Prospettive d'investimento
per il 2019

OPPORTUNITÀ E SFIDE IN UN MONDO NON PIÙ SINCRONIZZATO

UBP

Union Bancaire Privée

La gestione del rischio in un'economia globale frammentata

MICHAËL LOK
Chief Investment Officer
del Gruppo e Co-CEO
Asset Management

All'alba del 2018 gli investitori vibravano di entusiasmo: la crescita globale sincronizzata proseguiva sulla scia del 2017 e confermava così che il mondo cominciava a rimettersi finalmente in moto dopo la crisi. Tuttavia, mentre i mercati finanziari rimanevano interessanti, la normalizzazione della politica monetaria, combinata con quotazioni delle azioni vicine ai massimi storici, rendimenti delle obbligazioni quasi ai minimi assoluti e spread creditizi straordinariamente esigui, ha indotto ben presto gli investitori ad attendersi performance più modeste e ha accentuato la volatilità. La tenuta dei mercati sembra confermata per il 2019, ma lo scenario comincia a essere frammentato. La desincronizzazione tra le economie sarà, a nostro avviso, il tema dominante del prossimo anno.

Gli Stati Uniti si mantengono alla guida del ciclo economico e monetario consentendo al dollaro di acquistare forza. L'Europa è finalmente riuscita a tirarsi fuori dalle sabbie mobili della deflazione post-crisi, ma la sua ripresa è lenta e la crescita frammentata. Per quanto riguarda i mercati emergenti, l'Asia è rimasta in carreggiata, mentre l'America latina, l'Europa dell'est e il Medio Oriente registrano un andamento fortemente discontinuo.

In un clima politico carico di tensioni, soprattutto in Europa e in Medio Oriente, questa desincronizzazione sta danneggiando la visibilità e aggravando i rischi. Nel frattempo, la stretta decisa dalle banche centrali è destinata a mettere sotto pressione i rendimenti a lungo termine e la scure di nuovi dazi doganali potrebbe abbattersi sulla Cina e, forse, sulle industrie automobilistiche europee e giapponesi.

Il nostro approccio orientato al rischio ci ha portato a puntare su una duration breve per metterci al riparo dall'ondata di vendite che ha afflitto le obbligazioni per tutto il 2018, mentre la rotazione verso il debito non societario ha offerto protezione di fronte alla volatilità che ha pervaso i mercati del reddito fisso. Per il 2019 manteniamo la nostra esposizione alla duration breve sul mercato statunitense. Gli investitori dovrebbero muoversi con cautela in Europa, i cui mercati obbligazionari potrebbero comunque registrare una ripresa dei rendimenti e un irripidimento della curva dei tassi considerando i tre anni di ritardo della regione.

Le categorie di asset tradizionali riservano modeste prospettive di rendimento nel 2019, pertanto esortiamo gli investitori a riposizionarsi tatticamente sui prodotti strutturati e sulle strategie con gli hedge fund per limitare il rischio di perdite in questo periodo di crescente volatilità.

Le imprese devono affrontare una maggiore pressione sui costi e un aumento più limitato degli utili. La protezione del capitale nell'esposizione azionaria aiuta a difendersi dall'acuirsi delle incertezze. La nostra preferenza è passata dal settore dell'energia all'innovazione bottom-up, non solo nel tecnologico, ma anche nell'healthcare. A livello strategico, gli investitori hanno la possibilità di rifocalizzarsi, allungando nel contempo il loro orizzonte temporale, e di puntare più decisamente sui trend duraturi e sull'analisi societaria per aggiungere valore. In particolare, l'ingresso sul mercato della generazione Millennial dovrebbe consentire all'impact investing di proseguire la crescita.

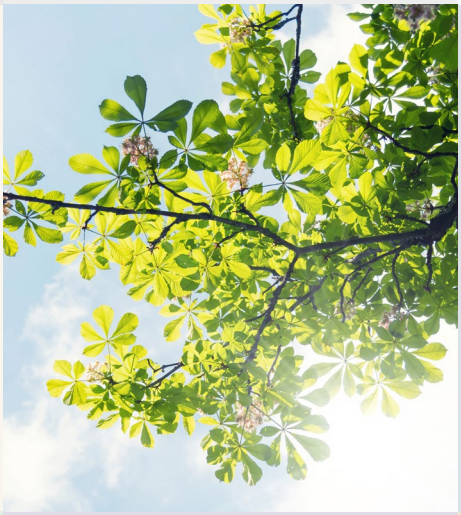
Approfondiremo tutti questi aspetti e altro nelle pagine seguenti. Come sempre, siamo lieti di lavorare insieme con voi per sviluppare un portafoglio perfettamente commisurato alle vostre aspettative ed esigenze.

SOMMARIO

6
PROSPETTIVE ECONOMICHE
Un mondo non più sincronizzato

8
INFLAZIONE E TASSI D'INTERESSE
Salari e spirale inflazionistica

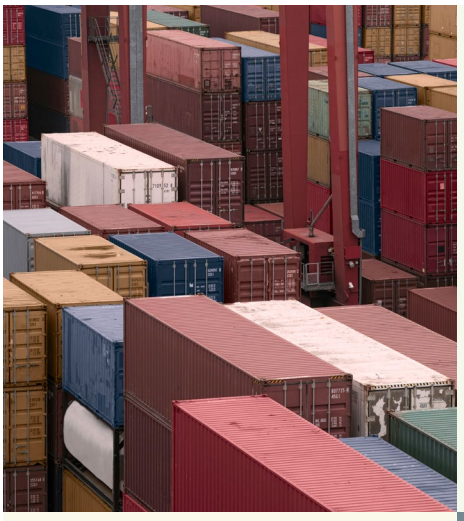
10
DINAMICA DEL DEBITO
Debito pubblico e privato



11
IMPACT INVESTING
Migliorare la società senza rinunciare ai guadagni finanziari

12
AZIONI
Il divario sull'azionario si assottiglia

14
FOCUS SETTORIALE
Healthcare L'innovazione crea opportunità



15

MATERIE PRIME

È il momento di passare dal petrolio ai metalli industriali

16

CAMBI

Venti contrari economici e globali favoriscono ancora il dollaro

18

CINA

Una nuova guerra fredda

20

GUERRA COMMERCIALE

In primo piano i rischi tra Stati Uniti ed Europa più che tra Stati Uniti e Cina

21

EUROPA

Si tergiversa ancora in Italia

22

BREXIT

Ci sarà accordo?

UN MONDO NON PIÙ SINCRONIZZATO

È prevista una frenata della crescita mondiale che, nel 2019, evidenzierà discrepanze più marcate tra le regioni. Gli Stati Uniti dovrebbero confermarsi alla guida del ciclo economico, mentre la Cina rimarrà in gara per la leadership mondiale. Il resto del mondo dovrà adeguare le strategie a queste due superpotenze economiche e politiche.

Dopo un biennio di forte crescita, l'economia globale dovrebbe subire una frenata nel 2019. Nel 2016 tutte le regioni del mondo erano entrate in una fase di crescita che, nel 2017, risultava forte e sincrona ovunque. All'alba del 2019, si apre un nuovo capitolo dopo la fase di transizione del 2018, poiché tutte le regioni si apprestano a raggiungere la maturità del ciclo economico.

Nel 2019 la crescita dovrebbe attestarsi sul 3,5%, quindi al di sotto del 3,7% previsto dal Fmi e messo a segno nel 2018. Si prevede che tutte le regioni perdano slancio e il loro andamento sia sempre meno sincronizzato. Diversi fattori alimenteranno le differenze di ritmo tra i paesi, basti pensare all'inasprirsi dei rischi politici, alla forza relativa della loro domanda interna, ma anche al riorientamento dei rapporti commerciali internazionali e al corso più restrittivo di politica monetaria.

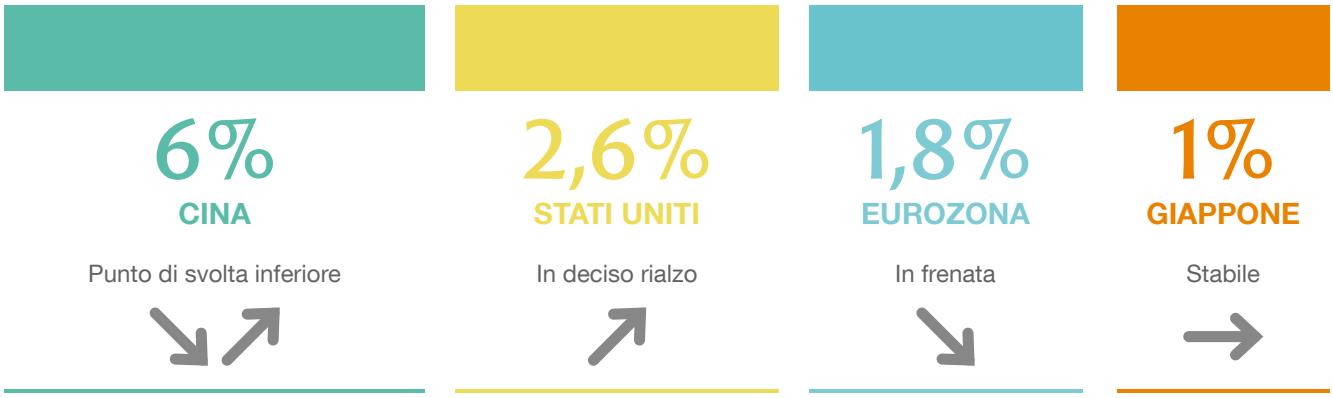
È probabile che la crescita dinamica rimanga confinata agli Stati Uniti

Con la frenata, la crescita tornerà gradualmente verso il suo potenziale, frutto della combinazione tra l'aumento della popolazione attiva e i guadagni di produttività, esacerbando le disparità attese tra i paesi. Dal 2016 tutte le regioni hanno registrato un'attività superiore al loro potenziale, sostenuta dalle politiche locali di stimolo, dalla ripresa del commercio mondiale e da un orientamento favorevole dei prezzi delle materie prime. Tuttavia, un ritmo così elevato può essere mantenuto soltanto con politiche economiche adeguate e motori della crescita a pieni giri. Invece, gli investimenti e i consumi hanno subito un calo ovunque al di fuori degli Stati Uniti e l'espansione del commercio mondiale si è esaurita con la messa in discussione della globalizzazione.

Stati Uniti sempre alla guida del ciclo economico

La frenata, che è destinata a interessare tutti i paesi sviluppati, dovrebbe essere meno marcata negli Stati Uniti, dove raggiungerà

CRESCITA DEL PIL NEL 2019



↗ Trend nella domanda interna

Fonte: UBP

il 2,6% nel 2019 (dopo quasi il 3% nel 2018). Gli investimenti e la domanda interna negli Stati Uniti saranno presumibilmente sostenuti dalla riforma fiscale delle imprese, dai tassi d'interesse sempre bassi e dagli incentivi destinati alle imprese che creano posti di lavoro sul mercato interno. Alcuni progetti infrastrutturali presentati all'inizio della presidenza Trump potrebbero essere ripresi in mano nel 2019, alimentando così la domanda da parte del settore pubblico.

È probabile che il boom economico rimanga confinato agli Stati Uniti, mentre altre regioni subiranno una netta frenata. Nell'Eurozona il tasso di crescita, pari al 2,5% nel 2017 e al 2,1% nel 2018, dovrebbe infrangere la soglia del 2% nel 2019, attestandosi sull'1,8%. L'Europa subisce le tensioni commerciali con gli Stati Uniti e, dopo la situazione di stallo sull'acciaio, non c'è alcuna garanzia che le industrie automobilistiche europee riescano a sfuggire a una revisione dei dazi doganali. Non si deve comunque dimenticare che l'Europa ha avuto bisogno di tempo per ricostituire il capitale distrutto durante la crisi finanziaria e la sua crescita potenziale rimarrà modesta sino a quando le economie di paesi come la Grecia e l'Italia saranno strutturalmente vulnerabili e imbrigliate dai conti pubblici. Nonostante la volontà politica del presidente francese, il futuro dell'Unione europea deve essere chiaramente ridefinito, ma il progetto è minacciato dai governi apertamente ostili alla politica di bilancio sostenuta dalla Commissione e ad alcuni principi fondamentali, tra cui la libera circolazione delle persone. Nel frattempo, i negoziati sulla Brexit avanzano a fatica nonostante l'uscita della Gran Bretagna dall'Unione europea sia prevista per marzo 2019.

La stabilità politica del Giappone dovrebbe consentire al governo di portare a termine il suo processo di trasformazione dell'economia e della società, ma la crescita potenziale del paese è inchiodata al di sotto dell'1% a causa dell'invecchiamento della popolazione e della perdita di slancio degli investimenti pubblici. L'accelerazione dei consumi sarà modesta e, nonostante i sostenuti investimenti privati e gli sforzi di robotizzazione, è possibile che la crescita non vada molto oltre l'1% nel 2019.

Cina: partner o rivale commerciale?

In Cina la crescita economica dovrebbe stabilizzarsi intorno al 6% l'anno prossimo. La frenata è cominciata a fine anno, ma in questa fase non è imputabile ai vincoli imposti dagli Stati Uniti alle esportazioni. Nel 2018 i dazi doganali sono stati aumentati per quasi tutte le merci cinesi esportate negli Stati Uniti e la Cina ha risposto con misure analoghe sui prodotti americani, alimentando così un'escalation pericolosa per il commercio mondiale. Di fronte a questa minaccia e nel tentativo di contenere la frenata, la Cina ha ammorbidito la sua politica economica, ha adottato misure di stimolo per alcuni settori, tra cui l'immobiliare, e finanziato settori strategici. Questo faccia a faccia commerciale potrebbe protrarsi e indurre la Cina ad adottare ulteriori incentivi interni.

Nella nostra analisi della crescita mondiale non escludiamo che Stati Uniti e Cina riescano a concludere un armistizio nella loro guerra commerciale. Tuttavia, anche se trovano aree di un potenziale compromesso che consenta un equilibrio simile a quello degli anni Ottanta in Giappone, saranno da attendersi periodiche fiammate, come è successo allora.

Le prospettive di crescita sono peggiorate anche in altri paesi emergenti dopo la stretta della politica monetaria e di bilancio del 2018, quando alcune valute si sono indebolite. I paesi più fragili, tra cui l'Argentina e la Turchia, sono a rischio di crisi. In altri paesi, tra cui l'Indonesia e l'India, l'attività economica potrebbe essere un po' frenata dalle politiche più rigorose all'inizio dell'anno, per poi riprendersi in seguito. Si osserveranno dunque notevoli disparità tra i paesi emergenti nel 2019: in Asia la crescita dovrebbe rimanere dinamica e in Cina stabilizzarsi, mentre in America Latina le speranze di ripresa dipendono dalle politiche economiche che saranno adottate dal Brasile e dall'Argentina.

SALARI E SPIRALE INFLAZIONISTICA

Nonostante la poderosa crescita economica, l'inflazione e i salari hanno registrato un rialzo moderato, ma la situazione tesa sul mercato del lavoro comincia ad accrescere le pressioni sulle retribuzioni, non soltanto negli Stati Uniti. Non si esclude che le banche centrali adottino politiche più restrittive se dovesse innescarsi la spirale salari-prezzi.

Dopo diversi anni in cui la deflazione ha rappresentato il rischio più grave, il 2018 segna una svolta e i mercati si concentrano sui segnali di surriscaldamento mentre molti paesi giungono alla fase di maturità del ciclo economico. Nell'ultimo trimestre l'inflazione è tornata in linea con gli obiettivi delle principali banche centrali, ad eccezione del Giappone. Questa accelerazione è dovuta soprattutto alla ripresa dei prezzi delle materie prime e alla volatilità dei cambi. L'inflazione si è dunque avvicinata al 3% negli Stati Uniti e in Gran Bretagna e ha superato il 2% nell'Eurozona e in Germania. Crediamo che l'anno prossimo si stabilizzi tra il 2% e il 2,5% negli Stati Uniti e sul 2% in Europa, sempre che non subentrino nuovi shock sulle divise o sulle materie prime. Nei paesi emergenti, l'inflazione dovrebbe risalire meccanicamente dove le valute hanno perso parecchio terreno nel 2018, per poi assestarsi una volta che le politiche economiche più restrittive terranno a bada la domanda.

I mercati finanziari hanno risposto bene a questo cambiamento di regime dell'inflazione tra il 2015 e il 2018 e le previsioni di medio termine estrapolate dalle obbligazioni indicizzate all'inflazione si collocano attorno al 2% negli Stati Uniti e in Europa.

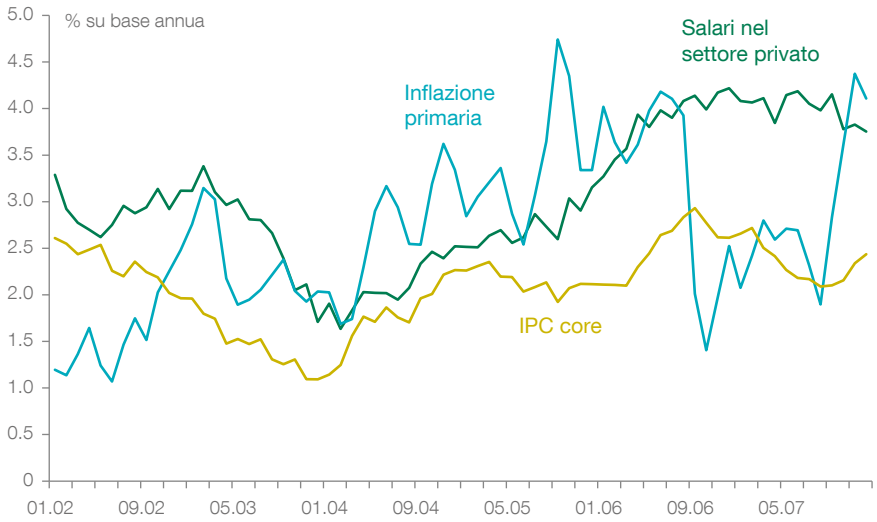
Diversi paesi sviluppati hanno raggiunto la fase di maturità del ciclo economico, pertanto il rischio maggiore per le economie, le autorità monetarie e i mercati obbligazionari è rappresentato da un rialzo dell'inflazione provocata dai salari; ciò costringerebbe le banche centrali e, in particolare, la Fed a ripensare la propria strategia orientata a una progressiva normalizzazione dei tassi d'interesse e ad adottare un approccio più drastico.

Tensioni sul mercato del lavoro e aumento dei salari

Negli Stati Uniti la crescita ha raggiunto la fase di maturità e la situazione sul mercato del lavoro è diventata molto più tesa, tanto che le difficoltà di reclutamento riguardano sia la manodopera specializzata sia quella meno qualificata. Alcuni grandi nomi della distribuzione hanno dovuto aumentare notevolmente le retribuzioni di base e le tensioni potrebbero inasprirsi ancora se la politica economica statunitense giocasse la carta di un nuovo piano di stimoli. La mancanza di manodopera qualificata comincia a colpire anche altri paesi. In Giappone le retribuzioni di base stanno salendo in misura più significativa a causa

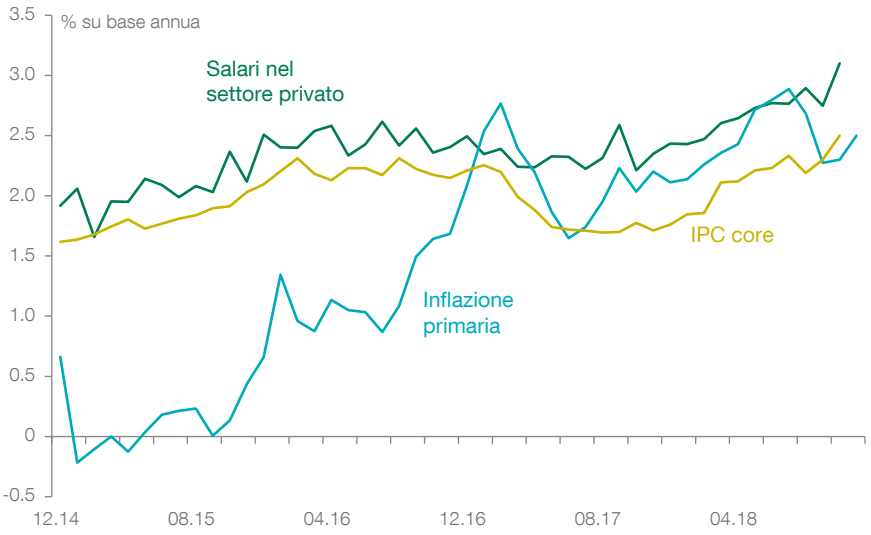
Probabile ritorno a una stretta correlazione tra salari e inflazione

CRESCITA DEI SALARI E INFLAZIONE NEGLI USA
2002-2007



Fonti: Fed, BLS

CRESCITA DEI SALARI E INFLAZIONE NEGLI USA
2015-2018



Fonti: Fed, BLS

degli incentivi governativi. Anche la Germania vive una situazione di penuria di manodopera, così come il Regno Unito, dove la Brexit sta provocando un esaurimento dei flussi di lavoratori stranieri.

Questa pressione sui salari potrebbe diventare più evidente e indurre un rialzo superiore alle attese degli indici dei prezzi core, che escludono le componenti dei generi alimentari e dell'energia. Sino a oggi questi indici hanno replicato solo in parte la ripresa degli indici globali ma, considerando la domanda sostenuta e il calo della disoccupazione, i prezzi dovrebbero salire nel 2019. Il rischio consiste nella nuova correlazione tra inflazione e salari, come avvenuto nel 2005–2007, quando la crescita salariale ha spinto al rialzo gli indici dei prezzi al consumo, costringendo le banche centrali ad adeguare le proprie strategie.

Anche un cambiamento di marcia nel processo di normalizzazione dei tassi da parte della Fed sarebbe uno shock importante per i mercati monetari, dal momento che non hanno ancora scontato appieno i tre aumenti dei tassi di riferimento previsti per il 2019. In caso di una escalation dei salari e dell'inflazione, la Fed potrebbe attuare quattro o più interventi sui tassi e optare per aumenti non più di 25, bensì di 50 punti base. In questo scenario, i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine registreranno inevitabilmente forti rialzi e la curva dei rendimenti si irripidirebbe.

Nell'Eurozona, se salissero i salari, la Germania eserciterebbe pressioni per un aggiustamento più drastico della politica monetaria rispetto a quanto previsto da Mario Draghi (nessun aumento dei tassi fino al terzo trimestre 2019). Ma l'avvicendamento al vertice della BCE nel 2019 potrebbe segnare una svolta rispetto al famoso «whatever it takes» pronunciato da Draghi nel 2012 che ha dato avvio alla fase del quantitative easing. Dal canto suo, la Bank of England continuerà a vigilare sull'inflazione e sugli effetti della Brexit sul mercato del lavoro e non si esclude che aumenti ancora i tassi di riferimento. Se si concretizzasse, il rischio di inflazione e di spirale salariale potrebbe far precipitare la crescita e i mercati finanziari di fronte a una stretta della politica monetaria molto più incisiva del previsto. Inoltre, dai mercati sarà drenata sempre più liquidità poiché la Fed intende ridurre il suo bilancio e la BCE vuole mettere fine al quantitative easing.

DEBITO PUBBLICO E PRIVATO

I livelli di indebitamento sono continuamente cresciuti dallo scoppio della crisi finanziaria e ora le banche centrali cominciano a stringere i freni della politica monetaria, mentre la liquidità inizia a prosciugarsi. I tassi d'interesse a lungo termine e gli spread creditizi non riflettono ancora rischi rilevanti, ma i mercati potrebbero mostrare un'eccessiva accondiscendenza.

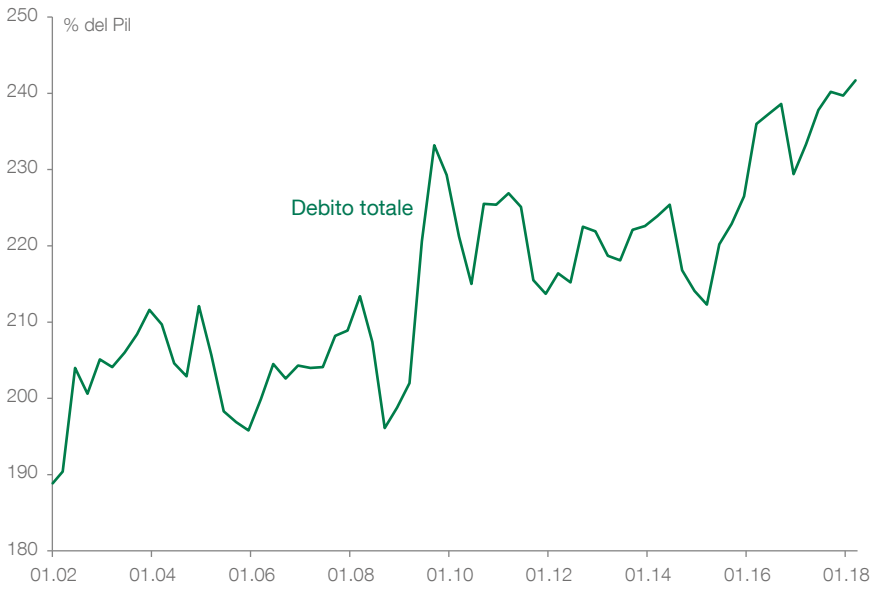
Mentre la politica monetaria comincia a orientarsi verso un regime meno accomodante, il continuo aumento del debito globale spaventa. Lo scenario contrassegnato da tassi bassi e abbondante liquidità ha incoraggiato l'indebitamento e il ricorso alla leva finanziaria; dieci anni dopo la crisi ciò si traduce in un rapido progresso del debito totale rispetto alla crescita. In particolare, sulle grandi piazze finanziarie abbiamo assistito a un aumento del debito più rapido che altrove. Ciò ha esacerbato le discrepanze e creato vulnerabilità tra paesi e settori in diverse regioni.

Negli Stati Uniti, la principale fonte di preoccupazione per il Fmi è l'aumento del debito pubblico molto più di quello societario, la cui leva è e dovrebbe rimanere contenuta fintanto che la redditività sarà solida. Il debito dei privati registra un moderato rialzo, ma il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale non costituiscono un problema grazie all'aumento delle retribuzioni. Il tallone d'Achille della zona euro è il debito pubblico, che è rimasto elevato rispetto al Pil dai tempi della crisi finanziaria e ha cominciato a regredire leggermente solo dal 2016. Il rapporto tra debito privato e Pil è rallentato, ma le imprese fanno maggiore ricorso alla leva finanziaria e con i mutui ipotecari le famiglie hanno accresciuto la loro dipendenza dall'immobiliare. Il livello di indebitamento dei privati e delle imprese è aumentato rapidamente in Cina, dove le imprese incrementano la leva, e altri paesi emergenti si muovono su questa falsariga. I rischi sulla Cina legati al settore bancario non regolamentato sono ormai scontati. Altri dati rivelano che il debito pubblico nei mercati emergenti è in aumento dal 2016, dopo essere rimasto stabile tra il 2007 e il 2015, ma si mantiene comunque al di sotto del 100% del Pil.

L'evoluzione del debito mondiale induce a credere che una stretta monetaria più drastica potrebbe rappresentare una seria minaccia soprattutto per il settore pubblico, che sinora ha beneficiato dei livelli molto bassi dei tassi. Inoltre, i paesi sviluppati confermano la dipendenza dai capitali stranieri per finanziare il loro debito pubblico, così come il settore privato nei paesi emergenti. Fintanto che gli indicatori di fiducia non peggiorano, i mercati dei capitali non avranno ragioni particolari di preoccuparsi ma, nonostante la fase di stretta monetaria, i rendimenti dei titoli di stato a lungo termine sono tuttora molto bassi e gli spread si assottigliano, quindi rimane ben poco margine per assorbire eventuali shock o il deterioramento della qualità creditizia.

I tassi bassi e la liquidità elevata alimentano la dipendenza dal debito: è un «déjà vu»?

TUTTI I PAESI: DEBITO TOTALE



Fonti: BRI, UBP

MIGLIORARE LA SOCIETÀ SENZA RINUNCIARE AI GUADAGNI FINANZIARI

Generare valore è l'aspirazione e l'obiettivo di qualsiasi strategia d'investimento. Lo è anche per l'impact investing, che tuttavia si ispira a una definizione più ampia di valore per includere anche i profitti non finanziari.

La finanza di progetto e il private equity sono da tempo il fulcro dell'impact investing. Tuttavia, il sempre più diffuso desiderio di migliorare il mondo in cui viviamo ottenendo comunque risultati finanziari ha portato l'impact investing ad allargare la sua base di investitori e la presenza in categorie di asset più liquide. Il suo sviluppo nell'universo delle azioni quotate rappresenta un'allettante opportunità di accrescere l'efficacia dell'impatto mediante gli investimenti, grazie anche a un accesso più ampio.

L'impact investing è fondato su una definizione più ampia di valore

Allocare il capitale in attività quotate con flussi di reddito orientati a fronteggiare le più pressanti sfide globali è un modo incisivo per puntare su un riorientamento della crescita strutturale verso queste soluzioni ottenendo nel contempo un «dividendo» non finanziario.

Al fine di creare valore nella nuova ottica allargata, tali sviluppi, per quanto entusiasmanti, esigono la determinazione dei profitti finanziari e non finanziari. Ciò consente all'investitore finale di avere un quadro molto più completo dell'impatto delle sue posizioni nelle due dimensioni.

Al di là dei tradizionali dati pubblicati, tra cui la performance dell'azione, gli investitori di impatto devono accertare e divulgare informazioni, ad esempio la quantità di energia pulita prodotta (o di CO_2 evitata) e il tipo di innovazione possibile per ogni milione di dollari investito.

Molti di questi parametri non finanziari, che non sono controllati dall'organo di revisione, consentono raramente confronti con altre imprese e spesso non vengono pubblicati nei conti della società o nei rapporti sulla responsabilità sociale. Gli scambi bilaterali con la società, che costituiscono il ruolo e i vantaggi della gestione attiva, sono il metodo di gran lunga più efficace per ottenere dati non finanziari rilevanti e utili.

Questo è l'elemento cruciale di una strategia incisiva di impact investing nell'universo delle azioni quotate: un impegno approfondito e trasparente è in grado di generare straordinari risultati non finanziari che, in combinazione con i guadagni finanziari stimati, può realmente offrire un grande valore all'investitore e all'intera società.

Un impegno attivo, bilaterale è il mezzo di gran lunga più efficace per ottenere risultati non finanziari

ALLOCARE IL CAPITALE IN ATTIVITÀ ORIENTATE A FRONTEGGIARE LE PIÙ PRESSANTI SFIDE GLOBALI È UN MODO INCISIVO PER PUNTARE SU UN RIORIENTAMENTO DELLA CRESCITA STRUTTURALE

IL DIVARIO SULL'AZIONARIO SI ASSOTTIGLIA

La persistente outperformance delle azioni statunitensi rispetto al resto del mondo negli ultimi cinque anni potrebbe assottigliarsi nel 2019. Gli investitori dovrebbero cominciare a rivolgere la loro attenzione al Giappone, dove le quotazioni dei titoli si stanno avvicinando ai minimi del 2008 e la crescita degli utili societari ha superato quella di Stati Uniti ed Europa dal 2013.

Dalla fine della crisi dell'Eurozona nel 2013, le azioni statunitensi hanno sovraperformato quelle di altre importanti aree geografiche del mondo in valuta locale: +25% rispetto al Giappone, +40% nei confronti dell'Europa e quasi +52% sui mercati emergenti. Ci attendiamo che nel 2019 questa fase di «eccezionalismo americano» cominci ad attenuarsi.

La storia della persistente outperformance degli Stati Uniti è tradizionalmente incentrata su una combinazione di scelte politiche abili e proattive, un'economia interna flessibile e il ruolo prioritario che le imprese orientate agli azionisti attribuiscono all'incremento dei rendimenti per gli investitori. Sin dall'inizio degli anni Novanta, questi fattori hanno contribuito a sostenere i risultati e le società statunitensi sono riuscite a ottenere gran parte della loro outperformance registrando una crescita degli utili più elevata rispetto alle loro controparti europee e giapponesi.

Tuttavia, la fase dell'«eccezionalismo americano» è stata favorita da un elemento diverso dagli extrarendimenti che le società locali hanno fornito agli azionisti: la volontà degli investitori di pagare di più per le società statunitensi o, in altre parole, l'espansione dei P/E delle azioni.

È un dato di fatto che l'espansione dei P/E negli Stati Uniti ha fornito un contributo sostanziale a tutte le outperformance delle azioni americane rispetto a quelle europee e giapponesi in quel periodo. Sin dal 2013, infatti, mentre gli utili delle società statunitensi hanno contribuito con quasi sei punti percentuali all'11% del tasso annuo di crescita composto (CAGR) della performance, gli utili delle società europee sono bastati appena per tenere il passo dei sei punti percentuali, ma sono rimasti molto al di sotto dei quasi undici punti percentuali che gli utili delle società giapponesi hanno aggiunto ai rendimenti totali degli investitori (v. grafico 1).

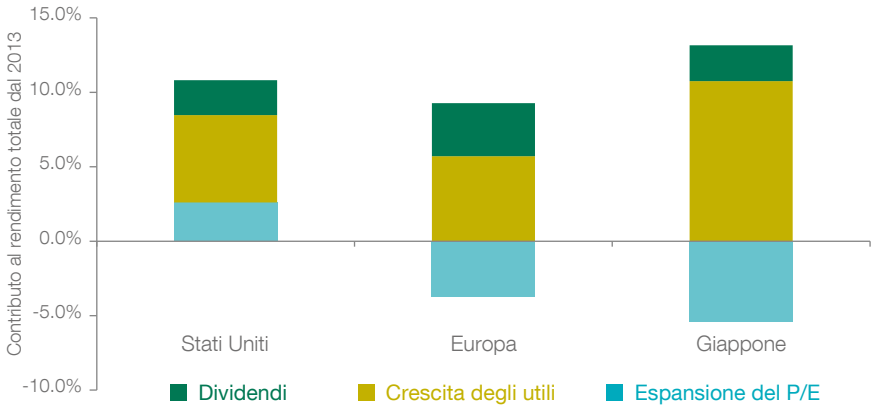
Senza l'innalzamento dei rapporti prezzo/utile negli Stati Uniti, retrocessi invece in Europa e in Giappone, le azioni statunitensi sarebbero rimaste nel complesso arretrate rispetto a quelle europee e giapponesi, poiché i dividendi delle società statunitensi e i contributi agli utili non hanno superato quelli delle loro omologhe.

Certamente un valido motivo alla base della volontà degli investitori di pagare di più per le azioni statunitensi è rappresentato dalla forte presenza del settore tecnologico nei listini. Sfortunatamente per gli investitori, crediamo che il forte riapprezzamento dei P/E delle società tecnologiche su scala globale, in atto sin dal 2013, stia per concludersi (v. articolo sul tecnologico pag. 13).

Per il futuro, i P/E del settore tecnologico cesseranno di trainare l'espansione dei P/E delle azioni statunitensi, pertanto prevediamo che la loro outperformance non sarà più così poderosa nel 2019 (v. grafico 2).

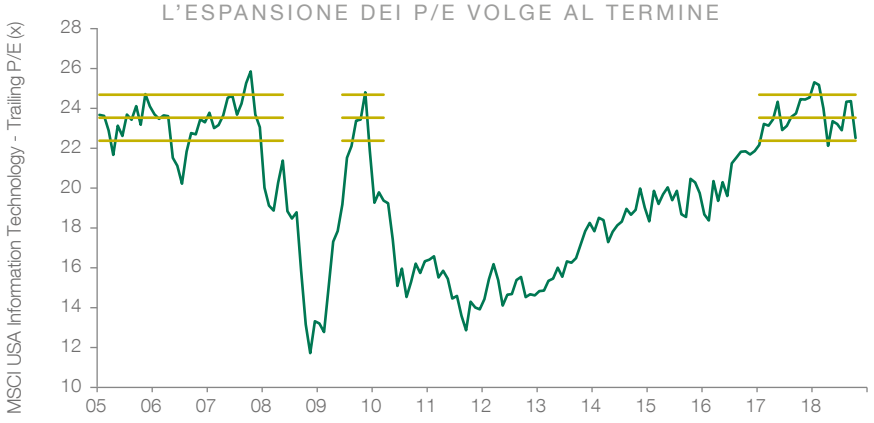
Anche il Giappone vanta una forte presenza del settore tecnologico, ma le azioni nipponiche non hanno tenuto il passo delle loro omologhe statunitensi. Infatti, nonostante una crescita degli utili del 63% dalla fine del 2013 rispetto al

1. L'ECCEZIONALISMO AMERICANO È DOVUTA ALL'ESPANSIONE DEI P/E



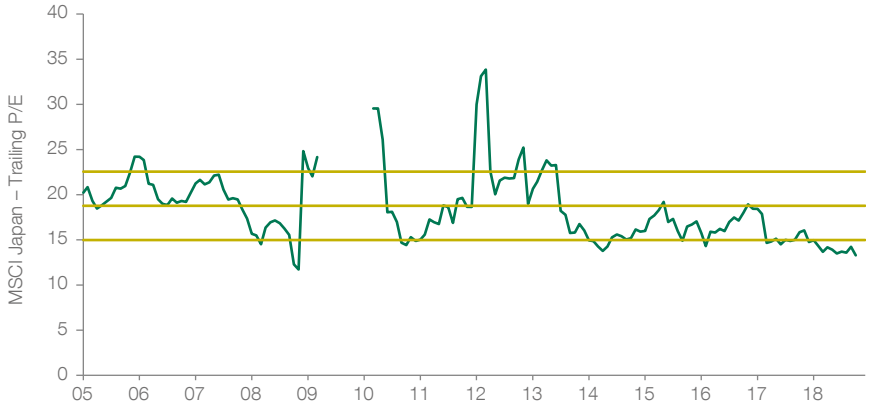
Fonti: MSCI, Bloomberg Finance L.P. e UBP

2. TECNOLOGICO STATUNITENSE
L'ESPANSIONE DEI P/E VOLGE AL TERMINE



Fonti: MSCI, Bloomberg Finance L.P. e UBP

3. AZIONI GIAPPONESI – LE QUOTAZIONI TORNANO AI MINIMI DEL 2008



Fonti: MSCI, Bloomberg Finance L.P. e UBP

31% delle azioni statunitensi, oggi gli investitori pagano il 25% in meno in termini di P/E, con multipli in calo di 13,3 volte, un livello mai più riscontrato dai minimi della crisi finanziaria globale del 2008 (v. grafico 3).

La crescita su scala globale e nazionale è sostenuta, la banca centrale mantiene un corso accomodante (a differenza della Fed e della Bce) e la valuta è ai minimi storici, pertanto i fattori macroeconomici dovrebbero rimanere favorevoli a chi deciderà di investire sul Giappone nel 2019.

È confortante che le azioni europee evidenzino un'evoluzione delle quotazioni simile a quella dei titoli giapponesi, in quanto i loro ratio si sono quasi dimezzati rispetto ai massimi del 2016 passando a 16 volte gli utili storici verso la fine del 2018.

Sebbene le quotazioni in Europa siano tuttora ben al di sopra dei minimi del 2008, a differenza del Giappone, gli investitori dovrebbero riconoscere che l'ultimo periodo di netta outperformance dell'Europa rispetto agli Stati Uniti, vissuto dal 2003 al 2007, ha coinciso con una fase di notevole underperformance del tecnologico rispetto ai più ampi mercati azionari globali. È prevista una perdita di momentum del settore tecnologico, pertanto le azioni europee dovrebbero recuperare terreno nei confronti di quelle statunitensi.

Tuttavia, a differenza di quanto avviene in Giappone, gli investitori europei dovranno affrontare una politica meno accomodante da parte della banca centrale e una serie di eventi politici, dai negoziati sulla legge di bilancio in Italia (v. pag. 21) alla Brexit (v. pag. 22), senza dimenticare le elezioni del Parlamento europeo, di conseguenza sono più restii ad assumersi maggiori rischi nel 2019.

D'altro canto, riteniamo che questi fattori siano transitori nel contesto del processo di riforma europeo, quindi in particolare il peso eccessivo nella quotazione dei titoli del rischio di frammentazione dell'Eurozona dovrebbe essere considerato dagli investitori come un'opportunità tattica.

In sintesi, gli investitori hanno puntato fortemente sulle azioni statunitensi, in particolare sul tecnologico, per generare rendimenti negli ultimi anni, ma il 2019 offre loro l'opportunità di riorientarsi passando da fattori di performance insostenibili, quali la persistente espansione dei P/E, ad altri più avvalorabili. Queste opportunità possono essere trovate in tutto il mondo e, in particolare, con un'avveduta selezione delle azioni in aree tematiche tra cui l'impact investing (v. pag. 11), l'healthcare (v. pag. 14) e autentici innovatori all'interno del tecnologico, ma a livello geografico gli investitori potrebbero focalizzarsi maggiormente sul Giappone e, in un'ottica tattica, anche sull'Europa.

I 5 anni di outperformance delle azioni statunitensi dovrebbero concludersi nel 2019

Le quotazioni delle azioni giapponesi sono vicine ai minimi del 2008 benché gli utili societari superino quelli statunitensi

L'instabilità politica in Europa può fornire opportunità tattiche

Una nuova fase attende il tecnologico globale

Sin dal 2013 il settore tecnologico ha registrato un poderoso incremento del 18,8% degli utili annui a livello mondiale, superando ampiamente le azioni globali nel loro insieme (+10,4%) e persino quelle orientate alla crescita (+11,8%).

Tuttavia, alla base di questi risultati si colloca un recente spostamento dei fattori di rendimento che in futuro potrebbe limitare l'outperformance del settore. Prima del 2018 i fattori di performance sono stati gli utili societari, i dividendi e l'espansione dei P/E. Quest'ultima, da sola, ha contribuito quasi alla metà delle performance generate dal 2013 al 2017.

Nel 2018, tuttavia, la crescita degli utili ha trainato fortemente tutte le performance generate dagli investimenti nel tecnologico su scala globale, mentre i P/E ratio sono retrocessi (v. grafico 2). Nonostante il calo dei P/E nell'ottobre del 2018, per il 2019 gli investitori dovrebbero guardare alla stabilità piuttosto che al continuo re-rating.

Inoltre, le aspettative di crescita degli utili a 5 anni si collocano già sul 20%, pertanto le probabilità di inaspettate revisioni al rialzo delle attuali stime di consenso appaiono deboli. In realtà, gli indicatori anticipatori rivelano che soprattutto l'economia statunitense sta avvicinandosi al punto di svolta superiore e anche l'aumento degli investimenti da parte delle società americane dovrebbe cominciare a rallentare, eliminando un fattore chiave per gli utili, risultati migliori delle attese per gran parte del 2018.

Riteniamo che il 2018 rappresenti l'inizio di una nuova fase di un ciclo a lungo termine che gli investitori nel tecnologico globale dovranno adottare. Analogamente al periodo dal 2002 al 2012, dopo il crollo del tecnologico nel 2000 e nel 2001, gli investitori dovranno basarsi soprattutto sulla crescita degli utili e identificare autentici innovatori bottom-up per ottenere buoni risultati nel settore.

Tuttavia, a differenza del 2002, quando l'economia americana muoveva i primi passi nella ripresa e la penetrazione della tecnologia risaliva da bassi livelli, nel 2019 gli investitori nel settore dovranno affrontare un'economia nelle fasi conclusive del ciclo e un settore tecnologico molto più affermato. Di conseguenza, saranno chiamati a rivolgersi maggiormente a strategie di gestione attiva per identificare società innovative che consentiranno loro di superare i sempre più forti venti contrari al settore.

(Per maggiori approfondimenti invitiamo a leggere la nostra analisi UBP Spotlight «A Regime Change Ahead for Global Technology», agosto 2018).

L'INNOVAZIONE CREA OPPORTUNITÀ NEL SETTORE HEALTHCARE

Nel settore healthcare i trend di lungo periodo (invecchiamento della popolazione, domanda da parte dei mercati emergenti ed estensione dell'assicurazione sanitaria di base) rimangono ben radicati, ma gli investitori dovrebbero rivolgere la loro attenzione verso elementi differenziati di innovazione nel settore ricorrendo ad aziende biotecnologiche di medie dimensioni, alla tecnologia medica e alle aziende dell'IT focalizzate sull'healthcare.

Il mercato globale della salute continua a espandersi rapidamente, trainato dall'invecchiamento della popolazione, dalla domanda da parte dei mercati emergenti e dall'estensione dell'assicurazione sanitaria di base, che continuerà a stimolare la domanda per cure di primissima qualità e altamente efficaci: la spesa mondiale per la salute è prevista in crescita a un tasso annuo del 4,1% nel quadriennio 2017-2021, dopo l'1,3% appena nel 2012-2016, e la spesa sanitaria combinata nelle principali regioni del globo dovrebbe raggiungere 8,7 miliardi di USD entro il 2020 dai 7 miliardi del 2015.

I rapporti elaborati dal settore rivelano che, nel complesso, gli incrementi dei prezzi medi hanno contribuito per oltre il 60% a più del 20% di crescita delle vendite negli Stati Uniti dei 45 principali prodotti farmaceutici negli ultimi tre anni. Ci attendiamo che gli effetti positivi di questi aumenti dei prezzi continuino ad affievolirsi anche se la crescita della domanda di questi prodotti rallenta ancora. Tali sviluppi sono parzialmente imputabili all'impegno di molte società farmaceutiche di non aumentare più i prezzi dei farmaci nel 2018 in risposta alla pressione politica esercitata dagli Stati Uniti.

In assenza di questi incrementi dei prezzi a sostegno della crescita, gli investitori dovranno trovare la loro principale fonte di rendimento nell'innovazione. In particolare, l'innovazione terapeutica e tecnologica, in grado di stravolgere l'esistente mercato biofarmaceutico con un fatturato annuo di 1'000 miliardi di USD, rappresenta un'opportunità cruciale. Si è infatti registrato un notevole incremento nel numero di omologazioni di nuovi farmaci e stanno aumentando le risorse destinate alle aree di bisogni insoddisfatti. Abbiamo identificato sei ambiti di crescita nel ciclo attuale dell'innovazione: immuno-oncologia, terapia genica, malattie rare, obesità, malattie neurologiche e IT nell'healthcare.

Per gli investitori limitarsi a puntare sulle maggiori aziende farmaceutiche del mondo per partecipare a questi trend di crescita non è più una strategia percorribile. Bernstein Research sottolinea che quasi il 50% dei farmaci cosiddetti blockbuster, ossia che vendono per più di un miliardo di dollari l'anno, proviene attualmente da aziende biotecnologiche di medie dimensioni e da quelle attive nel campo della tecnologia medica, che a loro volta hanno bisogno di investitori per riorientarsi.

L'innovazione riguardante prodotti e servizi differenziati è la nuova opportunità di crescita duratura nel settore

Oltre a ciò, in considerazione dell'elevata inefficienza del mercato globale della salute, attribuiamo buone opportunità all'IT nell'healthcare. Gartner, importante società di consulenza nell'IT, stima che i fornitori statunitensi nel settore healthcare abbiano speso approssimativamente 42 miliardi di USD nei servizi IT nel 2017, ossia poco oltre l'1% della spesa sanitaria nazionale negli Stati Uniti. Se la spesa media per i servizi IT tra le società del settore raggiungesse il 3,3% (dato paragonabile alle società non appartenenti all'healthcare negli Stati Uniti), le società IT che operano nel settore potrebbero aumentare i propri ricavi di oltre 70 miliardi di USD.

Per quanto il settore possa confermare diversi fattori di crescita di lungo periodo che si sono manifestati negli ultimi decenni, per continuare a partecipare all'attuale trend orientato all'innovazione e all'efficienza nel settore sanitario è necessario spostare l'attenzione dai titoli sicuri, che pagano dividendi elevati, all'interazione di molteplici fattori in rapida trasformazione.

70 MRD. USD

Opportunità di reddito nell'IT dell'healthcare

50%

dei farmaci blockbuster proviene da PMI

È IL MOMENTO DI PASSARE DAL PETROLIO AI METALLI INDUSTRIALI

Per aumentare i prezzi del petrolio occorre uno shock sul fronte della domanda, ma nel 2019 dovremmo assistere piuttosto a una riduzione dell'offerta a sostegno dei metalli industriali

Come esposto nelle prospettive d'investimento UBP per il 2018, crediamo che l'energia e le materie prime industriali si trovino agli inizi di una lunga inversione di rotta dopo la fase ribassista profilatasi nella prima parte di questo decennio. La discrepanza tra i prezzi del greggio e quelli delle materie prime industriali nel 2018 smentisce i fondamentali sottostanti e mette in luce le opportunità per gli investitori di riorientarsi dall'energia ai metalli nel 2019.

I mercati del greggio hanno vissuto un rally dopo i tagli alla produzione decisi dall'Arabia Saudita e dalla Russia nel 2017, nell'attesa di uno squilibrio più marcato tra domanda e offerta che prevediamo entro il 2020. Tra la fine del 2017 e l'inizio del 2018, è bastato che i due giganti del petrolio si muovessero per creare una situazione di scarsità dell'offerta e spingere i prezzi del greggio dai minimi di 27 dollari al barile al picco di 80 dollari nell'estate del 2018.

Verso metà anno, tuttavia, i fattori alla base dell'aumento del prezzo del petrolio sono diventati più speculativi. L'attenzione era incentrata sul rinnovo delle sanzioni contro il greggio iraniano che avrebbe diminuito l'offerta sul mercato. Nonostante ciò, il rapporto tra domanda e offerta ha assunto una dinamica sfavorevole per la prima volta dall'inizio del 2017 e secondo l'AIEA l'offerta ha ricominciato a superare la domanda nel giugno del 2018.

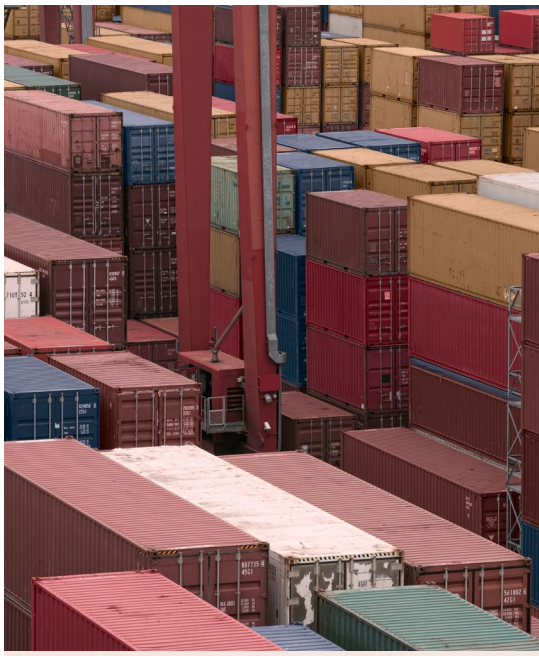
Certamente le capacità inutilizzate dell'OPEC sono prossime ai minimi storici, pertanto ogni ulteriore shock sul fronte dell'offerta potrebbe prolungare l'aumento del prezzo del petrolio. Tuttavia, con una dinamica della domanda e dell'offerta contraria agli investitori, il rapporto rischio/rendimento sui mercati dell'energia non depone più decisamente a favore di un rialzo dei prezzi rispetto all'attuale livello.

A differenza del forte rincaro del greggio nel 2018, i prezzi dei metalli industriali hanno vissuto un calo diffuso per gran parte dell'anno, soprattutto sulla scia della frenata della crescita cinese e dell'inasprirsi delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina. Al di là delle apparenze, tuttavia, i principali metalli sono stati messi sotto pressione a causa di un approvvigionamento insufficiente, pertanto il quadro fondamentale venutosi a creare ha fornito un supporto ai prezzi dell'energia negli ultimi mesi del 2017.

I tre anni di scarsità dell'offerta stanno costituendo uno scenario di opportunità per i metalli industriali

Ovviamente, se la crescita cinese interromperà la sua frenata e comincerà a risalire la china, una ripresa dei metalli industriali nel 2019 sarà inevitabile. Il conflitto commerciale confermerà il suo impatto negativo nel 2019 e la crescita del Pil rallenterà verso l'importante livello del 6%, ma i politici cinesi hanno varato nuovi stimoli per stabilizzare l'attività economica. Dal momento che i dazi doganali statunitensi saranno aumentati nel gennaio 2019 e la crescita cinese è di poco superiore al 6%, l'esitante strategia di ammorbidimento adottata nel secondo semestre del 2018 potrebbe diventare più proattiva nel 2019.

Il 2018 ha già assistito a una scarsità dell'offerta sui principali mercati e si prevede che il trend prosegua in uno scenario contrassegnato non da un deterioramento, ma dalla ritrovata stabilità e dal miglioramento della domanda cinese, di conseguenza gli investitori dovrebbero interpretare i segnali di stimolo proattivi da parte delle autorità cinesi come fattore cruciale di supporto per i metalli industriali nel 2019.



Nel 2019 i metalli dovrebbero registrare un forte apprezzamento così come il petrolio nel 2018

Il ruolo difensivo dell'oro è prezioso

D'altro canto, i fattori fondamentali a sostegno dell'oro sono tuttora deboli e l'andamento sembra confermare un persistente eccesso di offerta nel 2019. È probabile che i prezzi dell'oro rimangano fermi al palo di fronte alla rivalutazione del dollaro e al costante aumento dei tassi d'interesse statunitensi lungo la curva dei rendimenti. Gli investitori dovranno credere nella prospettiva di un'instabilità geopolitica che possa far salire i prezzi dell'oro nei prossimi mesi. Per chi investe nel metallo giallo, fortunatamente, si confermano importanti punti critici potenziali, pertanto l'oro assumerà un ruolo cruciale nei portafogli nell'attuale scenario.

VENTI CONTRARI ECONOMICI E GLOBALI FAVORISCONO ANCORA IL DOLLARO

La natura frammentata della crescita economica globale di fronte a una sempre maggiore instabilità politica a livello locale, regionale e mondiale dovrebbe continuare ad alimentare la volatilità sui mercati dei cambi nel 2019, mentre il dollaro statunitense potrebbe confermare la forza che ha rivelato nel 2018.

Il supporto a favore del dollaro continuerà sulla scia di una ritrovata stabilità della crescita economica e dell'ampliarsi degli spread tra gli Stati Uniti e i suoi principali partner commerciali.

I mercati scontano altri due aumenti dei tassi nel 2019, ma il presidente della Fed Jerome Powell e altri membri del Comitato della Fed che decidono la politica monetaria hanno manifestato una maggiore propensione alla linea dura in questi ultimi mesi del 2018, inducendo a credere che nel 2019 gli interventi al rialzo sui tassi potrebbero essere più numerosi del previsto.

Inoltre, lo spostamento del processo di normalizzazione verso il segmento dei 10 anni nella curva dei rendimenti statunitensi significa che le discrepanze tra i tassi d'interesse a lungo termine globali dovrebbero continuare ad accentuarsi nel 2019 a favore del dollaro.

A livello politico, con i risultati delle elezioni di metà mandato del Congresso statunitense tenutesi nel mese di novembre, i rischi per il dollaro sono concentrati nella fase iniziale, poiché l'ala uscita sconfitta dalla consultazione elettorale dovrà affrontare la minaccia di uno stop alle attività federali se non sarà raggiunta un'intesa sui finanziamenti entro il 7 dicembre 2018.

Nell'Eurozona, l'andamento positivo dell'economia ha indotto la Banca centrale europea (Bce) ad annunciare la conclusione del suo programma di quantitave easing. A nostro avviso, l'uscita sarà graduale per evitare deragliamenti all'ancora timida ripresa.

In realtà, segnali di decelerazione dell'economia europea sono apparsi nell'ultimo trimestre del 2018. Questa tendenza è amplificata dalla frenata della crescita sui principali mercati emergenti, che come partner commerciali sono più importanti per l'Europa che per gli Stati Uniti.

Gli aumenti dei tassi da parte della BCE non sono attesi prima della seconda metà del 2019, pertanto i differenziali dei tassi e di crescita dovrebbero ostacolare un rafforzamento sostenuto dell'euro per tutto l'anno. Certamente, ci attendiamo che lo scontro di questo autunno tra l'Italia e l'Unione europea sulla politica di bilancio si risolverà nei mesi successivi, pertanto potrebbe emergere una forza tattica dell'euro dal momento che i premi di rischio sul debito italiano saranno ricalcolati all'inizio del 2019. Tuttavia, con le elezioni del Parlamento europeo in programma per maggio 2019, ci attendiamo il riaffiorare di un clima di incertezza politica a metà anno.

La sterlina sembra riflettere la moderata attività economica in Gran Bretagna e i segnali di fiacca del suo mercato immobiliare. Nonostante i progressi compiuti verso un accordo sulla Brexit, i rischi di un'uscita «dura» dall'Unione europea nel marzo del 2019 risultano moderatamente sottovalutati sui mercati dei cambi.

Gli investitori nello yen giapponese dovrebbero attendersi un andamento simile a quello delle loro controparti europee. Le politiche reattive da parte della Bank of Japan potrebbero implicare che i differenziali dei tassi continueranno a lavorare contro lo yen nel 2019. Sul fronte della politica

interna, l'aumento delle tasse sui consumi nell'ottobre del 2019 indurrà a mantenere una politica favorevole allo yen debole per non sovraccaricare eccessivamente un'economia tuttora in fase di convalescenza.

Inoltre, così come avviene per l'Europa, la dipendenza del Giappone dalle esportazioni implica che la frenata delle economie emergenti potrebbe continuare ad ampliare il divario della crescita tra Giappone e Stati Uniti.

In un'ottica tattica, il ruolo dello yen come bene rifugio indurrà presumibilmente periodici apprezzamenti in concomitanza con l'acuirsi dell'instabilità geopolitica. Riteniamo, tuttavia, che questi progressi siano temporanei, per quanto utilizzabili nel trading, e propendiamo in generale per un orientamento al ribasso dello yen giapponese nel 2019.

Lo yuan cinese ha perso parecchio terreno dalla metà del 2018, attenuando così l'impatto dei dazi doganali imposti dagli Stati Uniti sulle merci importate dalla Cina (v. articolo sulla Cina). La moneta del Dragone dovrebbe continuare a indebolirsi in considerazione dei nuovi dazi doganali che entreranno pienamente in vigore nel nuovo anno. Senza una rapida escalation delle tensioni commerciali (per maggiori approfondimenti si rimanda all'articolo sui rischi della guerra commerciale), ci attendiamo che il ruolo di ammortizzatore di una valuta più debole sarà accentuato espandendo la liquidità interna per controbilanciare le ripercussioni sull'economia cinese. Siamo pertanto inclini a credere che la svalutazione subita dal renminbi nel secondo semestre del 2018 sarà più moderata nel 2019, anche se la discesa proseguirà.

YUAN CINESE – TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO REALE
(BASATO SULL'INDICE DEI PREZZI AL CONSUMO NEL MANIFATTURIERO)

Fonti: UBP, Bloomberg Finance L.P.

Venti contrari all'EUR attesi nel 1° semestre 2019

Aumenti delle tasse ed elezioni preannunciano uno yen debole nel 2019

UNA NUOVA GUERRA FREDDA

La diatriba commerciale tra Stati Uniti e Cina innescatasi nel 2018 potrebbe nascondere un conflitto di natura più strategica tra le due maggiori potenze economiche mondiali. A livello economico, lo scontro rispecchia i rapporti tra Stati Uniti e Giappone degli anni Ottanta e, così come avvenuto in quel periodo, non è da escludere che le decisioni di politica interna creino opportunità tattiche per chi investe sul Dragone nel 2019.

Molti ritenevano che le dure esternazioni del presidente Trump sui rapporti commerciali agli inizi del 2018 fossero uno stratagemma per ottenere migliori condizioni nella rinegoziazione del NAFTA, l'accordo di libero scambio tra USA, Canada e Messico, e una strategia politica per mantenere le promesse elettorali. In effetti sono state l'uno e l'altra, ma quello che è passato inosservato nel cambiamento di rotta degli Stati Uniti è il loro sforzo di utilizzare il commercio per sferrare i primi attacchi in un'offensiva di più vasta portata destinata a isolare il rivale strategico sul palcoscenico mondiale, la Cina.

Questo obiettivo allargato ha cominciato a delinearsi quando gli Stati Uniti hanno respinto le offerte della Cina di ridurre il suo surplus commerciale bilaterale quasi del 50% nella primavera del 2018. A settembre la natura dei più recenti dazi doganali imposti dagli Stati Uniti ha rivelato la loro intenzione di seguire un approccio strategico a lungo termine nella guerra commerciale (per approfondire l'argomento, invitiamo a leggere la nostra analisi UBP Spotlight «US–China Trade War: From Checkers to Chess» del settembre 2018).

In ottobre, John Bolton, consulente per la sicurezza nazionale, ha confermato questa strategia di isolamento affermando che il comportamento della Cina deve essere corretto nell'ambito del commercio, delle relazioni internazionali, sul fronte militare e politico, insomma a diversi livelli.

Dopo la risposta della Cina con l'imposizione di dazi doganali su numerose importazioni statunitensi, la fase delle ritorsioni sta volgendo al termine nonostante gli Stati Uniti abbiano previsto di aumentare ancora i dazi il 1° gennaio 2019. Come illustrato nel nostro approfondimento sulla guerra commerciale (v. pag. 20), il prossimo passo degli Stati Uniti per isolare la Cina potrebbe essere indirizzato all'Europa.

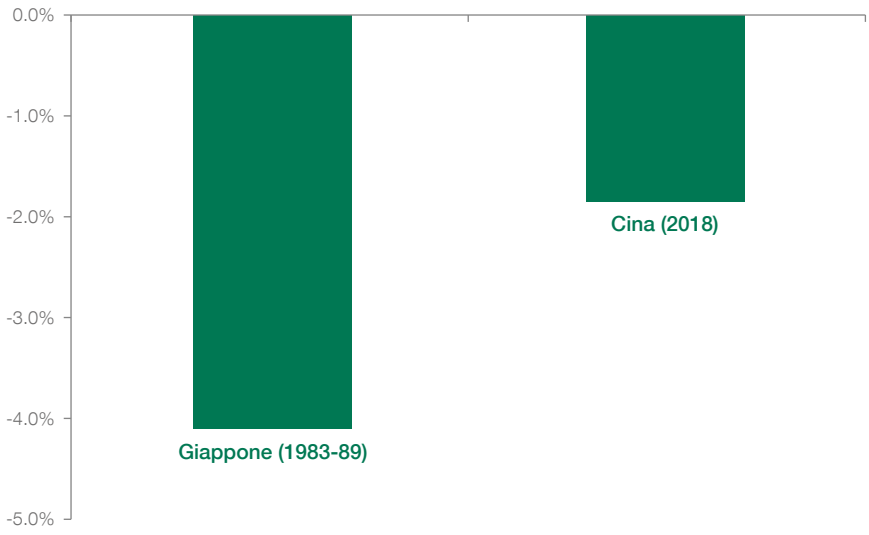
Non è da escludere che gli Stati Uniti continuino ad aumentare le pressioni sulla Cina, ma questa pausa può fornire al Dragone l'opportunità di concepire una risposta più proattiva a livello di politica interna, simile ai provvedimenti intrapresi dal Giappone nella sua guerra commerciale con l'America all'inizio degli anni Ottanta.

La Cina sta adeguando la propria politica al cambiamento di scenario sul fronte del commercio internazionale, ma gran parte del «lifting» è opera dello yuan, arretrato del 10% dall'aprile di quest'anno, quando i toni degli Stati Uniti si sono inaspriti. In effetti, riteniamo che questa svalutazione rispetto al dollaro abbia sostanzialmente compensato il costo addizionale dei dazi a carico degli importatori statunitensi di merci cinesi.

È interessante notare come anche tale aspetto coincida con l'esperienza del Giappone negli anni Ottanta. Minacciato dagli Stati Uniti con l'imposizione di dazi doganali, il Giappone ha accettato «volontariamente» di limitare il volume di auto esportate di fronte al sempre più pesante surplus commerciale con gli Stati Uniti. Ad assorbire i contraccolpi per l'industria automobilistica del Giappone e, in generale, la sua economia è stato lo yen, deprezzatosi del 22% rispetto al dollaro tra il 1981 e il 1985.

In considerazione del nuovo aumento dei dazi del 25% previsto nel nuovo anno, ci attendiamo che la Cina, così come il Giappone, consentirà al renminbi di indebolirsi ancora, infrangendo l'importante

VARIAZIONE NEI TASSI D'INTERESSE REALI



Fonti: Fmi, UBP

Il comportamento della Cina deve essere corretto nell'ambito del commercio, delle relazioni internazionali, sul fronte militare e politico, insomma a diversi livelli.

JOHN BOLTON, CONSULENTE PER LA SICUREZZA NAZIONALE DEGLI STATI UNITI, OTTOBRE 2018)

livello psicologico di 1 a 7 con il dollaro, un rapporto che può fungere da ammortizzatore per l'economia cinese.

Nella diatriba tra Stati Uniti e Giappone, tuttavia, nel 1985 gli Stati Uniti hanno risposto prepotentemente alla manipolazione dei cambi costringendo il Giappone a rafforzare la sua moneta del 30% sul dollaro, tanto che entro il 1988 lo yen aveva recuperato il 50%.

La Cina cercherà presumibilmente di evitare un esito simile e sta considerando misure cui il Giappone era ricorso per mitigare gli effetti delle politiche americane sull'economia interna e ridurre strategicamente la sua dipendenza dalle esportazioni negli Stati Uniti.

A riprova di ciò, la Cina ha cominciato a cercare accordi di libero scambio con altri grandi paesi sviluppati. Tuttavia, nel perseguire la loro strategia di isolamento, gli Stati Uniti hanno mostrato la volontà di forzare la mano dei loro principali partner commerciali costringendoli a scegliere tra Stati Uniti e Cina (v. pag. 20). Inoltre, in un dialogo bilaterale, hanno dissuaso il Giappone dall'aderire ad aree di libero scambio, lasciando virtualmente la terza potenza economica mondiale al di fuori della portata della Cina.

Di conseguenza, ipotizziamo che la Cina dovrà attingere all'ultima ratio cui era ricorso il Giappone per contenere l'impatto della politica americana, ossia la reflazione interna. Dal 1983 al 1989 i tassi d'interesse depurati dall'inflazione sono scesi dal 4% quasi a zero, incoraggiando una bolla speculativa sugli asset da cui il Giappone stenta ancora a recuperare.

Certamente la Cina è stata restia a lasciar credere di intraprendere politiche a palese imitazione di quelle del Giappone negli anni Ottanta. Tuttavia, proprio come il Giappone reagì alla brusca frenata subita dalla sua economia nel 1986 in seguito alla rivalutazione della moneta dettata dagli Stati Uniti, dal momento che il Pil cinese sta rallentando verso il livello critico del 6%, è probabile che entro la fine del 2018 la Cina adotti misure più aggressive di stimolo dell'economia interna.

Infatti, i suoi tassi d'interesse reali (interbancari a tre mesi) sono già retrocessi da poco meno del 3% all'inizio del 2018 all'1% di ottobre, inducendo a credere che la Cina abbia già cautamente imboccato la strada del Giappone nel suo confronto con gli Stati Uniti.

Se, come previsto, questi stimoli più incisivi si concretizzassero nel 2019, le azioni cinesi onshore (A) potrebbero salire dall'attuale valutazione di 11 volte gli utili, livello manifestatosi l'ultima volta nei suoi precedenti sforzi reflazionistici del 2008 e del 2014. Le azioni cinesi offshore (H), scambiate a Hong Kong nei listini dominati dal bancario, hanno una valutazione addirittura inferiore, pari a 7 volte gli utili, per quanto superiore al minimo storico di 5,5. Incoraggia il fatto che le azioni H abbiano solidi rendimenti del dividendo (3%), un livello infranto durante la crisi finanziaria globale del 2008-2009 e dotato di un buon supporto con un payout del 20% appena.

In sintesi, sebbene la nuova «guerra fredda» tra Stati Uniti e Cina erga considerevoli ostacoli per il Dragone, l'esperienza giapponese degli anni Ottanta induce a credere nell'esistenza di buone possibilità per gli investitori opportunistici, in attesa dei notevoli stimoli che giungeranno dall'economia interna cinese.

Considerata la possibilità che gli Stati Uniti continuino ad aumentare le pressioni direttamente sull'economia cinese, piuttosto che mediante i suoi partner commerciali, per il 2019 riteniamo opportuno adottare strategie con protezione del capitale e con le opzioni per limitare il rischio.

Il Giappone degli anni Ottanta fornisce una roadmap alla Cina

Il 6% di crescita del Pil spinge la Cina ad adottare misure più aggressive di stimolo

Strategie con protezione del capitale o con le opzioni per limitare i rischi

IN PRIMO PIANO I RISCHI TRA STATI UNITI ED EUROPA PIÙ CHE TRA STATI UNITI E CINA

Negli ultimi mesi del 2018 le preoccupazioni degli investitori in merito alla guerra commerciale si sono concentrate sui rapporti tra Stati Uniti e Cina, ma nel 2019 gli Stati Uniti potrebbero volgere la loro attenzione all'Europa nell'intento strategico di isolare maggiormente la Cina e rimodellare il commercio globale.

Gli Stati Uniti si stanno muovendo per isolare strategicamente la Cina, così come avvenuto con il Giappone negli anni Ottanta (v. pag. 18), e gli investitori potrebbero essere troppo incentrati sul conflitto commerciale bilaterale tra le due maggiori potenze economiche mondiali.

Non è da escludere che gli Stati Uniti cerchino un'escalation delle già aspre tensioni con la Cina nel nuovo anno, ma la minaccia ancora trascurata per i mercati e l'economia globale è rappresentata dalla possibilità che la politica americana punti la propria offensiva sull'Europa per ottenere lo stesso obiettivo strategico, ossia l'isolamento economico della Cina.

Sebbene molti abbiano salutato il nuovo accordo tra Canada, Messico e Stati Uniti come un segnale importante che le tensioni commerciali possono rientrare dopo mesi di difficili negoziati tra i partner nordamericani, i suoi festeggiamenti hanno sviato l'attenzione da un'importante clausola che consente ai paesi firmatari, in particolare agli Stati Uniti, di ritirarsi qualora Canada o Messico stipulassero accordi di libero scambio con paesi che non hanno un'economia di mercato (quindi la Cina).

Una minaccia ancora trascurata consiste nella possibilità che gli Stati Uniti puntino la loro offensiva sull'Europa per isolare maggiormente la Cina

La clausola suggella l'idea che il vero obiettivo dell'offensiva commerciale condotta dagli Stati Uniti è l'isolamento strategico del Dragone. Se fosse vero, ossia se stessero realmente cercando di tagliare sempre più fuori la Cina, gli Stati Uniti potrebbero cercare di forzare l'Europa a concludere un simile accordo commerciale che limiti l'accesso della Cina al Vecchio continente. Così come le tariffe sull'acciaio e sull'alluminio hanno esercitato una verosimile pressione su Canada e Messico per portarli al tavolo dei negoziati, gli Stati Uniti possono ritenere che riproporre all'Europa la minaccia di infliggere sanzioni sulle esportazioni di auto negli USA risulti altrettanto efficace.

Per l'Europa è incoraggiante notare che la recente apertura della Germania all'importazione di gas naturale liquefatto dagli Stati Uniti può contribuire ad allentare le tensioni nelle relazioni commerciali tra Stati Uniti ed Europa, qualora tale accordo fosse esteso a tutto il Continente. In caso contrario, tuttavia, mentre le tariffe sull'alluminio e l'acciaio hanno avuto un impatto modesto sulla crescita regionale e mondiale, tariffe analoghe o anche solo la minaccia di imporre dazi sulle auto e sulla loro catena di fornitura potrebbero rivelarsi più dannose per l'economia globale nel 2019.

GLI USA SFRUTTANO GLI ACCORDI COMMERCIALI per isolare di più la Cina

SI TERGIVERSA ANCORA IN ITALIA

In una prospettiva di lungo periodo, i timori per la sostenibilità del debito pubblico italiano non sono ancora dissipati, ma non devono cristallizzarsi sull'attuale conflitto con l'Unione europea.

Negli ultimi mesi del 2018 l'Italia ha avviato un confronto con l'Unione europea sul suo bilancio, ravvivando la minaccia che il paese rappresenta per l'integrità dell'area dell'euro, con i rendimenti dei BTP saliti quasi al 3,7%.

A questi livelli, se mantenuti, la possibilità per l'Italia di sostenere il peso attuale del debito è messa in discussione poiché il solo rialzo dei tassi d'interesse supera la capacità dell'economia italiana di servire il debito. Inoltre, stimiamo che un sostenuto rialzo oltre il 4% lascerebbe le banche italiane, che sono tra i maggiori detentori del debito pubblico, pericolosamente a corto di capitale e nella necessità di raccoglierne di più in un mercato non molto ben disposto nei confronti di questi titoli.

Questi sviluppi, per quanto non siano nuovi per l'Italia, si inseriscono in uno scenario in cui la Banca centrale europea (BCE) intende terminare gli acquisti del debito pubblico dell'Eurozona (incluso quello italiano). Nel 2018 la BCE ha acquistato il 20% del debito pubblico italiano all'emissione. Nel 2019 scenderà al 5% con il rischio di esercitare nuove pressioni al rialzo sui rendimenti italiani quando i titoli cercheranno di attirare acquirenti alternativi.

Se ciò si verificasse davvero nel nuovo anno, i rendimenti delle obbligazioni italiane rischiano di infrangere il suddetto livello del 4%, inasprendo il pericolo di default nel sistema bancario.

Per quanto preoccupi gli investitori, riteniamo che dopo una fase di escalation verso fine anno, questo stallo si concluderà con un compromesso, salvando ancora una volta dal baratro l'area dell'euro. Sul fronte politico, l'alleanza Lega-5 Stelle, così come altre coalizioni populiste giunte al governo, deve dimostrare di mantenere le promesse espresse in campagna elettorale, soprattutto all'inizio del mandato. A nostro avviso l'attuale ciclo politico si trova in questa fase.

Lo stallo dovrebbe sfociare in un compromesso, salvando ancora una volta dal baratro l'area dell'euro

Tuttavia, simili governi devono cercare anche di mantenersi al potere e, se necessario, stabilire le priorità di azione nelle loro agende politiche. Di conseguenza, ci attendiamo che si apra uno spiraglio dopo la fase di confronto dell'autunno 2018. Un possibile compromesso potrebbe consistere nell'accordo da parte dell'UE di riclassificare una parte delle proposte italiane per infrastrutture e l'immigrazione come spesa «eccezionale» al di fuori del normale ciclo di bilancio, in cambio di concessioni su alcuni dei più controversi programmi di spesa indicati da Roma.

I tempi di questo spiraglio dipenderanno presumibilmente dalla combinazione tra il livello dei rendimenti dei titoli italiani a 10 anni, dove i movimenti verso la fascia del 3,5–4,0% accelereranno il ritmo dei negoziati, e il termine ultimo della conclusione degli acquisti di obbligazioni da parte della Bce a fine 2018. I rendimenti hanno già sforato la fascia del 3,5–4,0%, quindi la conclusione degli acquisti da parte della Bce può servire a cristallizzare le minacce per la sostenibilità del debito italiano e la solvibilità delle sue banche se estesa al nuovo anno. Ciò motiverà fortemente le due controparti a trovare un compromesso nei mesi a venire.

LA FINE DEL QE DELLA BCE
è un rischio a lungo termine senza più riforme in Italia

4% DI RENDIMENTI
sui BTP italiani per spronare Italia e UE a un compromesso

CI SARÀ ACCORDO?

Il Regno Unito dovrà uscire dall'Unione europea il 29 marzo 2019, ma nessuna delle due parti è pronta: i negoziati sono ancora in pieno svolgimento e non è stato adottato alcun piano. Si tratta di un processo senza precedenti e le profonde divergenze mettono in fibrillazione i mercati finanziari.

L'uscita del Regno Unito dall'UE è un processo difficile e rischioso. Il termine ultimo è il 29 marzo 2019, ma non sono stati fissati né le condizioni del divorzio né i rapporti futuri e aleggiano scenari molto diversi.

La prima fase dei negoziati deve riguardare un accordo sulle condizioni di uscita. Alla fine di un periodo di transizione di un anno, il Regno Unito dovrà aver firmato accordi commerciali che ridefiniscano le sue relazioni con l'UE e con tutti gli altri partner. Tuttavia, l'accordo è stato ripetutamente rimandato a causa dello scoglio del confine irlandese, che rimane un punto dolente per l'Unione europea e il Regno Unito.

Per la Gran Bretagna il nocciolo della questione è se potrà mantenere l'accesso al mercato unico europeo dopo il periodo di transizione. In ultima istanza, i termini legali di tale accesso saranno meno importanti dell'impatto economico dell'accordo sui movimenti delle merci, dei capitali e delle persone.

Se il Regno Unito perdesse questa possibilità, la sua economia subirebbe un danno notevole: la crescita economica potrebbe diminuire in media del 5% e addirittura di un agghiacciante 8–10% se altri partner commerciali come gli Stati Uniti dovessero rimandare la firma di nuovi accordi. L'industria, la finanza, i servizi e l'agricoltura della Gran Bretagna verrebbero pesantemente colpiti. Le conseguenze sarebbero recessione, ammorbidimento della politica monetaria e svalutazione della sterlina, con il rischio aggiunto che anche l'Eurozona potrebbe perdere fino a 0,5 punti percentuali in termini di crescita. A sua volta, ciò indebolirebbe gli asset britannici, ad eccezione di quelli che beneficiano della svalutazione della valuta.

D'altro canto, se gli scambi di merci proseguono, le previsioni per la Gran Bretagna sono molto più favorevoli. Dopo un periodo di crescita moderata, potrebbe delinearsi una ripresa grazie all'accelerazione del commercio e i settori già colpiti dalla Brexit nel giugno 2016 metterebbero a segno un forte recupero. Dalla data del referendum, l'economia britannica è arretrata di quasi il 2% rispetto agli altri mercati sviluppati; se tutto va bene e la fiducia si ricostituisce, la crescita del paese potrebbe tornare al 2%. Questa ripresa darebbe slancio agli asset britannici e alla sterlina, ma la banca centrale potrebbe trovarsi costretta ad affrontare rischi di surriscaldamento, quindi ad attuare aumenti massicci dei suoi tassi di riferimento, il che metterebbe sotto pressione i rendimenti delle obbligazioni.

Avere o non avere accesso al mercato unico, questo è il dilemma

MICHAËL LOK

Chief Investment Officer del Gruppo e Co-CEO Asset Management

Michaël Lok è entrato in UBP nel 2015 assumendo la guida dell'Investment Management. Ha maturato oltre vent'anni di esperienza nel Wealth Management e nell'Asset Management. In precedenza è stato direttore generale dell'Asset Management presso Indosuez Wealth Management (gruppo Crédit Agricole), dove ha sviluppato una gamma di fondi UCITS per il Private Banking e un'offerta di soluzioni d'investimento dedicate e di mandati per i clienti UHNWI. Prima di questo, aveva assunto la funzione di direttore della divisione Investimenti e della divisione Risk & Quantitative Portfolio Management, dopo aver lavorato come gestore di portafogli e di fondi presso la Banque Martin Maurel e HSBC France (ex CCF). Ha conseguito due master, uno in finanza (DESS) e uno in Banking e Finance (DEA) all'Università di Aix-en-Provence.

NORMAN VILLAMIN

Chief Investment Officer (CIO) Private Banking

Norman Villamin è entrato in UBP nel mese di novembre del 2015 in qualità di responsabile della divisione Investment Services, Treasury and Trading di UBP Zurigo. È stato nominato Chief Investment Officer del Private Banking nel 2016. Ha maturato oltre vent'anni di esperienza nella gestione patrimoniale con mandati di consulenza e discrezionali in qualità di Chief Investment Officer per Coutts International, come direttore del settore Analisi e consulenza in investimenti per Citi Private Bank nell'area del Pacifico asiatico e capo della ricerca nel Pacifico asiatico per HSBC e della strategia nella stessa area geografica per Morgan Stanley con sede a Hong Kong e Singapore. Norman Villamin ha conseguito il Bachelor in Business Administration all'Università del Michigan e il Master in Business Administration all'Università di Chicago.

PATRICE GAUTRY

Capo economista

Patrice Gautry è entrato in UBP Ginevra nel mese di febbraio del 2000 e dirige il dipartimento di ricerca economica e tematica della Banca. Dal 1991 al 1999 ha lavorato presso il dipartimento di gestione istituzionale del gruppo HSBC di Parigi in qualità di responsabile dell'economia e della strategia d'investimento. Dal 1988 al 1991 è stato gestore di portafogli SICAV e fondi comuni d'investimento diversificati europei per il gruppo Ecofi-Finance. Ha ottenuto il Master in ricerca (Diplôme d'Etudes Approfondies) in economia all'HEC-CESA di Parigi e all'Università d'Orléans specializzandosi in valute, finanza e scienze bancarie.

Fotografie: Pagina di copertina ©WIN12_ET/Shutterstock.com, pagina 6 ©ijeab/iStockphoto.com, pagina 9 ©MF3d/iStockphoto.com, pagina 11 ©kamisoka/iStockphoto.com, pagina 14 ©artisteer/iStockphoto.com, pagina 15 ©dani3315/iStockphoto.com, pagina 16 ©maxsattana/iStockphoto.com, pagina 20 ©Brasil2/iStockphoto.com, pagina 22 ©mediaphotos/iStockphoto.com

Avvertenze legali

Il presente documento è una comunicazione di marketing e contiene INFORMAZIONI GENERALI sui mercati e sugli strumenti finanziari. Riflette unicamente l'opinione di Union Bancaire Privée, UBP SA, e/o di qualsiasi entità del gruppo UBP (di seguito «UBP») alla data della sua pubblicazione. Può contenere raccomandazioni di carattere generale, ma non dovrebbe essere considerato né un'offerta né una sollecitazione ad acquistare, sottoscrivere o vendere qualunque valuta, prodotto o strumento finanziario, a effettuare investimenti o partecipare a una particolare strategia di trading in qualsiasi giurisdizione dove tale offerta o sollecitazione non sia autorizzata o a chiunque sia illegale sottomettere tale offerta o sollecitazione. Il documento intende fornire unicamente una visione d'insieme come base di discussione, al fine di determinare l'interesse dei clienti. Non sostituisce un prospetto né qualunque altro documento legale concernente un qualsiasi strumento finanziario specifico ottenibile gratuitamente su richiesta da UBP o dalla sede registrata del fondo in questione, se del caso. Le opinioni espresse non tengono in considerazione la situazione, gli obiettivi o le esigenze specifiche del cliente. Nel presente documento UBP non si esprime in merito all'adeguatezza o all'appropriatezza, per alcun particolare cliente, degli strumenti o dei servizi finanziari descritti né in merito alla loro performance futura. I clienti che desiderano ottenere maggiori informazioni su qualsiasi strumento finanziario specifico possono richiederle a UBP e/o al loro consulente. In previsione di un investimento, le informazioni dei rischi collegati a ogni strumento finanziario dovranno essere fornite in tempo utile separatamente prima che sia deciso l'investimento. In ogni caso, ciascun cliente deve prendere autonomamente una decisione concernente i titoli o gli strumenti finanziari qui menzionati nonché i vantaggi e l'idoneità di qualunque investimento. Prima di un'operazione, i clienti sono invitati a leggere attentamente le avvertenze in materia di rischi e le normative esposte nel prospetto o in qualunque altro documento legale. Inoltre si esortano a chiedere un parere qualificato ai propri consulenti finanziari, legali, contabili e fiscali in merito ai loro obiettivi d'investimento, alla situazione finanziaria e alle esigenze specifiche. Le informazioni di carattere generale non sono dunque indipendenti dagli interessi di UBP o di parti collegate che possono essere in conflitto con gli interessi del cliente. UBP dispone di politiche che disciplinano i casi di conflitti di interessi. Gli investimenti menzionati nel presente documento possono implicare rischi difficili da quantificare e considerare nella valutazione degli investimenti. In generale, i prodotti con un grado elevato di rischio, tra cui derivati, prodotti strutturati o investimenti alternativi/non tradizionali (ad es. hedge fund, private equity, fondi immobiliari ecc.) sono indicati solo per i clienti in grado di comprendere e assumersi i rischi implicati. Il valore di qualunque investimento di capitale può essere a rischio e il capitale originariamente investito può andare perso completamente o in parte. Gli investimenti sono soggetti a fluttuazioni dei cambi che possono implicare un aumento o una diminuzione del loro valore. Le fluttuazioni dei cambi possono aumentare o diminuire le performance e/o il valore del portafoglio del cliente. Il cliente può essere esposto a rischi di cambio se uno strumento finanziario o l'investimento sottostante a uno strumento finanziario è denominato in una valuta diversa da quella di riferimento del portafoglio del cliente o dalla valuta del suo paese di residenza. Per maggiori informazioni sui rischi, si invita a consultare l'opuscolo «Caratteristiche e rischi di alcune operazioni finanziarie». Le informazioni qui contenute non sono il risultato di analisi finanziarie secondo le «Direttive sull'indipendenza della ricerca finanziaria» emanate dall'Associazione Svizzera dei Banchieri né di una ricerca indipendente sugli investimenti secondo l'ordinamento dell'UE sulle disposizioni della MiFID. In linea di principio, l'ordinamento dell'UE non disciplina le relazioni con entità di UBP ubicate al di fuori dell'UE, includendo tra l'altro Union Bancaire Privée, UBP SA in Svizzera, che è assoggettata alla legislazione svizzera e alla normativa svizzera, a Hong Kong e a Singapore, nonché la filiale di Dubai. Sono stati compiuti sforzi adeguati per assicurare che il contenuto del presente documento sia basato su informazioni obiettive e dati ottenuti da fonti attendibili, tuttavia UBP non può garantire che le informazioni raccolte dalla Banca in buona fede siano accurate e complete. Le circostanze possono mutare e ripercuotersi sui dati raccolti e sulle opinioni espresse al momento della pubblicazione, pertanto le informazioni contenute nel presente documento sono soggette a modifica senza preavviso. UBP non fornisce alcuna dichiarazione, garanzia o promessa, esplicita o implicita, per qualsiasi informazione, previsione o opinione qui contenuta e declina qualsiasi responsabilità per errori, omissioni o inesattezze nel documento. UBP non si impegna ad aggiornare il presente documento né a correggere qualunque imprecisione che possa essere emersa dopo la sua pubblicazione. Il documento può riferirsi alla performance passata degli strumenti finanziari. La performance passata non è indicativa ai fini dei risultati attuali o futuri. Il valore degli strumenti finanziari può aumentare così come diminuire. Tutte le affermazioni contenute nel presente documento, diverse da quelle riguardanti la performance passata e i fatti storici, sono da interpretare come anticipazioni, che non sono garanzia di performance future. Le proiezioni finanziarie contenute nel presente documento non rappresentano previsioni né preventivi, ma sono esclusivamente fornite come esempi a titolo illustrativo basati su una serie di aspettative attuali e ipotesi che potrebbero non avverarsi come previsto. L'effettiva performance, i risultati, il valore di mercato e le prospettive di uno strumento finanziario possono differenziarsi notevolmente da quanto espresso o implicato nelle anticipazioni esposte nel presente documento. Le performance previste o mirate sono intrinsecamente soggette a notevoli incertezze riguardanti l'economia, i mercati e altro. Tali incertezze possono avere un impatto negativo sulla performance. UBP rifiuta inoltre qualsiasi obbligo di aggiornare le anticipazioni sulla scorta di nuove informazioni, eventi futuri o altro. I dati sulla performance contenuti nel presente documento non tengono in considerazione i diritti, le commissioni e le spese addebitate all'emissione e al riscatto dei titoli o qualunque altro costo, né le imposte eventualmente addebitate. Il trattamento fiscale di qualunque investimento dipende dalle circostanze individuali del cliente e può essere soggetto a cambiamenti in futuro. Il documento non contiene consigli in materia fiscale da parte di UBP né riflette necessariamente le circostanze specifiche del cliente. Il presente documento è confidenziale ed è destinato a essere utilizzato unicamente dalla persona alla quale è stato fornito. Ne è vietata la riproduzione, integrale o parziale. UBP vieta espressamente la divulgazione, integrale o parziale, del presente documento senza il suo permesso scritto e declina qualsiasi responsabilità per le azioni intraprese da terzi al riguardo. Il documento non è destinato a essere distribuito negli Stati Uniti e/o a cittadini statunitensi né in giurisdizioni dove la distribuzione da parte di UBP sarebbe oggetto di restrizioni. UBP ha ottenuto l'autorizzazione ed è regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA) in Svizzera.

Regno Unito: nel Regno Unito UBP ha ottenuto l'autorizzazione dalla Prudential Regulation Authority. Inoltre è soggetta alla regolamentazione della Financial Conduct Authority (FCA) e alla regolamentazione limitata della Prudential Regulation Authority.

Dubai: la presente documentazione a fini di marketing è stata pubblicata da Union Bancaire Privée (Middle East) Limited, una società regolamentata dalla Dubai Financial Services Authority («DFSA»). È destinata unicamente a clienti professionisti e/o controparti di mercato e nessun'altra persona dovrebbe agire in base a essa. I prodotti o i servizi finanziari ai quali la documentazione si riferisce saranno a disposizione unicamente dei clienti che si qualificano come cliente professionale e/o controparte di mercato. Le presenti informazioni sono fornite a puro titolo illustrativo. Non devono essere intese come offerta di acquistare o vendere, né una sollecitazione ad accettare un'offerta di acquistare o vendere qualsiasi strumento finanziario o partecipare a una particolare strategia di trading in qualunque giurisdizione.

Hong Kong: UBP ha ottenuto la licenza bancaria in qualità di società regolamentata dalla Hong Kong Monetary Authority (HKMA) e opera a Hong Kong come istituto registrato dalla Securities and Futures Commission (SFC) esclusivamente per le attività di tipo 1, 4 e 9. I titoli possono essere offerti e venduti a Hong Kong solo mediante i seguenti documenti: (i) documenti destinati agli «investitori professionali» ai sensi del capitolo 571 della Securities and Futures Ordinance («SFO») nell'ambito della legislazione di Hong Kong e di qualunque disposizione in essa contenuta; o (ii) «prospetti» ai sensi del capitolo 32 della Companies Ordinance («CO») nell'ambito della legislazione di Hong Kong o documenti che costituiscano un'offerta al pubblico ai sensi della CO. Fatti salvi i casi in cui le disposizioni giuridiche di Hong Kong lo consentono, nessuno può pubblicare o possedere a scopo di pubblicazione, a Hong Kong o in un altro paese, un documento pubblicitario, un invito o un documento relativo ai suddetti titoli destinati al pubblico di Hong Kong o che potrebbe essere reso accessibile o consultabile dal suddetto pubblico, eccettuati i casi in cui i titoli siano destinati a essere ceduti soltanto a persone al di fuori di Hong Kong o esclusivamente a «investitori professionali» ai sensi della SFO.

Singapore: UBP è una banca d'affari regolamentata dalla Monetary Authority di Singapore (MAS), una società di consulenza finanziaria esonerata dal rispetto di determinati requisiti di conformità ai sensi del Financial Advisers Act (cap. 110 di Singapore) nella fornitura di alcuni servizi finanziari ed è esonerata dal rispetto di determinati requisiti di conformità ai sensi della sezione 99(1)(b) del Securities and Futures Act (cap. 289 di Singapore) nello svolgimento di alcune attività regolamentate. Il presente documento non è stato registrato come prospetto presso la MAS, di conseguenza questo documento e qualunque altro documento o materiale relativo a raccomandazioni di carattere generale non possono essere messi in circolazione né distribuiti, direttamente o indirettamente, a persone di Singapore fatta eccezione per (i) gli investitori istituzionali di cui alla sezione 274 del Securities and Futures Act (cap. 289) di Singapore («SFA»), (ii) le persone rilevanti in conformità alla sezione 275(1) o a qualunque persona in conformità alla sezione 275(1A) dell'SFA e in ottemperanza alle condizioni specificate alla sezione 275 dell'SFA o (iii) altrimenti in conformità con e in ottemperanza alle condizioni di qualunque altra disposizione applicabile dell'SFA.

Lussemburgo: UBP è autorizzata e regolamentata dall'autorità lussemburghese di vigilanza, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

Italia: Union Bancaire Privée (Europe) S.A., Succursale di Milano, opera in Italia in virtù del passaporto europeo di cui beneficia la sua casa madre, Union Bancaire Privée (Europe) S.A., valido per l'intero territorio dell'Unione europea, pertanto è autorizzata a prestare servizi e a esercitare attività per cui la sua casa madre, Union Bancaire Privée (Europe) S.A., è stata abilitata in Lussemburgo, dove è regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), l'autorità di vigilanza lussemburghese.

Monaco: il presente documento non intende costituire un'offerta pubblica o una sollecitazione analoga ai sensi delle leggi del Principato di Monaco, ma potrebbe essere messo a disposizione a titolo informativo dei clienti di Union Bancaire Privée, UBP SA, succursale di Monaco, una banca regolamentata assoggettata alla vigilanza della Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) per le attività bancarie e alla vigilanza della Commission de Contrôle des Activités Financières per le attività finanziarie.

Novembre 2018

Union Bancaire Privée, UBP SA | Sede sociale
Rue du Rhône 96-98 | Casella postale 1320 | 1211 Ginevra 1 | Svizzera
ubp@ubp.com | www.ubp.com

Signatory of: PRI Principles for Responsible Investment

Iscrivetevi alla nostra newsletter su ubp.com