

PROSPETTIVE D'INVESTIMENTO 2° TRIMESTRE 2017



SINTESI

- Si conferma la crescita globale sincronizzata e sostenuta, nonostante le incertezze politiche
- La BCE dovrebbe seguire la Fed adottando un corso di politica monetaria più neutrale nel 2° semestre del 2017
- L'inflazione primaria si sta avvicinando al 2% nelle principali regioni del mondo, ma nei prossimi mesi dovrebbe stabilizzarsi nell'Eurozona
- I rischi di inflazione negli Stati Uniti rimangono orientati al rialzo sulla scia della crescita salariale e dei potenziali tagli alle tasse
- Il debito emergente in valuta forte remunera piuttosto bene gli investitori rispetto ad altri strumenti del reddito fisso dei paesi sviluppati che hanno valutazioni elevate
- La normalizzazione della politica monetaria della BCE dovrebbe provocare un aumento della volatilità sui tassi della zona euro
- Le valutazioni azionarie elevate su scala globale sono indotte in primo luogo da valutazioni storicamente alte negli Stati uniti
- ◆ Le azioni Giapponesi, dei mercati emergenti e, in misura minore, dell'Europa presentano opportunità relativamente migliori rispetto alle azioni statunitensi
- I mercati dell'Eurozona ritengono poco probabile una vittoria populista alle elezioni francesi nelle prossime settimane
- Le strategie alternative, incluse quelle sui premi per il rischio e «market neutral», sono sempre più interessanti considerando le valutazioni elevate delle azioni e del reddito fisso

ECONOMIA GLOBALE

Crescita sostenuta e sincronizzata

La crescita globale prosegue la sua avanzata nel T2, trainata dalla tendenza positiva in atto negli Stati Uniti, dalla vivace attività in Asia e da prospettive più rassicuranti per l'Eurozona. La crescita appare sostenuta e sincronizzata nelle principali regioni, grazie a un'attività più solida nel settore manifatturiero e alla tendenza positiva dei consumi.

La crescita negli Stati Uniti in linea con il trend, in attesa di riforme di bilancio

La crescita statunitense dovrebbe rimanere sul trend del 2%-2.5% grazie ai consumi vivaci e ai livelli elevati di fiducia delle imprese nel settore manifatturiero e in quello dei servizi. I fondamentali si confermano positivi per i consumatori, dal momento che l'economia è prossima alla piena occupazione e il mercato immobiliare appare in buona salute. La migliorata fiducia

delle imprese negli ultimi mesi dovrebbe portare a una ripresa degli investimenti societari nei prossimi trimestri.

Stati Uniti: consumi sostenuti dalla piena occupazione



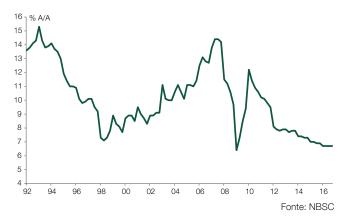
Si prevede tuttora che dalla politica di bilancio scaturiscano riforme in grado di stimolare l'attività. Tuttavia, nonostante la maggioranza repubblicana al Congresso e un nuovo presidente alla Casa Bianca, non è stato raggiunto alcun accordo sulla riforma dell'Obamacare e le decisioni in merito alle misure fiscali sono state posticipate. L'impatto macroeconomico di un taglio alle tasse sui privati e sulle imprese potrebbe rivelarsi soltanto nel 2018.

Dal momento che la crescita statunitense sembra già vicina al suo potenziale, i rischi associati a forti stimoli fiscali riguardano l'inflazione, con l'accentuarsi delle pressioni salariali e l'aumento del deficit pubblico e commerciale. Se gli incentivi di bilancio saranno inferiori alle attese, la crescita statunitense dovrebbe rimanere sul trend del 2%-2.5% e i rischi di surriscaldamento potrebbero essere limitati. È dunque presumibile che la Fed continui a normalizzare gradualmente la sua politica, con altri due aumenti dei tassi previsti nei prossimi trimestri.

Paesi emergenti: export e consumi i principali propulsori

Le prospettive per i paesi emergenti appaiono piuttosto stabili nei prossimi trimestri, nonostante i timori di un maggiore protezionismo nei paesi sviluppati. La crescita si è stabilizzata grazie ai consumi e alla politica economica accomodante degli ultimi mesi. Inoltre, il settore manifatturiero sta vivendo una fase positiva e le esportazioni sono andate meglio, soprattutto in Asia.

Ritrovata stabilità della crescita in Cina



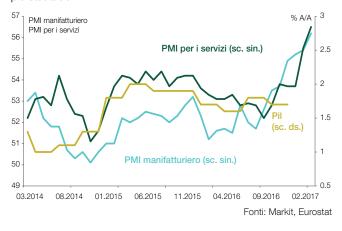
La crescita in Cina dovrebbe stabilizzarsi attorno al 6.5% grazie a una forte economia dei consumi e agli investimenti globali. Dopo l'incontro tra Trump e Xi Jinping si sono alleggeriti i timori di una «guerra fredda» sul commercio e sui cambi tra le due grandi potenze economiche. Nel frattempo la Cina continua a stringere i freni della politica monetaria nell'intento di ripulire il settore bancario, impedire altre bolle speculative nel mercato immobiliare e stabilizzare i flussi di capitali.

Tra i mercati emergenti l'Asia continua a presentare le prospettive più interessanti grazie alla Cina e all'India. La situazione economica di Brasile e Russia è leggermente migliorata, ma la volatilità dei prezzi delle materie prime e l'instabilità politica rallentano l'uscita dalla recessione. Inoltre, i recenti sviluppi geopolitici in Medio Oriente hanno ridotto la probabilità di un alleggerimento delle sanzioni contro la Russia.

Eurozona: migliorano le prospettive nonostante le pesanti incertezze politiche

Le prospettive per l'Eurozona sono migliorate nei mesi scorsi. La fiducia delle imprese è risalita nel settore manifatturiero e in quello dei servizi e la propensione ai consumi ha recuperato, sostenuta dal miglioramento del mercato del lavoro. Si prevede una ripresa degli investimenti di capitale in seguito a una più salda domanda globale. L'economia tedesca rimane la prima della classe, grazie a una solida domanda interna, al basso tasso di disoccupazione e all'aumento degli avanzi dei conti pubblici e con l'estero.

Eurozona: la migliorata fiducia delle aziende indica una crescita più salda del Pil



La crescita in Francia e in Italia è migliorata, ma la situazione rimane fragile. Le presidenziali francesi hanno aggravato il clima di incertezza poiché i partiti antieuropeisti (Marine Le Pen di estrema destra e Jean-Luc Mélenchon della sinistra radicale) hanno guadagnato consensi nei recenti sondaggi. Se il rischio di una «Frexit» sembra limitato in base agli ultimi sondaggi, l'esito delle presidenziali (aprile/maggio) e delle legislative (giugno) lascia diversi punti interrogativi sulla futura politica economica.

L'inflazione nell'Eurozona ha registrato un significativo rimbalzo nel T1 17 grazie all'aumento del prezzo del petrolio e dovrebbe oscillare tra l'1.5% e il 2% su base annua. L'inflazione core è tuttora bassa (vicina all'1% annuo), ma le pressioni deflazionistiche sono state infine rimosse. La politica della BCE ha assunto toni meno aggressivi poiché gli acquisti di obbligazioni sono stati

ridotti nel T2 (da 80 a 60 miliardi di EUR); si prevede che le sue dichiarazioni diventino molto meno accomodamenti nel prossimo trimestre e la sua politica adotti un corso più neutrale l'anno prossimo, dal momento che la crescita e l'inflazione dovrebbero normalizzarsi

ASSET ALLOCATION

Transizione all'interno delle classi di asset

La solida e sincronizzata crescita globale sostiene le valutazioni elevate delle azioni e gli spread ridotti delle obbligazioni societarie, sebbene sia in contrasto con i bassi rendimenti reali dei titoli di stato a livello mondiale.

Di conseguenza, benché i fondamentali delle obbligazioni societarie evidenzino pochi segni di stress, continuiamo a preferire le azioni alle obbligazioni poiché la previsione di un aumento della volatilità dei tassi crea un contesto difficile per le performance del reddito fisso.

Abbiamo colto l'opportunità di trasformare alcune delle nostre posizioni azionarie direzionali in un'esposizione a capitale parzialmente garantito di fronte ai rischi politici e geopolitici tuttora elevati che i mercati dovranno affrontare nei prossimi mesi.

Consapevoli delle valutazioni elevate nelle regioni e nelle principali classi di asset, riteniamo che le strategie "alternative" siano sempre più importanti, sia per contenere il rischio sia come fattori di performance future.

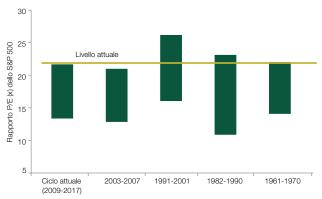
AZIONI

Obiettivo puntato sulle azioni non statunitensi

Le azioni globali sono cresciute del 7% nel T1 2017, pertanto le valutazioni risultano piuttosto elevate in prospettiva storica. Tuttavia, gran parte di questa sopravvalutazione è dovuta agli indici elevati negli Stati Uniti, dove le valutazioni, con utili realmente conseguiti pari a 22x, hanno raggiunto un simile livello soltanto durante la bolla tecnologica del 2000-2001.

A livello di settori, continuiamo a intravedere opportunità nel tecnologico statunitense. Nella salute, uno dei nostri settori preferiti, l'assenza di una riforma sanitaria rappresenta un potenziale freno a una più sostenuta revisione al rialzo degli utili. In un'ottica di breve periodo manteniamo comunque le posizioni nel settore in previsione che si confermi l'outperformance nei prossimi mesi.

Azioni statunitensi: con le valutazioni elevate la performance dipende dagli utili



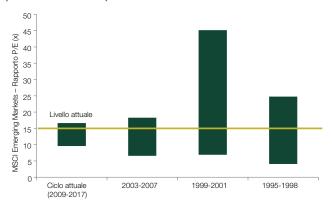
Fonti: UBP, Bloomberg Finance L.P.

Sui mercati emergenti le valutazioni rimangono lontane dai picchi ciclici cui abbiamo assistito nella fase di espansione globale dal 2003 al 2007. Le revisioni al rialzo degli utili proseguono a ritmo sostenuto e l'influenza contraria del dollaro forte si sta attenuando sui mercati emergenti, pertanto crediamo nella possibilità di ulteriori progressi. Il dinamismo dell'economia e degli utili in Asia ci ha indotto a preferire i mercati emergenti asiatici.

In Giappone la battuta d'arresto dello yen sembra essere un ostacolo importante all'inversione di rotta delle azioni giapponesi, dopo la deludente performance registrata da inizio anno. Le valutazioni rimangono comunque intatte e l'andamento dell'economia e degli utili è sostenuto, pertanto riteniamo che il valore a lungo termine offerto dal Giappone rimanga una valida opportunità per gli investitori pazienti.

In verità la redditività del capitale proprio (ROE) rimane vicino ai minimi sui mercati emergenti e in Giappone, inducendo a credere che la futura performance delle azioni globali dipenderà dal proseguire delle sorprese al rialzo degli utili cui abbiamo assistito sino a oggi, soprattutto tra le imprese al di fuori degli Stati Uniti, dove gli annunci in tal senso sono scontati in misura meno significativa.

Azioni emergenti: i picchi di valutazione sono lontani dalle precedenti fasi di espansione



Fonti: UBP, Bloomberg Finance L.P.

Siamo meno negativi sulle azioni dell'Eurozona in considerazione della vigorosa ripresa messa a segno dall'area dell'euro. Le valutazioni, soprattutto nei confronti degli Stati Uniti, rimangono da eque a moderatamente basse, ma riteniamo che previsioni più rilevanti di revisioni al rialzo degli utili siano il principale fattore di performance nel Vecchio Continente.

Detto ciò, il poderoso progresso dell'8% registrato dalle azioni della zona euro da gennaio suggerisce che la vittoria delle forze populiste alle elezioni francesi sia valutata come poco probabile dai mercati azionari europei.

Di conseguenza, abbiamo colto l'opportunità di orientare la nostra quota azionaria europea su posizioni a capitale parzialmente garantito nel periodo delle elezioni francesi, il che ci consente di mantenere l'esposizione nella ripresa ciclica in atto pur proteggendoci dai rischi a breve termine che contraddistinguono il panorama politico europeo.

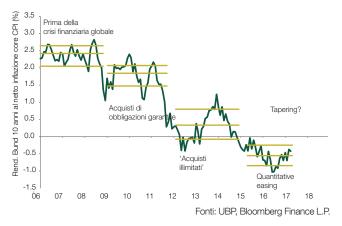
REDDITO FISSO

La volatilità dei tassi d'interesse contagerà l'Eurozona

Si prevede che la BCE modificherà le sue dichiarazioni durante l'estate, poi passerà a ridurre gradualmente il suo programma di quantitative easing verso il 2018. Gli investitori dovranno dunque attendersi che il movimento unidirezionale dei tassi dell'Eurozona si trasformi sempre più in volatilità, analogamente a quanto visto dopo il 2013, quando la Fed ha messo fine al suo programma di quantitative easing.

Così come avvenuto negli Stati Uniti nel 2012, con i rendimenti reali tedeschi vicini ai minimi storici, ci attendiamo l'inizio di una transizione dalla politica degli «acquisti illimitati» del presidente della BCE Mario Draghi all'avvio di una fase di normalizzazione degli interessi reali nell'area dell'euro per i prossimi anni.

Normalizzazione dei rendimenti reali tedeschi: atteso aumento della volatilità dei tassi



Un simile cambiamento di rotta induce a credere che le obbligazioni governative e, alla luce degli spread esigui, anche le obbligazioni societarie dell'area dell'euro, passeranno a rendimenti cedolari inferiori rispetto al passato.

I rendimenti sono ai minimi storici e aumentano le previsioni di una volatilità più accentuata rispetto agli ultimi anni, pertanto riteniamo che il poco interessante profilo di rischio/rendimento dei mercati statunitensi del reddito fisso possa contagiare anche i loro omologhi europei.

Le obbligazioni dei mercati emergenti, con gli spread vicini alle medie storiche, evidenziano uno dei pochi profili di rendimento relativamente interessanti rispetto al più ampio universo del reddito fisso, in USD e in EUR.

Sebbene le obbligazioni indicizzate all'inflazione scontino sempre più un'inflazione normalizzata e il reddito fisso sembri considerare addirittura ampiamente un esito favorevole per l'economia globale, il valore relativo delle strategie «duration hedged» e indicizzate all'inflazione rimane intatto.

In questo scenario preferiamo la gestione attiva per beneficiare dell'atteso aumento della volatilità dei tassi con strategie non direzionali all'interno del reddito fisso.

STRATEGIE ALTERNATIVE

Protezione contro l'aumento dei tassi E la volatilità delle azioni

Aggiungendo un orientamento attivo, non direzionale alla nostra esposizione sul reddito fisso riteniamo che le strategie alternative siano destinate ad assumere parte del ruolo che le strategie a reddito fisso hanno avuto da sempre nei portafogli, ossia fornire una protezione contro l'aumento della volatilità sui mercati.

Nel prossimo futuro, tuttavia, gli investitori saranno chiamati a fronteggiare un aumento della volatilità non solo sui mercati azionari tradizionali, ma anche, come già detto, sempre di più sui mercati del reddito fisso in USD e in EUR.

Di conseguenza riteniamo che le strategie sui premi per il rischio acquistino una crescente importanza considerando i rischi in due direzioni che subiranno le strategie a reddito fisso nel prossimo futuro

Strategie sui premi per il rischio: protezione dei portafogli contro l'aumento della volatilità dei tassi



Inoltre, alla luce delle valutazioni elevate in molte classi di asset, crediamo che le strategie «market neutral» offrano una valida protezione contro i prossimi picchi di volatilità.

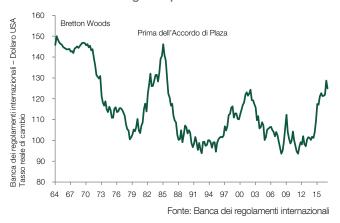
Nonostante la buona performance dell'oro nel 2017, le ragioni a favore del metallo giallo si sono affievolite rispetto alla fine del 2016 e forse è necessario un approccio più tattico. Tuttavia, con l'incertezza politica europea che si accompagna all'instabilità politica americana dopo i passi falsi compiuti a livello legislativo da Donald Trump nei primi 100 giorni della sua presidenza e le sue iniziali, importanti sfide di politica estera in Siria e Corea del Nord, riteniamo che l'oro rimanga una protezione a prezzo ragionevole di fronte all'offuscato orizzonte geopolitico.

VALUTE ESTERE

Forza del dollaro più selettiva in futuro

Riteniamo che la fase di apprezzamento del dollaro, in atto dal 2011, si stia avvicinando alla conclusione. In realtà, sulla base dei tassi di cambio effettivi, ora il dollaro è più debole soltanto rispetto al periodo successivo alla seconda guerra mondiale con il sistema di Bretton Woods e agli inizi degli anni Ottanta, culminati nell'Accordo di Plaza per deprezzarlo nei confronti dello yen giapponese e del marco tedesco.

Dollaro: la fase rialzista è giunta guasi alla fine



Di conseguenza, pur attendendoci che il dollaro rimanga forte nei prossimi mesi, riteniamo che qualunque movimento al rialzo sulle altre valute sia più limitato rispetto agli ultimi anni.

In particolare, con la nostra previsione che la Banca centrale europea cominci ad adeguare le sue dichiarazioni per poi ridurre il programma di quantitative easing, riteniamo che la fase di apprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro e, in misura inferiore, del franco svizzero stia giungendo al capolinea.

Nelle strategie in EUR e in CHF cerchiamo pertanto le opportunità per chiudere l'esposizione lunga sull'USD nei nostri portafogli. Tuttavia, il cambio EUR/USD anticipa fortemente la previsione di una politica monetaria meno accomodante da parte della BCE e le posizioni corte degli speculatori si avvicinano ai livelli più bassi dalla crisi dell'Eurozona, pertanto riteniamo che le posizioni corte su EUR/USD rimangano una protezione interessante contro un esito imprevisto delle elezioni francesi.

In previsione che la Bank of Japan mantenga il suo orientamento sui tassi a lungo termine e la Fed continui a stringere i freni della politica monetaria, ci attendiamo che lo yen termini la fase di apprezzamento registrata da inizio anno e che torni a indebolirsi.

Tuttavia il cambio GBP/USD, che dal 2014 è risultato piuttosto debole, dovrebbe subire episodi di volatilità con l'avvio di negoziati più diretti da parte della Gran Bretagna per uscire dall'Unione europea. La sterlina si avvicina ai suoi livelli più bassi su base reale nel periodo postbellico e ci attendiamo che, con il delinearsi dell'esito dei negoziati tra Gran Bretagna e UE, potrebbe essere raggiunta una maggiore stabilità sul cambio GBP/USD.

Autori



Michaël Lok
Chief Investment Officer del Gruppo e
Co-CEO Asset Management
michael.lok@ubp.ch



Norman Villamin Chief Investment Officer (CIO) Private Banking norman.villamin@ubp.ch



Patrice Gautry
Capo economista
patrice.gautry@ubp.ch

Importanti avvertenze

Il presente documento è pubblicato solo a titolo informativo e non costituisce né un'offerta né una sollecitazione a eseguire qualunque tipo di transazione finanziaria o a stipulare qualsiasi tipo di mandato con l'Union Bancaire Privée, UBP SA o con un'entità del Gruppo UBP (qui di seguito «UBP»). Il documento non costituisce in alcun modo un'offerta di titoli, operazioni in valuta, soluzioni assicurative né piani pensionistici. Sebbene sia stato compiuto ogni sforzo possibile per fornire informazioni accurate e aggiornate, il contenuto del presente documento è proposto senza garanzie esplicite o implicite né dichiarazioni vincolanti di alcun tipo e si declina qualsiasi responsabilità. Non si qualifica e non deve essere considerato come una forma di consulenza finanziaria, legale o fiscale.

Il presente documento riflette l'opinione dell'UBP alla data della sua pubblicazione. Non è il risultato di un'analisi o di una ricerca finanziaria, pertanto non è soggetto ai requisiti di legge concernenti l'indipendenza della ricerca di una ricerca finanziaria, pertanto non è soggetto ai requisiti di legge concernenti l'indipendenza della ricerca

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 opinioni e i prezzi indicati sono soggetti a modifiche senza preavviso. L'UBP non ha né l'obbligo né il dovere di sorvegliare, emanare avvertimenti o continuare a monitorare la situazione descritta nel presente documento. Le performance e/o gli scenari passati dei mercati finanziari non sono indicativi ai fini dei risultati attuali o futuri, pertanto il cliente potrebbe non recuperare 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 né 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, 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, tra l'altro 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 maggiori informazioni sui rischi associati a investimenti specifici.

Il presente documento è confidenziale e destinato unicamente alla persona alla quale è stato consegnato; ne è vietata la riproduzione (integrale o parziale) o la distribuzione a chiunque altro, senza la precedente autorizzazione scritta da parte dell'UBP.
L'Union Bancaire Privée, UBP SA ha ottenuto l'autorizzazione ed è regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA) in Svizzera.

