



THE DRIVE YOU DEMAND

PROSPETTIVE D'INVESTIMENTO

2° trimestre 2016



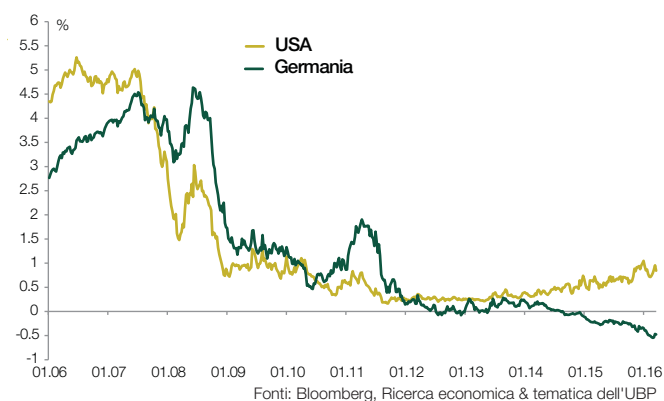
UNION BANCAIRE PRIVÉE

Banche centrali più aggressive, ma più credibili

I mercati azionari hanno recuperato oltre il 15% dai minimi di febbraio, ma i segnali di tensione persistono e le prospettive mondiali sono state riviste al ribasso. Otto anni dopo la crisi finanziaria, i mercati e le economie rimangono fortemente dipendenti dalle politiche monetarie.

Il calo dei tassi e le iniezioni di liquidità avevano ridato fiato all'economia americana dopo il 2008, ma le stesse misure adottate in Europa e in Giappone stentano a far decollare l'attività in modo duraturo. La Banca centrale europea e la Bank of Japan hanno dunque optato per interventi sempre meno ortodossi, ricorrendo ai tassi d'interesse negativi e agli acquisti di obbligazioni private non finanziarie. Alcuni banchieri centrali della zona euro non rifiutano più nemmeno l'idea di distribuire denaro direttamente ai privati, nella speranza di rimettere in moto l'inflazione.

Rendimenti delle obbligazioni a 2 anni USA e tedesche



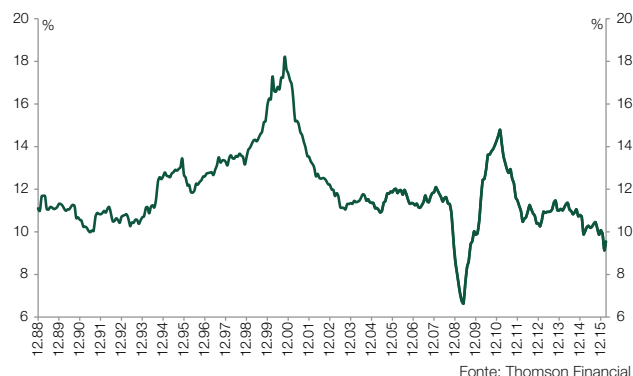
Questa proposta, contraria al loro statuto e all'apparenza eretica rispetto alla teoria monetaria, rispecchia il limite dell'efficacia delle sole politiche monetarie e rischia di distruggere la fiducia verso la moneta, senza riuscire comunque a stimolare l'attività. Con le loro decisioni le banche centrali non producono più soluzioni efficaci nel tempo e la loro credibilità è minacciata nel medio termine, seppure rassicurino i mercati nell'immediato guadagnando tempo.

Nonostante i tassi d'interesse molto bassi, il fardello del debito rimane ancora troppo pesante e ostacola la ripresa dei paesi sviluppati, per i quali si attende ormai una crescita inferiore al 2% nel 2016, nonostante i ripetuti aiuti delle banche centrali. Inoltre, le politiche di bilancio non sono espansionistiche e non riescono a sostenere la domanda finale. Tuttavia, dovrebbe essere possibile evitare una recessione e una deflazione generalizzata.

Sui mercati finanziari si sta delineando un nuovo corso, meno favorevole agli azionisti

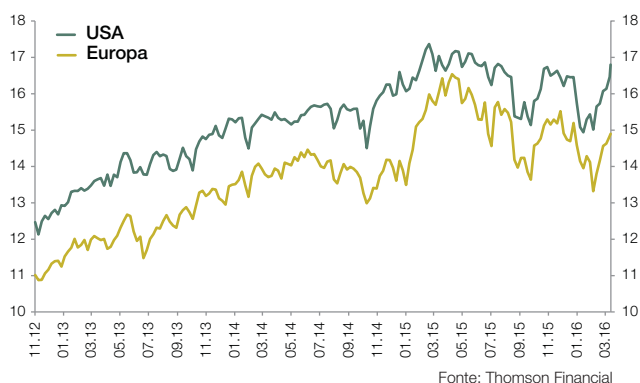
Nonostante il rimbalzo, i mercati finanziari continuano a evidenziare segnali di fragilità. Le curve dei tassi si sono appiattite sotto l'effetto dell'operato delle banche centrali e le anticipazioni in materia d'inflazione sono tuttora molto deboli. Il calo dei rendimenti degli asset e l'instaurarsi di tassi d'interesse negativi penalizzano la redditività delle banche, soprattutto nei paesi «core» della zona euro. Da un lato c'è il rischio che i depositi correnti siano tassati, dall'altro le banche europee non si lanciano verso l'attività creditizia, in particolare per il persistere dei vincoli di capitale che pesano sui loro bilanci. Gli investitori sono costretti a riconsiderare le prospettive di redditività delle banche a medio termine tenendo conto di probabili ricorsi al mercato. Anche se Mario Draghi si dichiara fiducioso in proposito, il processo di miglioramento dei bilanci delle banche europee non è concluso e le sofferenze bancarie, eredità della passata infatuazione per il credito, rimangono un freno per il settore bancario, soprattutto in Italia. Il rilancio monetario diventa un'arma a doppio taglio che utilizza le banche come cinghia di trasmissione. Tuttavia loro non ne beneficiano, o ne beneficiano poco, e la loro redditività rimane orientata al ribasso, il che non le incoraggia a prestare denaro.

MSCI AC World: previsioni di consenso bottom-up sulla crescita a lungo termine



Considerando il peso del settore bancario e, più globalmente, la debolezza della crescita nominale, occorre prepararsi a rivedere al ribasso le prospettive di aumento degli utili societari nel medio termine. In questo scenario dovrebbero situarsi tra il 3% e il 5%, ossia molto al di sotto della loro media storica. La discesa dei costi delle materie prime, l'evoluzione moderata dei salari e la progressiva ricostituzione della leva finanziaria in questi ultimi anni avevano permesso di mantenere i margini societari ai loro massimi storici negli Stati Uniti e di migliorarli in Europa e in Giappone. Questi fattori favorevoli dovrebbero attenuarsi, andando a pesare sugli utili. In un simile scenario, il regolare progresso delle valutazioni osservato fino al 2014 non può proseguire allo stesso modo. Le revisioni al ribasso degli utili si

Rapporto prezzo/utile a 12 mesi: Europa e Stati Uniti

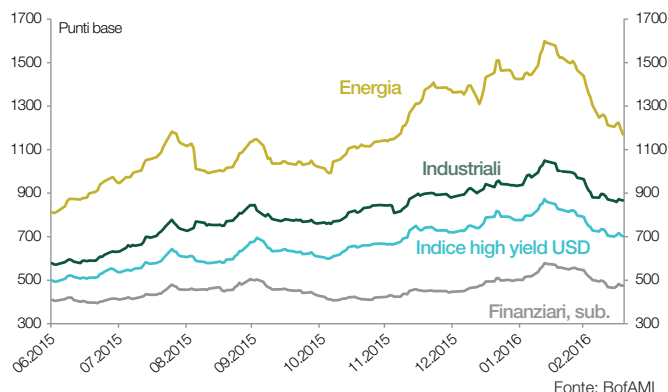


sono accentuate all'inizio del 2016 e, dopo il recupero degli indici, le valutazioni sono tornate sopra il livello di fine 2015. Gli indici appaiono elevati rispetto alle modeste prospettive di crescita degli utili, nonostante tassi d'interesse molto bassi. Di conseguenza il potenziale dei mercati azionari appare limitato e le fasi di recupero e di correzione sono destinate a succedersi nei prossimi trimestri, provocando picchi di volatilità e il perdurare delle rotazioni geografiche e settoriali. Sembra dunque che la fase rialzista in atto dal 2009 stia giungendo al capolinea.

Asset allocation: ridurre il beta dei portafogli diversificati

Il ciclo finanziario che si sta delineando in questo scenario è meno favorevole agli azionisti rispetto a quello degli anni 2010-2014. Le valutazioni e le prospettive per gli utili inducono a una maggiore prudenza sulle azioni e militano a favore di un approccio che privilegia le strategie di «carry» a scapito delle strategie di beta, in altri termini più rischio creditizio, meno rischio azionario. I mercati azionari rimangono dunque fragili e le turbolenze possono ripresentarsi a causa della crescita fiacca, della mancanza di visibilità, di un calendario politico troppo denso di eventi (elezioni in Spagna, referendum in Gran Bretagna, campagna elettorale negli Stati Uniti, minacce terroristiche in Europa) e del dubbio dell'efficacia delle politiche monetarie. Inoltre, la recente stabilizzazione del prezzo del petrolio ci appare poco sicura poiché sul mercato è tuttora presente un surplus di offerta, mentre la domanda cresce soltanto a un ritmo moderato. Sui mercati le società cosiddette «Growth» fanno fatica in questo contesto e i portafogli sono progressivamente riequilibrati a favore dei titoli cosiddetti «Value».

Spread sull'high yield in USD per settore



Di fronte a simili condizioni di mercato, devono prevalere la ricerca di rendimento e le strategie di carry di cedole elevate. Le obbligazioni societarie appaiono il settore più accattivante, mentre le obbligazioni governative forniscono solo una cedola bassa, soprattutto in Europa. Gli investimenti in quest'ultima classe di asset sono giustificati soltanto ai fini della costruzione del portafoglio. I rendimenti offerti sulle obbligazioni societarie e sul debito estero dei paesi emergenti ci sembrano dunque allettanti. Infatti gli spread sul credito erano saliti in febbraio, soprattutto negli Stati Uniti, a livelli esagerati e il premio di rischio risulta ormai interessante tenendo conto della probabile assenza di recessione oltre Atlantico e nell'ipotesi di una progressiva stabilizzazione all'interno dei paesi emergenti.

In un simile contesto, i prodotti e gli asset che apportano convessità nei portafogli diversificati potranno essere privilegiati. La volatilità può generare opportunità tra i settori e le società, mentre alcune strategie di hedge fund dovrebbero beneficiare di questo scenario di mercato e delle rotazioni all'interno dei temi e dei settori.

Jean-Sylvain Perrig
Chief Investment Officer

Patrice Gautry
Capo economista

Marzo 2016

Importanti avvertenze

Il presente documento è stato redatto a fini di marketing. Non è il risultato di un'analisi o di una ricerca finanziaria, pertanto non è vincolato da requisiti di legge concernenti l'indipendenza della ricerca per gli investimenti. È fornito unicamente a titolo informativo e non costituisce né un'offerta né una sollecitazione ad eseguire qualunque tipo di operazione finanziaria o stipulare qualunque tipo di mandato con l'Union Bancaire Privée, UBP SA o con un'entità del Gruppo (qui di seguito l'«UBP»). Tutto il materiale è messo a disposizione senza rilasciare dichiarazioni o garanzie di qualsiasi tipo, pertanto non viene assunta alcuna responsabilità in merito.

Il presente documento riflette l'opinione dell'UBP alla data della sua pubblicazione. Le informazioni e le analisi qui contenute sono basate su fonti ritenute attendibili, tuttavia l'UBP non garantisce né l'attualità, né l'esattezza, né la completezza delle suddette informazioni e analisi e declina qualsiasi responsabilità per quanto riguarda eventuali perdite o danni che possano scaturire dal loro utilizzo. Tutte le informazioni, le valutazioni e i prezzi indicati sono soggetti a modifiche senza preavviso. Le performance e/o gli scenari passati dei mercati finanziari non sono indicativi ai fini dei risultati attuali o futuri e non si esclude che il cliente non recuperi la somma inizialmente investita. La performance conseguita dal cliente può inoltre essere ridotta da commissioni e/o altre spese.

Le opinioni espresse non tengono in considerazione la situazione, gli obiettivi o le esigenze specifiche del cliente. UBP non si esprime in merito all'adeguatezza o all'opportunità dei prodotti e servizi d'investimento descritti per qualunque tipo di cliente e sulla loro performance futura. Spetta a ciascun cliente formarsi una propria opinione in merito a qualunque titolo o strumento finanziario menzionato nel documento. Si consiglia al cliente, prima di eseguire qualsiasi operazione o di stipulare qualsiasi tipo di mandato, di accertarsi che i prodotti e i servizi finanziari siano adatti alle sue circostanze specifiche e di analizzare autonomamente, ricorrendo a consulenti professionisti, i rischi specifici assunti, in particolare a livello finanziario, normativo, legale, contabile e fiscale. Gli investimenti menzionati nel presente documento possono implicare rischi difficili da quantificare e considerare nella valutazione degli investimenti. In generale i prodotti a rischio elevato, tra cui i prodotti derivati, i prodotti strutturati o gli investimenti alternativi/non tradizionali (hedge fund, private equity, fondi immobiliari ecc.), si rivolgono esclusivamente a investitori esperti, in grado di comprenderne e di assumerne i rischi. Il cliente può essere esposto al rischio di cambio, perché un prodotto o un investimento sottostante a un prodotto è denominato in una valuta diversa da quella del paese nel quale il cliente risiede. Gli investimenti sono esposti a fluttuazioni dei cambi che possono implicare un aumento o una diminuzione del loro valore. Su richiesta l'UBP rimane a disposizione dei clienti per fornire informazioni più dettagliate sui rischi associati a investimenti specifici.

Il presente documento è pubblicato dall'Union Bancaire Privée, UBP SA, una banca regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari, e non soggetta alla supervisione di alcuna autorità straniera. Il documento non è stato concepito per le persone che, a causa della propria nazionalità o del proprio domicilio, non possano ricevere tali informazioni ai sensi della normativa locale vigente. Né il documento né una copia dello stesso possono essere inviati o portati in un paese straniero, a meno che non sia in conformità alle leggi applicabili.

Union Bancaire Privée, UBP SA

Rue du Rhône 96-98 | Casella Postale 1320 | 1211 Ginevra 1, Svizzera
T +41 58 819 21 11 | E ubp@ubp.com | www.ubp.com



Signatory of:

