



THE DRIVE YOU DEMAND

# PROSPETTIVE D'INVESTIMENTO



UNION BANCAIRE PRIVÉE

3° trimestre 2016

## Le prospettive di crescita globale oscurate dalle crescenti incertezze politiche

Le prospettive di crescita a livello mondiale dovrebbero rimanere moderate nel secondo semestre nonostante l'esito del referendum britannico sull'uscita dall'UE abbia accresciuto i rischi.

La paura di una nuova frenata negli Stati Uniti agli inizi del 2016 ha aggravato le pressioni in Europa e in Asia, suscitando rinnovati timori sulla possibilità da parte delle banche centrali di attuare misure efficaci e sulla capacità politica delle amministrazioni fiscali e dei governi nel mondo.

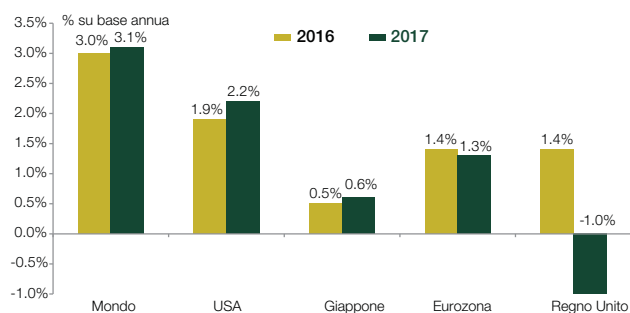
Tuttavia, sono state ancora una volta le azioni dei vertici politici che hanno contribuito ad allontanare i timori. Infatti, la Federal Reserve ha interrotto la sua fase di stretta monetaria e la Banca centrale europea (BCE) ha esteso i suoi acquisti di asset e annunciato un programma di «credit easing» per agevolare l'offerta di credito in marzo. Anche le autorità cinesi sono scese in campo con misure fiscali e monetarie più tradizionali e perfino il G20 è intervenuto nell'intento di evitare che i membri sfruttino la debolezza delle proprie valute per aiutare l'economia interna.

Sebbene le banche centrali abbiano dimostrato la volontà di sostenere la crescita e attuare possibili aggiustamenti economici nel 1° semestre 2016, l'inatteso sì alla Brexit della Gran Bretagna mette in luce la loro incapacità di guidare il processo di riforme strutturali, compito lasciato a politici riluttanti in Europa e, sempre di più, nel mondo intero.

I politici del Continente europeo dovranno ora assumersi la responsabilità di riformulare il progetto europeo. Il voto britannico segna l'inizio di un lungo periodo di incertezza in Europa, accrescendo i rischi della frammentazione dell'Unione. La mancanza di dinamismo sul fronte delle riforme dallo scoppio della crisi nell'Eurozona e l'elemento catalizzatore del voto britannico favorevole all'uscita dall'UE rappresentano la principale minaccia per la fragile crescita globale.

Il danno economico diretto derivante dal sì alla Brexit dovrebbe pesare soprattutto sull'economia britannica e avere un impatto soltanto modesto su quella della zona euro. Le nostre aspettative sulla crescita mondiale sono cambiate di poco dopo il voto poiché prevediamo un effetto limitato sulla progressiva ripresa in Gran Bretagna e sulla ritrovata stabilità delle economie emergenti.

### Pil mondiale



Fonte: Ricerca economica e tematica di UBP

Le previsioni di crescita economica per l'anno in corso rimangono modeste e si attestano sul 3% con tassi di crescita inferiori ai livelli storici sia per le economie sviluppate sia per quelle emergenti. Dopo la debolezza del primo semestre 2016 ci attendiamo un recupero nel secondo grazie a un andamento più robusto negli Stati Uniti trainato dai consumi, a loro volta favoriti dalla creazione di posti di lavoro.

Per la progressiva ripresa dell'Eurozona, sostenuta dalla politica monetaria accomodante della BCE, era attesa una frenata nel secondo semestre anche senza l'incertezza del risultato del referendum in Gran Bretagna. Il recupero del primo semestre era indotto dall'accelerazione dei consumi e degli investimenti da parte delle aziende, ma il trend è destinato a rallentare di fronte alle crescenti incertezze e al calo delle esportazioni verso la Gran Bretagna. Le prospettive di crescita per la zona euro sono state quindi riviste leggermente al ribasso (1,4% per il 2016, 1,3% per il 2017).

L'orizzonte è molto più fosco per la Gran Bretagna poiché la fiducia è destinata a crollare dopo il voto e le decisioni di investire saranno probabilmente rimandate fino a quando non si saranno delineati i futuri accordi tra l'UE e la Gran Bretagna. L'economia britannica potrebbe dunque entrare in recessione nel secondo semestre 2016 e nel 2017 (-1% atteso).

I timori per il settore bancario aumenteranno a causa del rischio di contrazione dell'economia britannica e di un cambiamento delle regole per le banche europee, proprio quando persistono le preoccupazioni sui bilanci e occorrono abbondanti capitali per mettere il settore in sicurezza.

Nel primo semestre timori simili hanno contrassegnato la Cina, dove le recenti misure finanziarie e monetarie hanno stabilizzato le prospettive di crescita. Tuttavia, si prevede che la Cina, come l'Italia, cominci ad attuare riforme e ristrutturare i crediti in sofferenza nei bilanci delle banche locali, contrappesando la crescita sottostante dell'economia nel suo insieme.

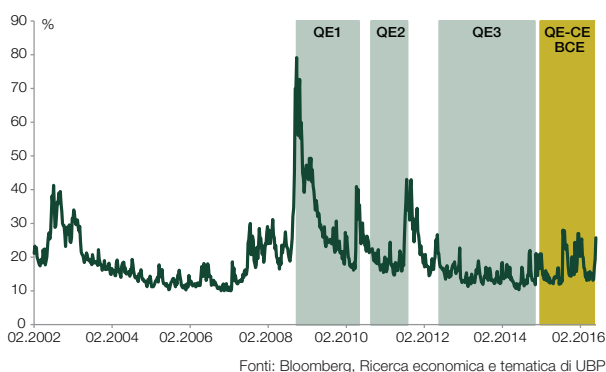
In Giappone gli attesi stimoli finanziari dovrebbero sostenere l'attività economica nei prossimi trimestri mentre la Bank of Japan cercherà di contenere un indesiderato apprezzamento dello yen dopo il crollo della sterlina provocato dal referendum. Tuttavia, i programmi di riforma del lavoro e dell'immigrazione sono piuttosto limitati, quindi i vertici politici giapponesi potrebbero essere costretti ad adottare strumenti ancora più sperimentali nel 2017 in caso di una nuova frenata della crescita.

Le prospettive economiche rimarranno legate a doppio filo agli sviluppi politici, soprattutto in Europa. In proposito, il prossimo referendum in Italia e le elezioni previste in Olanda saranno un banco di prova per l'atteggiamento anti-UE e in diversi paesi (tra cui Scozia, Austria, Francia e Germania) sono già stati chiesti referendum per uscire dall'UE/Eurozona. Le promesse di una maggiore integrazione formulate dai governi non saranno probabilmente sufficienti a colmare il divario tra i cittadini, le istituzioni europee e i governi, lasciando ai mercati il peso di scontare periodicamente l'accresciuto rischio di frammentazione dell'UE.

## Si deteriora il profilo di rischio/rendimento delle azioni, ma non mancano opportunità interessanti per le strategie di carry

In questo scenario, provvisori picchi di volatilità come quelli osservati all'inizio del 2016 dovrebbero confermarsi nel secondo semestre dell'anno. Le strategie di credito e di «carry» rappresentano dunque i nostri fattori-chiave preferiti di performance all'interno di portafogli diversificati, con l'obiettivo puntato sulla riduzione dei rischi nelle allocazioni azionarie. I rendimenti delle obbligazioni sono scesi a livelli vicini a quelli osservati durante la crisi del 2008. I titoli di stato rimangono ben poco allettanti per gli investitori a lungo termine, anche se riconosciamo loro il potenziale di limitare i rischi.

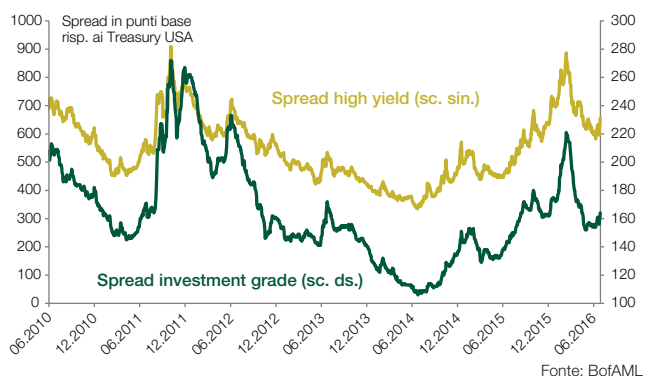
### QE della Fed e della BCE e volatilità implicita



Per gli investitori con l'USD, l'EUR e il CHF come valute di riferimento, i rendimenti delle obbligazioni societarie «investment grade» denominate in USD sono interessanti considerando lo spread rispetto alle paragonabili obbligazioni governative. Si prevede che i prezzi del petrolio si stabilizzino con gli aggiustamenti in atto nell'offerta statunitense e ciò dovrebbe limitare i rischi nel segmento dell'high yield, dove i premi di rischio sono aumentati notevolmente all'inizio dell'anno e più modestamente negli ultimi giorni, dopo la Brexit. Siamo tuttora convinti che stiano sovrastimando l'ampiezza dei futuri aumenti dei tassi di default.

I prestiti sovrani in USD e il debito societario emergente di qualità si confermano a nostro avviso interessanti nell'ottica di catturare rendimento, poiché gli spread rimangono elevati nonostante la stabilità che ci attendiamo nelle economie emergenti nei prossimi trimestri.

### Spread obbligazioni societarie in USD



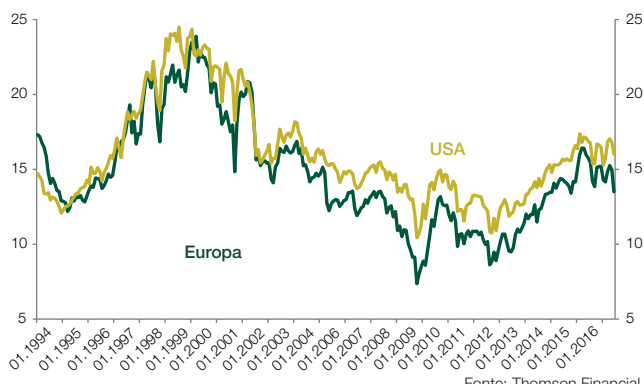
A differenza di numerosi mercati del credito, che sovracomprendono gli investitori per i rischi di credito assunti, i mercati azionari dell'Occidente tendono a sottocompensare gli investitori a causa delle deboli previsioni in materia di utili. Il quadro per le azioni si è deteriorato considerando le valutazioni tuttora elevate e la limitata crescita degli utili. Ci attendiamo dunque performance molto modeste. Dal momento che il rapporto rischio/rendimento offerto dalle azioni è generalmente poco allettante, abbiamo riorientato i portafogli verso strategie a bassa volatilità e focalizzate sui titoli «value» per le azioni statunitensi e verso strategie fondate sui dividendi, sul «carry» incentrato sulla volatilità e sui titoli «value» per le azioni europee.

Qualunque miglioramento delle aspettative sugli utili dovrebbe essere modesto considerando le crescenti incertezze che pesano sulle economie anche se l'allontanarsi dei venti contrari alle materie prime è confermato per l'inizio del secondo semestre del 2016. In realtà i risultati pubblicati negli USA e in Europa per il primo trimestre superano generalmente le aspettative e le previsioni sono caute, ma positive. Le attese di crescita degli utili sono peggiorate in Europa con l'aumento delle incertezze, mentre negli USA i margini potrebbero subire una certa pressione se, come ci attendiamo, il mercato del lavoro si rafforzerà nel secondo semestre 2016.

Il limitato vantaggio per gli investitori del ritorno a una crescita moderata degli utili dovrebbe essere controbilanciato da livelli più elevati di valutazione sui mercati azionari americani ed europei. Con P/E ratio di 17 volte gli utili del 2016, il mercato statunitense ha ritrovato i suoi massimi negli ultimi anni e il mercato europeo ha raggiunto 15 volte gli utili del 2016 prima della correzione provocata dall'esito del referendum in Gran Bretagna; ciò suggerisce che l'assottigliamento dei P/E ratio sia un rischio probabile per gli investitori azionari nel secondo semestre del 2016 e, probabilmente, nel 2017.

Stiamo assumendo un orientamento settoriale difensivo nelle azioni dei paesi sviluppati per sostenere la performance, concentrandoci sui consumi di base e sulla salute. Nell'ottica di una diversificazione dell'esposizione azionaria puntiamo sulle strategie di «minimum variance» per attenuare l'impatto degli attesi picchi periodici di volatilità. Abbiamo anche aumentato il ricorso agli hedge fund per contenere l'effetto della volatilità delle azioni. Ci attendiamo che le strategie «macro», «long/short» e «relative value» offrano un interessante potenziale di rischio/rendimento per gli investitori.

### P/E ratio a 12 mesi: Europa & USA



Viceversa, i venti contrari che si sono abbattuti sui mercati emergenti sembrano attenuarsi sempre più, soprattutto rispetto ai rischi crescenti sui mercati sviluppati. Gli ampi sconti di valutazione stanno ormai raggiungendo massimi storici nonostante le società dei mercati emergenti stiano generando una redditività del capitale proprio simile a quella delle loro controparti occidentali. Inoltre, con la ritrovata stabilità delle economie emergenti, la prospettiva di un deterioramento degli utili che ha gravato su questa classe di asset, soprattutto rispetto ai mercati sviluppati, potrebbe presto sparire.

Il nostro scenario di base continua a delineare una costante ripresa dell'economia globale, ma l'esito del referendum in Gran Bretagna non riduce i rischi di frammentazione o rottura dell'UE e dell'Eurozona che i vertici politici sembrano far fatica a scongiurare.

Di conseguenza, la protezione contro un brusco indebolimento del cambio EUR/USD nonché l'esposizione sull'oro e un buon livello di liquidità dovrebbero consentirci di rispondere rapidamente alle opportunità di ottenere valore nelle differenti classi di asset, generate dalla volatilità elevata indotta dai crescenti rischi politici nei prossimi trimestri.

Norman Villamin  
Chief Investment Officer  
Private Banking

Patrice Gautry  
Capo economista

Giugno 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.