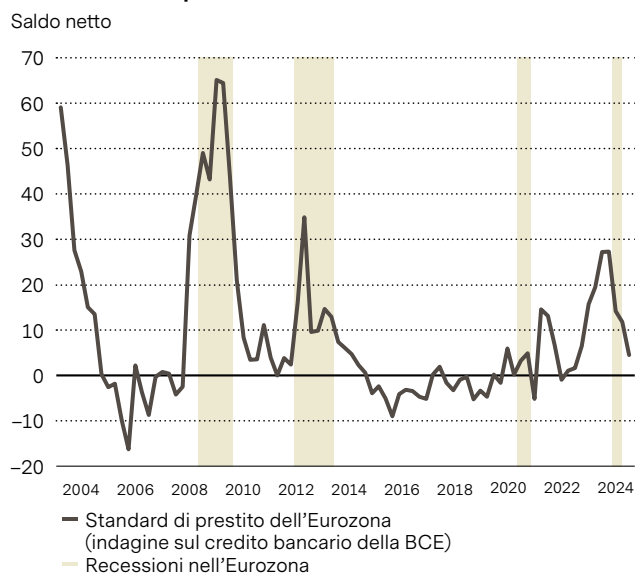


Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Dopo due anni di crescita inferiore alla media, l'economia della regione sembra essersi recentemente stabilizzata. Le ragioni sono varie. Da un lato, le conseguenze peggiori dell'aumento dei tassi di interesse sembrano ormai alle nostre spalle. In base all'indagine sul credito bancario della BCE, negli ultimi mesi le banche del continente hanno allentato in maniera significativa i loro standard di prestito (grafico 1). Al contempo, le banche prevedono un incremento della domanda di credito nella seconda metà dell'anno.

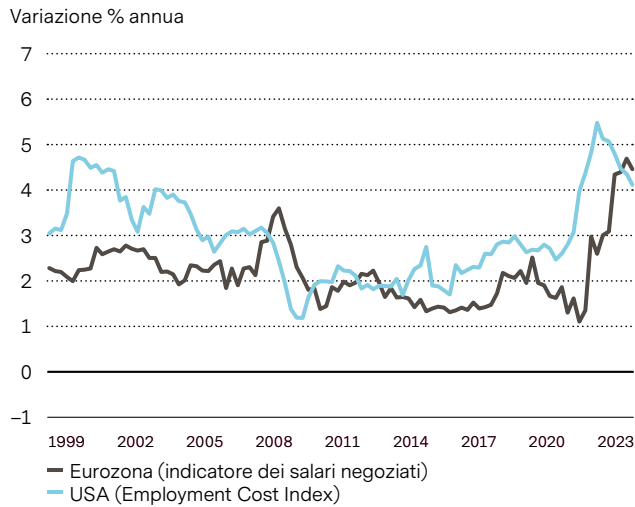
Il calo dell'inflazione è un buon vento di coda. I prezzi alla produzione in Europa sono in territorio negativo da mesi e a gennaio hanno registrato un ulteriore $-8,6\%$ su base annua, in parte a causa del forte calo dei prezzi dell'energia. Anche i prezzi al consumo sono sulla traiettoria giusta, in rialzo «solo» del $2,6\%$ a febbraio. Tuttavia, alcune voci di spesa come i servizi rimangono persistentemente elevate, poco al di sotto del 4% . I servizi sono considerati la componente più complicata dell'inflazione: la crescita dei salari nel settore manifatturiero ad alta intensità del lavoro viene trasmessa con un considerevole ritardo.

Grafico 1: Le banche dell'Eurozona hanno allentato le condizioni di prestito



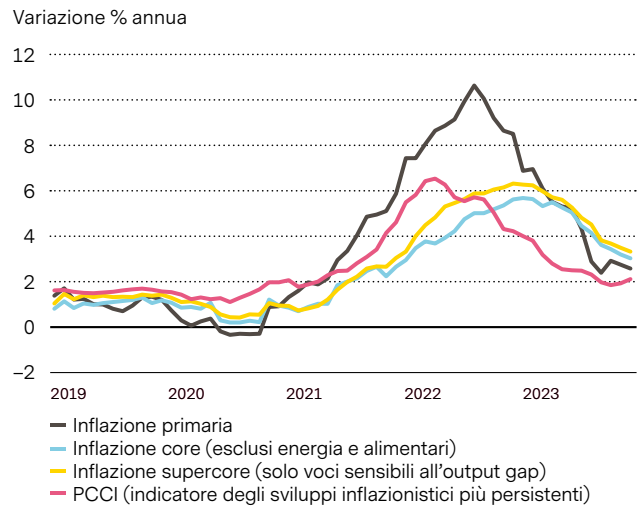
Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 15 marzo 2024.

Grafico 2: Salari nell'Eurozona ormai al picco, ma rimangono troppo elevati



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 15 marzo 2024.

Grafico 3: L'inflazione core sta calando stabilmente



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 15 marzo 2024.

Stabilizzazione in assenza di una forte accelerazione economica

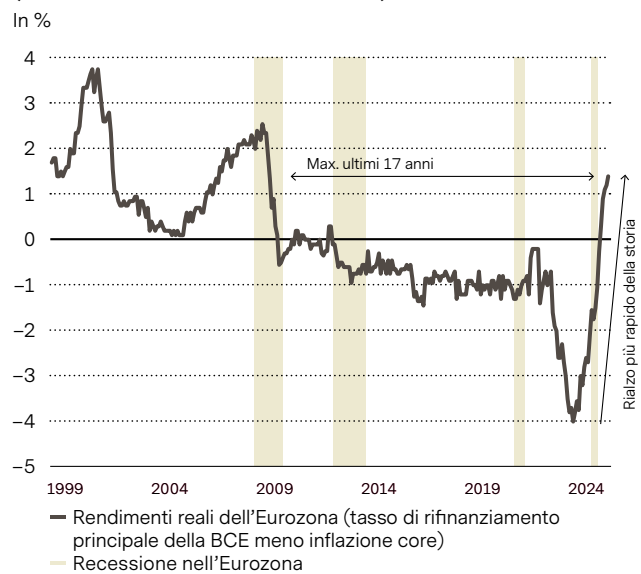
Se da un lato il calo dei tassi di interesse e dell'inflazione dovrebbe incentivare l'economia, dall'altro il supporto sul fronte fiscale è minimo. Secondo il [Fondo Monetario Internazionale \(FMI\)](#) i capi di Stato europei, a differenza delle controparti americane, stanno esercitando un certo rigore, come si evince ad esempio dalla riduzione dell'impulso fiscale negli ultimi due anni.¹ Il FMI non prevede che questo impulso diverrà positivo negli anni a venire. In un futuro prossimo, è improbabile che i consumatori possano essere di grande supporto. Se negli USA i consumi privati continuano a sorprendere al rialzo e si sono dimostrati straordinariamente resilienti, la situazione è molto diversa dall'altra parte dell'oceano, dove i consumi privati sono crollati con la crisi energetica e non si sono mai ripresi.

L'attuale politica monetaria è troppo restrittiva

In ogni caso, la BCE non ha alcuna fretta di tagliare i tassi di interesse e la Presidente Christine Lagarde ha ripetutamente fatto riferimento alla continua e robusta crescita dei salari (grafico 2). Di conseguenza, così come molti dei suoi colleghi, intende aspettare la pubblicazione dei dati salariali nel secondo trimestre. Le dichiarazioni della Lagarde, secondo cui sapremo «qualcosa» ad aprile e «molto di più» a giugno, potrebbero indicare un primo taglio proprio per il mese di giugno.

A nostro avviso, questa fissazione sui salari non ha senso. Innanzitutto, i salari sono tra gli indicatori più ritardatari a disposizione. Il forte rialzo dei salari registrato di recente può essere considerato una sorta di recupero del reddito reale (ossia rettificato per l'inflazione), perché i salari tipicamente reagiscono all'inflazione passata. Pertanto,

Grafico 4: I rendimenti reali continuano a salire (ora a causa dell'inflazione in calo)



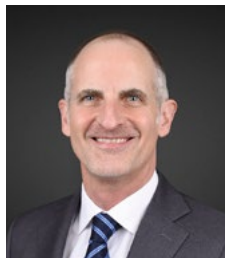
Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 15 marzo 2024.

riteniamo che la BCE non debba fare troppo affidamento su questa componente. In secondo luogo, alcuni indicatori dell'inflazione core sviluppati dalla BCE stessa sono già tornati al target del 2% (grafico 3).² In terzo luogo, anche guardando i tassi di interesse reali (tasso di rifinanziamento della BCE meno inflazione core) sembrerebbe arrivato il momento di tagliare: anche se la BCE non alza i tassi da mesi, i tassi di interesse reali hanno continuato a salire stabilmente a causa dell'inflazione in calo (grafico 4), smorzando la tanto attesa ripresa economica.

¹ L'impulso fiscale è un dato chiave espresso come percentuale del prodotto interno lordo, che misura la variazione nel budget fiscale e il suo impatto sull'economia.

² Un esempio è l'indicatore «Persistent and Common Component of Inflation» (PCCI), che misura l'inflazione persistente sottostante, secondo la BCE.

Primi segnali di allentamento



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

L'inatteso taglio dei tassi della BNS ha consolidato le aspettative di allentamento a livello mondiale, a partire dall'estate. Ora i trader prevedono un taglio della BCE a giugno, seguita dalla Fed e poi dalla Bank of England (BoE), il che favorisce il mercato obbligazionario dopo l'ultima riunione della Fed.

Durante la riunione di marzo, la Fed ha mantenuto invariato il range target dei tassi sui Fed Fund continuando a segnalare la probabilità di tre tagli di 25 punti base ciascuno nel 2024, nonostante il recente rafforzamento dell'inflazione. Il riepilogo delle proiezioni economiche pubblicato dopo la riunione del FOMC si è allineato alle aspettative, sottolineando la fiducia dei policymaker nell'affrontare l'inflazione e garantire un atterraggio morbido.

Sorprendente, e forse più accomodante, è stata la frequente indicazione da parte del presidente Jerome Powell della possibilità che un rapido indebolimento del mercato del lavoro possa portare a una più veloce riduzione dei tassi di riferimento. Powell ha chiarito che, pur non essendo lo scenario di base del FOMC, si tratta di un rischio possibile. Ciò è particolarmente rilevante se si considera che il tasso di assunzione è già al di sotto dei

livelli pre-pandemia, il che indica che un aumento dei licenziamenti potrebbe portare bruscamente le assunzioni in territorio negativo e causare un aumento del tasso di disoccupazione.

Il FOMC dovrebbe iniziare a tagliare i tassi a giugno se il quadro dell'inflazione lo permetterà.

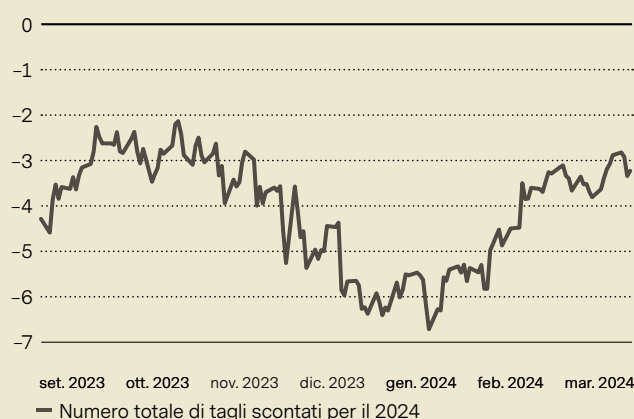
Pur rimanendo solidi, i nuovi dati non sono abbastanza forti da determinare un ingente rialzo dei rendimenti, soprattutto ora che la Fed opta per un allentamento. Il mercato è completamente allineato con la Fed nell'aspettarsi tre tagli quest'anno (grafico 1). Quanto più a lungo la Fed manterrà l'allentamento, tanto maggiore sarà l'impatto sull'economia; pertanto, continuiamo a prevedere una diminuzione dei rendimenti. In tale contesto manteniamo una preferenza per i titoli di Stato, con una posizione di sovrappeso. Ai livelli attuali, forniscono protezione e offrono un payoff asimmetrico, ovvero una maggiore probabilità di guadagni rispetto alle perdite.

Contrazione degli spread: meglio optare per la cautela nei mercati del credito

Mentre i rendimenti dei Treasury rimangono elevati, gli spread creditizi non compensano nemmeno una minima ripresa dei default. Gli spread si sono notevolmente contratti, in concomitanza con l'aumento delle aspettative di riduzione dei tassi di riferimento e di atterraggio morbido. Negli ultimi 25 anni hanno registrato una contrazione maggiore dell'attuale solo nel 6% dei giorni di negoziazione (grafico 2), il che non giustifica l'assunzione di ulteriore rischio, motivo per cui preferiamo sottopesare l'high yield.

Grafico 1: Correzione dei mercati in linea con le previsioni della Fed – gli investitori prevedono tre tagli nel 2024

Numero totale di tagli

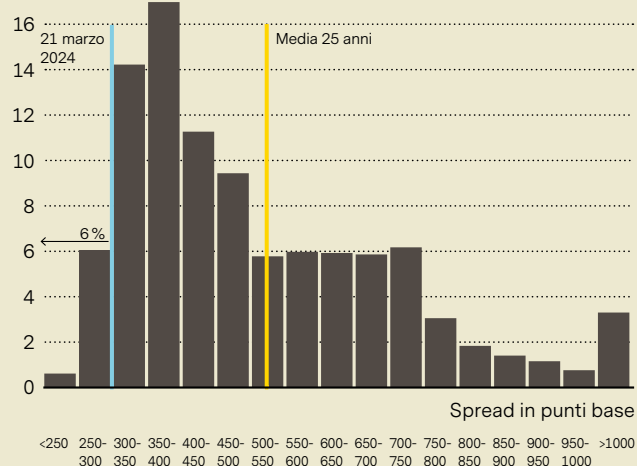


Nota: I numeri negativi riflettono il numero previsto di tagli dei tassi di interesse di 25 punti base ciascuno.

Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 21 marzo 2024.

Grafico 2: Numero di giorni di negoziazione nel range di spread per l'high yield negli ultimi 25 anni

Numero di giorni in %



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 21 marzo 2024; periodo: ultimi 25 anni.

La fioritura dei mercati azionari



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Anche se restano le preoccupazioni per le pressioni inflazionistiche, le tensioni geopolitiche e il quadro incerto sui tassi d'interesse, i mercati azionari hanno continuato la loro ascesa. La pubblicazione di ottimi risultati sugli utili aziendali, soprattutto negli Stati Uniti, e la percezione sul cambio di approccio monetario delle banche centrali hanno favorito l'ottimismo degli investitori.

Diversi indici sono cresciuti e hanno toccato livelli record: l'MSCI All Country World Index ha superato l'eccezionale massimo del dicembre 2021 e l'S&P 500 ha scritto una pagina di storia, superando la soglia dei 5,200 punti per la prima volta in assoluto. E alla fine di febbraio, l'indice Nikkei 225 ha superato il suo record storico del 1989 (grafico 1).

Il mese scorso il rally si è ampliato ulteriormente. Dal sondaggio sui gestori di fondi a livello globale di Bank of America è emerso che dalla metà di febbraio le allocazioni azionarie dei gestori istituzionali globali sono aumentate. C'è stata anche un'importante rotazione a livello settoriale e di stile, con maggiore attenzione per i settori value e yield come il settore sanitario, finanziario, dei beni di prima necessità, energetico e immobiliare. A livello regionale,

questo ha portato a una maggiore esposizione all'azionario europeo e dei mercati emergenti, che hanno sovraperformato le azioni USA. È stato lo stesso anche per l'azionario della Cina e della Svizzera.

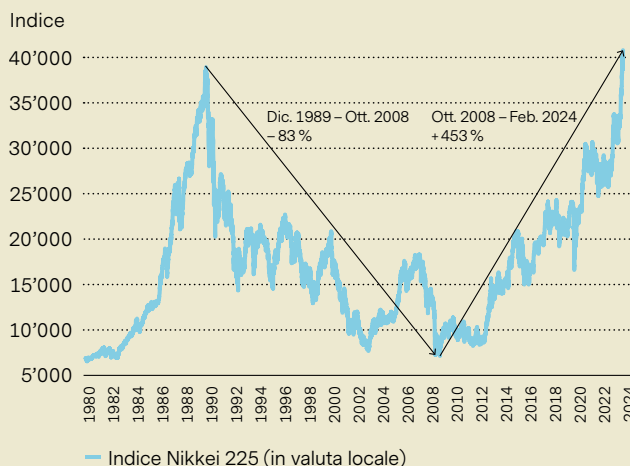
Che cosa significa?

Il sentiment degli investitori retail ha preso una direzione rialzista a novembre, passando dall'allegria all'avidità secondo il sondaggio sul sentiment degli investitori dell'Associazione Americana degli Investitori Individuali. Questo significa anche che la maggior parte dei mercati sta affrontando una situazione di ipercomprato, caratterizzata da multipli di valutazione molto alti in alcuni mercati e settori.

Questo potrebbe indurre qualcuno a chiedersi se il rally sia basato sull'irrazionalità. A nostro avviso no. Gli investitori devono tenere conto del drastico cambiamento strutturale e fondamentale che ha interessato i mercati azionari nell'ultimo decennio. Se prendiamo ad esempio il settore tecnologico statunitense, l'affermazione di nuovi megatrend strutturali ha portato a una maggiore crescita dei ricavi, a un aumento del contributo dei margini e alla generazione di flussi di cassa disponibili, il che spesso ha comportato un ritorno della liquidità in eccesso agli azionisti tramite il riacquisto di azioni. Difficilmente questo scenario può essere paragonato alla bolla dot-com del 2000 (grafico 2).

Riteniamo che l'inflazione continuerà a diminuire da qui, portando le banche centrali a tagliare i tassi nel corso dell'anno. Se la storia ci insegna qualcosa, solitamente i mercati reagiscono positivamente a queste mosse. Manteniamo il sovrappeso sulle azioni. Per i dettagli della nostra asset allocation si rimanda a pagina 5.

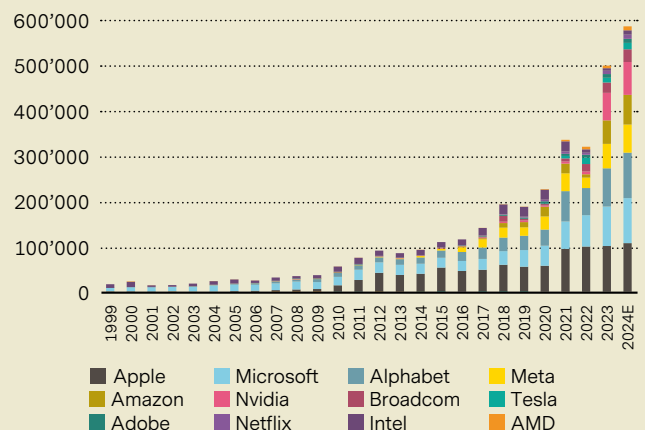
Grafico 1: Record del Nikkei 225 dopo oltre tre decenni



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 21 marzo 2024.

Grafico 2: Utile cumulativo delle 12 principali società tecnologiche / mega-cap degli Stati Uniti

Utile netto cumulativo (in milioni di USD)



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 21 marzo 2024.

I venti della geopolitica sostengono il petrolio



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

A marzo la geopolitica ha incentivato i prezzi del petrolio (grafico 1). Data la diminuzione del sostegno occidentale all'Ucraina, la Russia appare sempre più avvantaggiata, ma l'Ucraina ha intensificato gli attacchi alle infrastrutture petrolifere russe e ha colpito numerose raffinerie di petrolio.

La conseguente riduzione della capacità di raffinazione russa sta aggravando la situazione dei prodotti petroliferi. Se la Russia non potrà lavorare il greggio, le scorte aumenteranno. Da qui l'annuncio che incrementerà le esportazioni di petrolio, il che è positivo per i prodotti petroliferi; ma non è necessariamente una buona notizia per il petrolio stesso. In assenza di un'escalation del conflitto, è probabile che il petrolio rimanga oltre gli USD 80 al barile.

Il «Dr. Copper» registra una (lieve) ripresa

Il recente rialzo dei prezzi del rame è stato determinato principalmente da difficoltà lato offerta. Dopo l'annuncio che le fonderie di rame cinesi in perdita hanno deciso di tagliare la produzione, il metallo si è avvicinato brevemente alla soglia degli USD 9'000. Tuttavia, in assenza di dettagli concreti il rally ha perso nuovamente slancio.

Sul fronte della domanda si registrano ancora difficoltà. Gli investimenti nel settore immobiliare cinese, importante per il rame, sono scesi del 9% a gennaio / febbraio. Inoltre, il notevole aumento delle scorte cinesi solleva timori (grafico 2). Senza stimoli significativi o shock lato offerta, il potenziale di rialzo sarà probabilmente limitato.

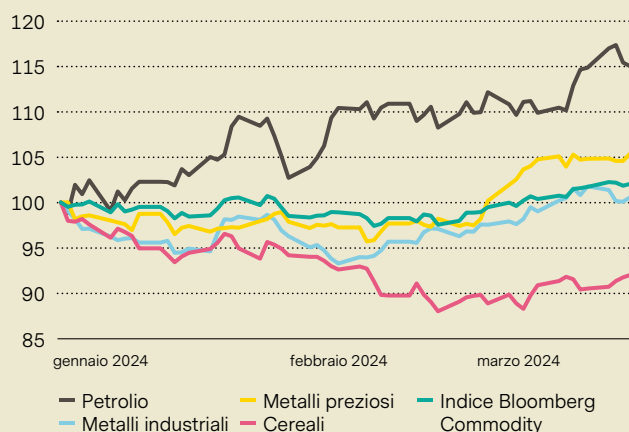
L'oro brilla

A marzo l'oro ha raggiunto un massimo storico, oltre USD 2200 all'oncia. Sebbene i fondi auriferi negoziati in borsa registrino da tempo deflussi (gli investitori hanno ritirato circa USD 2,9 miliardi solo a febbraio, secondo il World Gold Council) l'ingente domanda delle banche centrali ha più che compensato. In particolare, a febbraio la banca centrale cinese ha acquistato oro per il 16° mese consecutivo e ora dispone di circa 72 milioni di once (+390'000 a febbraio).

Anche i consumatori cinesi hanno effettuato ingenti acquisti nonostante i prezzi elevati, forse a causa del contesto economico del Paese. Sebbene sia difficile prevedere la futura domanda delle banche centrali (i dati al riguardo vengono pubblicati con un certo ritardo), è probabile che l'oro tragga vantaggio dal previsto indebolimento del dollaro USA e dalla diminuzione dei tassi d'interesse reali. Inoltre, nei prossimi mesi il contesto geopolitico potrebbe fornire un certo supporto, in particolare la guerra in Ucraina, le tensioni in Medio Oriente e le imminenti elezioni presidenziali statunitensi.

Grafico 1: Performance YTD delle materie prime

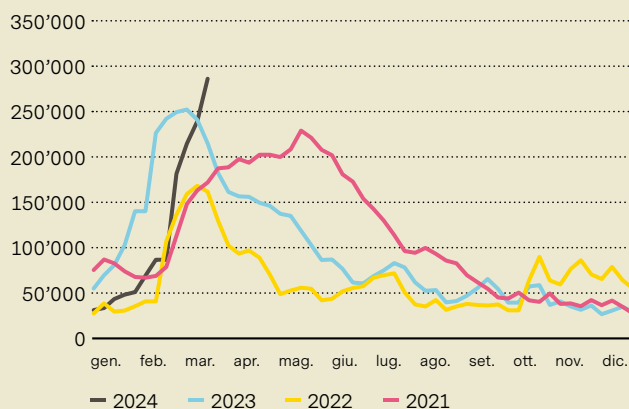
Ribasato a 100 = inizio 2024



Fonte: LSEG, Bloomberg, Vontobel; dati al 21 marzo 2024.

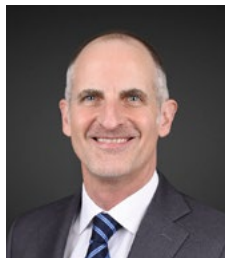
Grafico 2: Le scorte cinesi di rame indicano una domanda contenuta

Scorte di rame a Shanghai, in tonnellate



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 21 marzo 2024.

La BNS inaugura la stagione dei tagli dei tassi



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Il 21 marzo la BNS ha ridotto il tasso d'interesse di riferimento dello 0,25%, portandolo dall'1,75 all'1,5%, in anticipo rispetto alle controparti globali che dovrebbero effettuare tagli simili nel futuro prossimo.

La mossa ha sorpreso molti analisti, che avevano previsto un tasso invariato all'1,75%, ma il Presidente della BNS, Thomas Jordan, ha sottolineato quanto l'efficacia delle misure adottate per contenere l'inflazione negli ultimi due anni e mezzo abbia facilitato tale decisione. Inoltre, la BNS ha rivisto al ribasso le previsioni sull'inflazione per il 2024, che ora si attestano all'1,4 rispetto all'1,9% di dicembre.

In passato la BNS ha spesso stupito il mercato con mosse improvvise, e questo taglio non fa che confermare tale tendenza. Si pensi all'abbassamento del tetto del franco rispetto all'euro nel 2015 e all'inaspettato aumento di 50 punti base dei costi di finanziamento nel 2022. Nel corso dell'anno la BNS dovrebbe effettuare altri due tagli (grafico 1), portando il tasso di riferimento all'1% entro la fine del 2024.

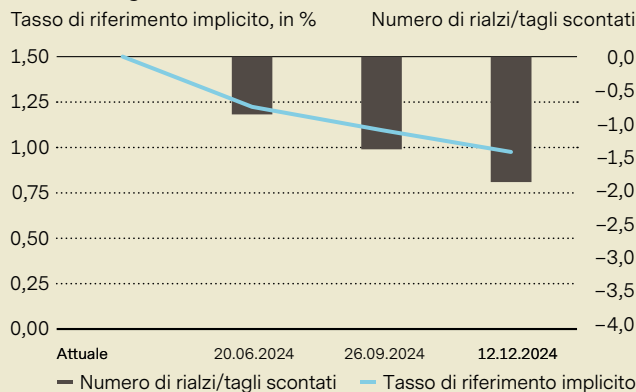
Il franco svizzero ha perso terreno all'indomani della decisione e probabilmente continuerà a indebolirsi sia nei confronti del dollaro che dell'euro, poiché la debolezza dell'inflazione svizzera consente alla BNS di allentare ulteriormente l'economia.

Attenzione alle elezioni presidenziali statunitensi

Al momento il tasso di cambio euro-dollaro è ampiamente influenzato dalle previsioni sulle mosse delle banche centrali, ma le imminenti elezioni presidenziali negli Stati Uniti svolgeranno un ruolo sempre più importante nelle considerazioni del mercato, in particolare con Donald Trump in vantaggio sul presidente Joe Biden nei recenti sondaggi (grafico 2). In caso di vittoria di Trump nel 2024, è improbabile che l'economia venga incentivata, come nel 2016, da tagli alle imposte e politiche favorevoli alle imprese, date le attuali basse aliquote fiscali e gli ingenti deficit di bilancio.

Si prevedono misure fiscali più restrittive e una politica monetaria più accomodante, il che dovrebbe favorire il tasso di cambio euro-dollaro. Per contro, un secondo mandato di Trump potrebbe determinare un rafforzamento del dollaro a causa degli investimenti in beni rifugio, delle politiche estere aggressive e dei timori di nuove tensioni commerciali.

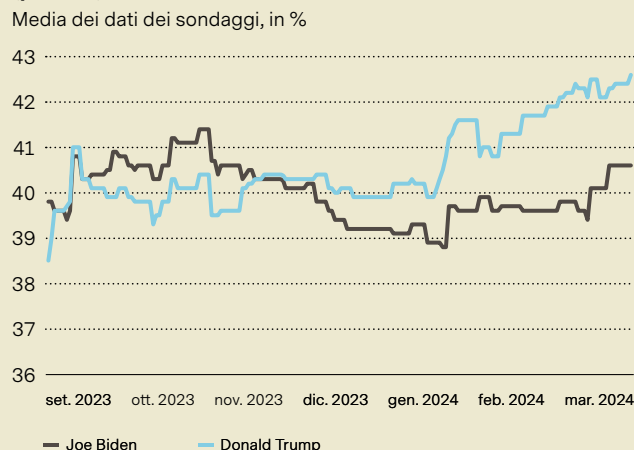
Grafico 1: Tasso overnight implicito e numero di rialzi/tagli



Nota: I numeri negativi rappresentano i tagli scontati, mentre eventuali numeri positivi rappresenterebbero i rialzi scontati (ma al momento non è scontato alcun rialzo)

Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 21 marzo 2024.

Grafico 2: I sondaggi favoriscono Trump rispetto a Biden (per ora)



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 21 marzo 2024.

12 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	3,1	3,1	2,5	2,6
Eurozona	3,4	0,4	0,1	0,5	1,4
USA	1,9	2,5	3,1	2,1	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	2,3
Cina	3,0	5,2	5,2	4,6	4,3

INFLAZIONE	2022	2023	ATTUALE²	CONSENSUS 2024	CONSENSUS 2025
Globale (G20)	7,5	4,5	3,6	5,3	3,3
Eurozona	8,4	5,5	2,6	2,4	2,1
USA	8,0	4,1	3,2	2,8	2,4
Giappone	2,5	3,3	2,2	2,3	1,8
Regno Unito	9,1	7,3	3,4	2,5	2,1
Svizzera	2,8	2,2	1,2	1,5	1,2
Australia	6,6	5,7	4,1	3,3	2,8
Cina	2,0	0,2	0,7	0,8	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	3,60	2,80
USD	4,50	5,50	5,50	5,25	4,20
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	0,01	0,10
GBP	3,50	5,25	5,25	5,10	3,85
CHF	1,00	1,75	1,50	1,52	1,06
AUD	3,10	4,35	4,35	4,35	3,70
CNY	3,65	3,45	4,35	4,25	-

RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO, 10 ANNI (IN %)	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
EUR (Germania)	2,6	2,0	2,43	2,18	2,09
USD	3,9	3,9	4,28	3,97	3,73
JPY	0,4	0,6	0,74	0,86	0,95
GBP	3,7	3,5	3,99	3,82	3,56
CHF	1,6	0,7	0,72	0,83	0,83
AUD	4,1	4,0	4,09	4,06	3,78

TASSI DEI CAMBI	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
CHF per EUR	0,99	0,93	0,98	0,97	1,00
CHF per USD	0,94	0,84	0,90	0,89	0,89
CHF per 100 JPY	0,72	0,60	0,59	0,61	0,64
CHF per GBP	1,12	1,07	1,14	1,12	1,14
USD per EUR	1,06	1,10	1,09	1,09	1,11
JPY per USD	130,00	141,00	151,00	145,00	139,00
USD per AUD	0,67	0,68	0,66	0,67	0,69
GBP per EUR	0,88	0,87	0,86	0,86	0,86
CNY per USD	6,91	7,10	7,20	7,15	7,10

MATERIE PRIME	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
Brent, USD per barile	86	77	86	83	83
Oro, USD per oncia troy	1'824	2'063	2'188	2'050	2'100
Rame, USD per tonnellata metrica	8'372	8'559	8'928	8'500	9'182

¹ Ultimo trimestre disponibile

² Ultimo mese disponibile, dati G20 solo trimestrali

Fonte: Vontobel, rispettivi uffici di statistica e banche centrali; al 21 marzo 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.

14 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

