Prospettive d'investimento
per il 2018

OPPORTUNITÀ E RISCHI NELLA FASE AVANZATA DEL CICLO ECONOMICO

UBP

Union Bancaire Privée

Performance più modeste, ma sempre interessanti nel 2018

MICHAËL LOK
CIO del Gruppo e Co-CEO Asset Management

All'inizio del 2017 gli investitori temevano che le forze all'origine dell'elezione di Donald Trump alla presidenza degli Stati Uniti potessero contagiare l'Europa e rivelare una diffusione a macchia d'olio dell'ondata di populismo nelle economie occidentali. UBP, invece, ha scelto di concentrarsi sulla progressiva ripresa economica e degli utili in tutto il mondo come elemento trainante delle sue decisioni di asset allocation sull'arco dell'intero anno.

Da questo orientamento sono scaturite opportunità per innalzare la nostra esposizione nelle azioni europee, nel bel mezzo della contesa campagna elettorale francese, nelle economie emergenti e in Giappone nonostante le minacce della nuova amministrazione americana di guerre commerciali e un conflitto armato in Asia.

Sebbene si siano mossi in un ampio range per tutto l'anno, i rendimenti delle obbligazioni governative sono rimasti in gran parte immutati verso fine anno dopo i timori iniziali che una frenata negli Stati Uniti potesse rafforzare le economie delle altre principali aree geografiche. Ciò ha spinto gli spread ai livelli minimi da diversi decenni e ha sostenuto per tutto l'anno la nostra esposizione nelle obbligazioni societarie, segmento che preferiamo nel reddito fisso.

Con l'avvicinarsi del 2018, rimaniamo ottimisti riguardo all'economia globale poiché i segnali di recessione sono rari, tuttavia gli investitori dovranno considerare il processo di transizione nella politica delle banche centrali, che stanno potenziando la stretta. La Federal Reserve compierà un altro passo verso la normalizzazione del corso imboccato dopo la crisi del 2008 alleggerendo il bilancio e continuando ad aumentare i tassi. Le si affiancherà la Banca centrale europea, che comincerà a rallentare il suo programma di acquisti di obbligazioni, dal momento che l'economia dell'Eurozona ha raggiunto il punto di maggiore forza dalla sua crisi del 2011-2012.

Non solo le aspettative d'inflazione e i tassi d'interesse reali a lungo termine, ma anche gli spread creditizi sono ai minimi storici, pertanto abbiamo cominciato a ridurre l'esposizione creditizia nei portafogli verso la fine del 2017 dal momento che il profilo di rischio/rendimento per il 2018 richiede cautela a chi investe nel reddito fisso.

Le azioni, dopo l'avanzata trionfale del 2017, dovrebbero registrare utili più modesti nel 2018 con una volatilità più elevata. L'Eurozona è in ripresa e le principali economie emergenti entrano nella fase intermedia del ciclo, mentre gli Stati Uniti si stanno avvicinando alla fine del ciclo, dunque riteniamo che per gli investitori sia opportuno far prevalere un approccio non statunitense nel 2018.

La gestione del rischio rimarrà un cardine per UBP nel 2018. La recessione tende sempre a essere la principale minaccia per i portafogli, con conseguenti perdite sulle azioni e sulle obbligazioni societarie. Tuttavia, la convinzione che la riforma economica possa sostenere la crescita e le politiche statunitensi improntate al «prima l'America» espongono gli investitori a nuovi rischi nell'anno a venire. Per contribuire a limitarli e riaffermare il nostro impegno nella gestione del rischio per i clienti, abbiamo introdotto il quadro di rischio di UBP che aggiunge i rischi delle riforme e geopolitici a quelli economici esistenti.

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

Sommario

Performance più modeste, ma sempre interessanti nel 2018 3

Il boom economico continua 6

Un nuovo corso monetario 9

Obiettivo puntato su politiche interne e riforme nell'ultima fase del ciclo 12

Prepararsi a un ritorno alla normalità dei tassi 14

Obiettivo puntato sulla crescita degli utili delle azioni americane 16

Ripresa ciclica e ostacoli strutturali in Europa 18

Le riforme e il risanamento prendono piede in Giappone 20

Le riforme interne sostengono la ripresa ciclica dei mercati emergenti 22

Un'inversione di lungo termine nelle materie prime 24

Rischi multipolari da identificare e gestire 25

Il boom economico continua

Nell'anno in corso e nel prossimo la crescita acquisirà la velocità massima da dieci anni a questa parte, con la probabilità di raggiungere il 3.6% nel 2017 e il 3.5% nel 2018, poiché è meno dipendente dal supporto delle banche centrali e ha trovato una maggiore sincronia a livello mondiale.

Meno bisogno di stimoli

Negli ultimi trimestri la crescita ha cominciato ad avere meno bisogno di stimoli monetari e di bilancio, sostenuta dai consumi vivaci nei paesi sviluppati e da un aumento degli investimenti pubblici e privati in tutto il mondo.

I consumi registrano una crescita costante in Cina e negli Stati Uniti, mentre nella zona euro stanno tornando ai livelli precedenti la crisi. I primi consumatori a ritrovare la fiducia grazie al calo della disoccupazione sono stati gli statunitensi, dove la tendenza positiva è destinata a proseguire. Nel frattempo, l'aumento dei nuovi posti di lavoro in Europa dovrebbe contribuire a migliorare i fondamentali e il clima di fiducia.

Nel 2018 si prevede anche un aumento più sostenuto delle retribuzioni. La mancanza di manodopera qualificata è una costante negli Stati Uniti e potrebbe diventarlo in Germania, ma gli stipendi dovrebbero rimanere sotto controllo grazie agli sviluppi in atto sul mercato del lavoro. Le riforme attuate in Germania e in Giappone, quelle in corso nel resto d'Europa e la tradizionale flessibilità del mercato del lavoro statunitense hanno tenuto a freno le contrattazioni collettive. Stanno inoltre emergendo nuove forme di lavoro nell'economia della condivisione («sharing economy») che potrebbero contenere la crescita salariale.

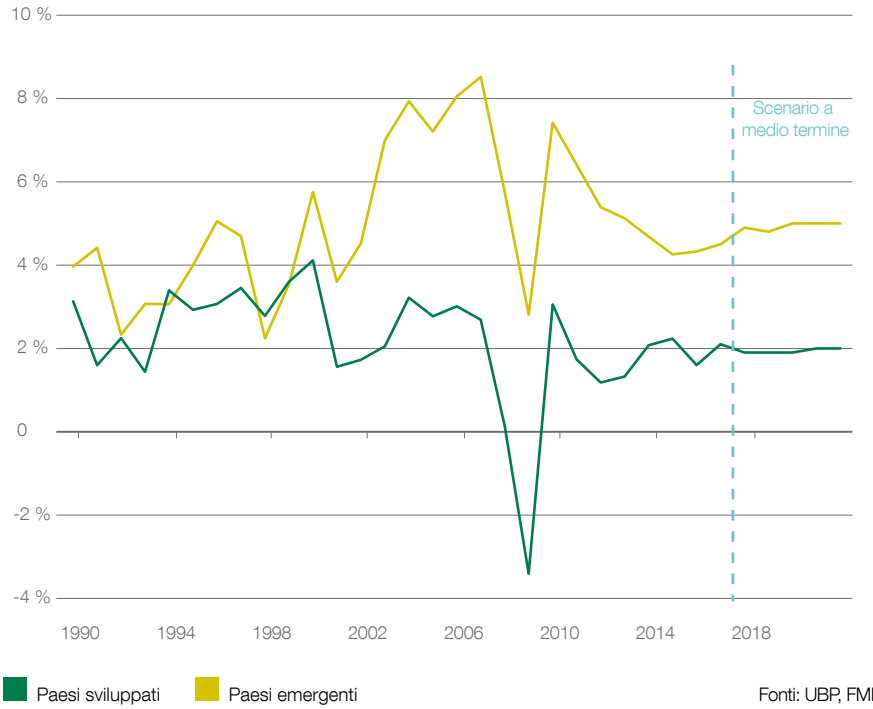
«La domanda interna dovrebbe maturare e rendere il ciclo più resistente.»

La fiducia dei consumatori e le spese per i consumi sono anche supportate dal consolidamento della ricchezza grazie alla ripresa del mercato immobiliare. A differenza del 2007, il debito dei privati è generalmente moderato e i costi del servizio del debito sono modesti, quindi si crea maggiore benessere a favore dei consumi.

È probabile che anche gli investimenti da parte delle imprese contribuiscano a rendere la crescita autosufficiente. Gli indicatori di fiducia sono generalmente elevati nella manifattura, l'utilizzo delle capacità produttive è in aumento in diversi paesi, il costo del denaro è tuttora basso e gli utili societari sono solidi, quindi le prospettive per gli investimenti di capitale appaiono promettenti.

Il ciclo degli investimenti dovrebbe accelerare negli Stati Uniti e giungere a maturazione nell'Europa continentale. Gli investimenti si concentreranno soprattutto sulla produttività, sulla ricerca e sullo sviluppo, piuttosto che

CRESCITA MONDIALE DEL PIL



Fonti: UBP, FMI

sulle capacità produttive. Il cambiamento in atto nelle abitudini dei consumatori, nella distribuzione e nelle catene produttive potrebbe indurre cospicui investimenti nel prossimo decennio. È ipotizzabile che questa ripresa degli investimenti cessi di essere puramente ciclica e, di fatto, prolunghi il ciclo economico stimolando il potenziale di crescita.

Riteniamo quindi che la crescita sul fronte della domanda interna maturi e renda il ciclo più resistente ai potenziali shock esterni, tra cui gli attacchi terroristici, le tensioni geopolitiche e le catastrofi naturali.

Crescita sincronizzata

Tutte le principali regioni sono progredite all'unisono quest'anno e ci attendiamo che la crescita sincronizzata prosegua nel 2018.

Nei paesi emergenti, la crescita ha registrato un'accelerazione nel 2016 e nel 2017 (prossima al 5% in termini aggregati), alimentata dal processo di stabilizzazione in Cina (6.5% circa nel 2017) e dal ritmo sostenuto in India, nonostante il costo dovuto all'emissione di banconote. Il trend dovrebbe rimanere positivo nel 2018 e beneficiare della ripresa in Russia e in Brasile. Queste due economie hanno impiegato molto tempo a uscire dalla recessione, ma si stanno riprendendo.

I rischi geopolitici riguardanti la Corea del Nord, il Medio Oriente e la politica commerciale degli Stati Uniti potrebbero influenzare l'evoluzione delle economie emergenti, tuttavia la stabilizzazione della crescita nei paesi emergenti è importante per resistere ai potenziali shock.

«La politica economica poggia su tre pilastri: tagli alle tasse, riforme strutturali e progetti a lungo termine.»

La crescita sincronizzata a livello mondiale non significa che tutti i paesi e le regioni avanzeranno allo stesso ritmo. La Cina e alcune altre economie asiatiche potrebbero subire una frenata nel 2018 rispetto al 2017, ma solo di modesta entità (da 0.2 a 0.3 punti) e il trend di fondo dovrebbe rimanere positivo.

Tra i paesi sviluppati, gli Stati Uniti sono in ritardo nel ciclo rispetto agli altri. Ci attendiamo pertanto che il progresso del Pil statunitense retroceda al 2% circa rispetto al 2.3% del 2017, che segnala il compimento della maturazione, ma non ancora un'inversione di tendenza. Gli altri paesi sviluppati dovrebbero registrare un'accelerazione, soprattutto il Giappone (1.5%) e la zona euro (1.9%), dove le economie in ritardo, tra cui Francia e Italia, metteranno a segno i maggiori progressi. Ritrovare un ritmo sostenuto è stato difficile nei paesi sviluppati a causa della crisi che ha colpito la zona euro, ma il trend è finalmente positivo. Nel complesso riteniamo che la crescita nei paesi sviluppati possa mantenersi sul 2% in termini aggregati nel 2018.

Maggiore orientamento alla politica di bilancio

Più dell'aumento del Pil per paese, nel 2018 sarà significativa la lunghezza del ciclo economico. Ora che la crescita si muove finalmente sulle sue gambe ed è sincronizzata a livello mondiale, lo scopo principale della politica economica sarà mantenere il processo in corso, di conseguenza la politica monetaria e quella di bilancio dovranno essere probabilmente ribilanciate. Le banche centrali dovrebbero quindi compiere un passo indietro, lasciando il ruolo di protagonisti alla spesa pubblica, alle misure fiscali e alle riforme strutturali, che saranno più determinanti per sostenere la crescita nel lungo termine.

È probabile che la politica di bilancio verta su tre principali misure nel 2018: tagli alle tasse negli Stati Uniti, alleggerimenti fiscali combinati con riforme politiche e strutturali nella zona euro e avvio dei progetti a lungo termine della Cina per la sua nuova «Strada della seta» in Asia. A nostro avviso, questi sono i piani più significativi, ma ciò non significa che anche gli altri paesi non si daranno da fare. In ogni caso, il successo delle politiche di bilancio e la loro capacità di sostenere la crescita non dipenderà dai finanziamenti che riceveranno, ma piuttosto da quanto siano ben mirate.

Dal 2016 la politica di bilancio è diventata più flessibile, soprattutto in Europa. Il debito pubblico è tuttora molto elevato, quindi sarà essenziale non tanto un «deficit spending» prociclico, ma una strategia focalizzata su determinati settori e temi. Ne consegue che le misure attese negli Stati Uniti e in Europa dovrebbero avere soltanto un impatto modesto sul Pil (circa 0.5 punti percentuali in più di crescita annua), ma potrebbero portare benefici duraturi senza stravolgere i bilanci statali.

Negli Stati Uniti, gli attesi tagli delle tasse per le imprese e i privati (previsti in totale 8 miliardi di USD) saranno probabilmente compensati da una minore spesa nella salute e dall'abolizione di specifiche agevolazioni fiscali. È comunque previsto un aumento della spesa pubblica nella difesa e nell'infrastruttura e, a patto di ottenere il favore del Congresso, la politica di bilancio diventerà più espansionista.

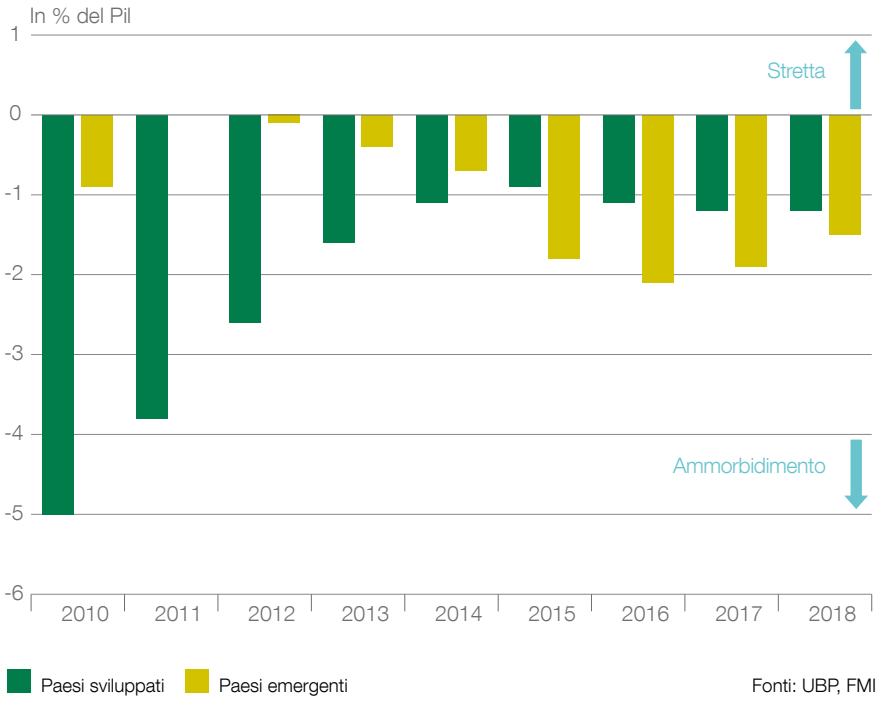
In Europa sono attesi analoghi tagli delle tasse in Germania ma anche in Francia, dove saranno controbilanciati dalla riforma del sistema pensionistico e del lavoro nonché da un aumento della spesa pubblica. È previsto che la Commissione europea e gli Stati membri dell'Eurozona attuino misure per stimolare la ricerca e nuovi settori.

Inoltre, le proposte di riforma dell'Unione europea formulate dal neopresidente francese sono prese in attenta considerazione da parte della Commissione europea e della Cancelliera tedesca. Queste riforme imprimerebbero nuova linfa alla politica di bilancio della zona euro, soprattutto se la Germania decide di allentare i cordoni della borsa e liberare la regione dalla sua dipendenza da altri paesi fuori dalla zona euro, ridistribuendo i ruoli in base alle capacità tra Stati membri e istituzioni.

Nei paesi sviluppati, il settore delle imprese può senz'altro beneficiare degli aggiustamenti di bilancio, dal momento che le aliquote fiscali sui redditi saranno probabilmente molto ridotte in numerosi paesi nel 2018 (al 20% o addirittura al di sotto in alcuni paesi).

Nel complesso, sembra che la crescita mondiale si estenda su un ciclo lungo e vigoroso, sostenuto dalla politica economica e dalla nascita di nuove tecnologie. I rischi non sono svaniti del tutto, ma occorrerebbe uno shock notevole per far deragliare l'attuale trend.

AMMORBIDIMENTO DELLA POLITICA DI BILANCIO
NEI PAESI SVILUPPATI



Fonti: UBP, FMI

Un nuovo corso monetario

Il 2018 assisterà probabilmente a un riorientamento strategico delle politiche monetarie, poiché le banche centrali ridurranno in modo graduale il supporto che forniscono all'economia dal 2008. La crescita ha recuperato, ma i tassi d'interesse rimangono bassi, mentre i bilanci delle banche centrali e la liquidità immessa sui mercati e nell'economia si sono quadruplicati dal 2007. La crescita globale si è ormai rinsaldata, quindi il ruolo della politica monetaria deve essere ridefinito.

La politica monetaria deve stimolare la crescita ed evitare la deflazione

Gli sforzi compiuti dalle banche centrali dallo scoppio della crisi finanziaria sono stati utili e si sono concretizzati in un solido trend della crescita globale. La deflazione è stata evitata, ma le banche centrali non hanno ancora adempiuto il loro mandato, poiché l'inflazione nei paesi sviluppati rimane al di sotto del target del 2%. Gli indicatori economici lasciano ipotizzare che salirà gradualmente verso il livello auspicato nel 2018, sebbene i fattori duraturi relativi alla concorrenza, a Internet e alla struttura del mercato del lavoro freneranno i prezzi e le retribuzioni.

Le politiche delle banche centrali non hanno più bisogno di essere aggressive e procicliche come in passato e sembra giustificato un ritorno a un corso più normale. L'inflazione bassa comporta ritardi negli aumenti dei tassi, ma la strategia a medio termine delle banche centrali consiste nel ridurre il supporto fornito con il quantitative easing.

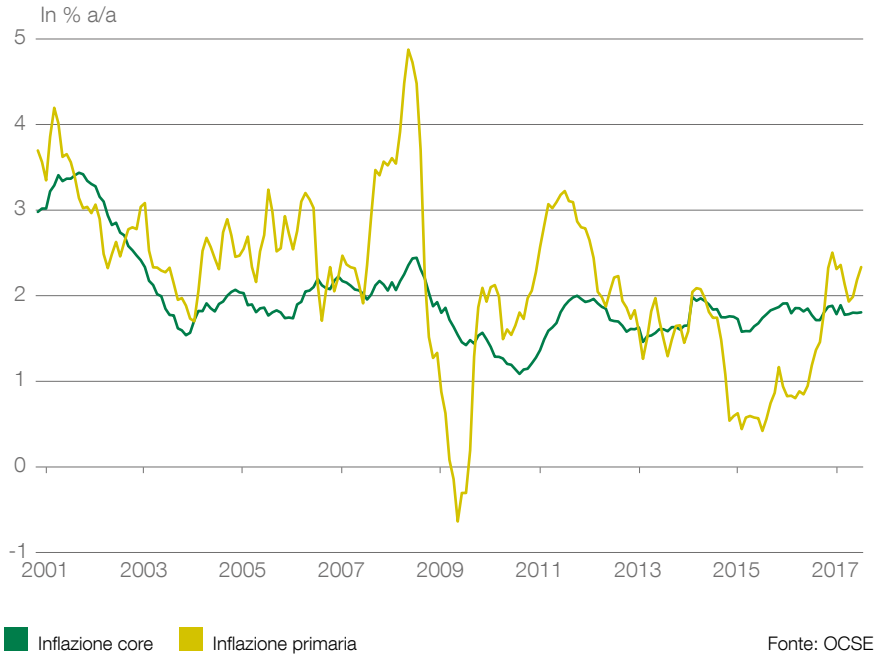
Ritorno a politiche monetarie più neutrali

È probabile che le «exit strategy» delle banche centrali si concentrino sugli aspetti quantitativi delle loro politiche, ossia il volume dei bilanci e degli acquisti di titoli, limitando la liquidità a disposizione delle economie.

La Fed, che ha già aumentato i tassi, è più avanti delle altre banche centrali nel ciclo di politica monetaria. Sebbene abbia sospeso gli acquisti di titoli, ha mantenuto le dimensioni del bilancio a circa 4'500 miliardi di USD reinvestendo le cedole

«Attesa riduzione del supporto delle banche centrali.»

INFLAZIONE NELL'OCSE



Fonte: OCSE

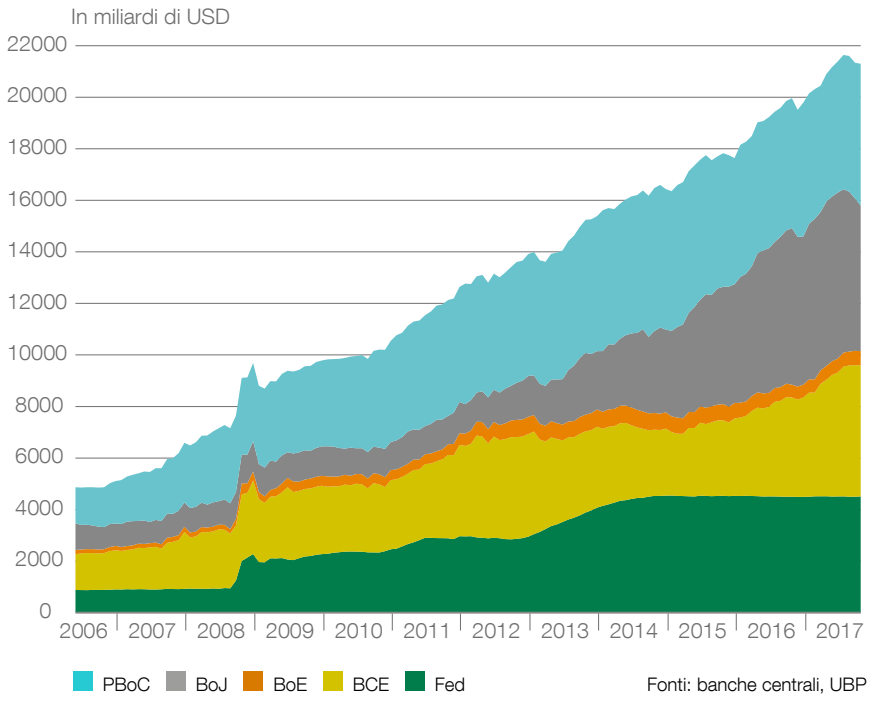
delle posizioni obbligazionarie in essere. Tuttavia, questo dato potrebbe diminuire nel 2018 e attestarsi attorno a 2'500 miliardi di USD nel 2021, poiché la Fed sta progressivamente terminando i reinvestimenti.

In Europa, la BCE intende concludere gli acquisti di obbligazioni nel 2018 e il suo bilancio si stabilizzerà appena sotto i 5'000 miliardi di EUR, ossia oltre il 40% del Pil della zona euro. In linea con la Fed, probabilmente anche la BCE manterrà invariate le dimensioni del suo bilancio reinvestendo le cedole, quindi dovrebbe continuare ad affluire sempre più liquidità sui mercati. Interrompere questi reinvestimenti sarà più problematico, ma sembra inverosimile che succeda nel 2018.

La Bank of Japan ha un target a medio termine del 2% per l'inflazione e l'obiettivo di mantenere i rendimenti delle obbligazioni decennali prossimi allo zero. Di conseguenza, anch'essa sta acquistando obbligazioni e non si prevede un cambiamento di strategia per il prossimo anno.

Nei mercati emergenti, le politiche monetarie sono rimaste convenzionali: i tassi d'interesse sono stati tagliati poiché nel 2017 l'inflazione è diminuita, ma sembra aver toccato il punto di svolta inferiore. La banca centrale cinese continuerà a gestire attivamente la liquidità sul mercato interbancario nell'intento di conseguire i suoi obiettivi impliciti riguardanti il tasso di cambio e i tassi d'interesse, in concomitanza con una regolamentazione più rigorosa del settore bancario.

PER LA CRESCITA DEI BILANCI DELLE BANCHE CENTRALI LA FINE È ATTESA NEL 2018



Fonti: banche centrali, UBP

In generale, l'espansione dei bilanci delle banche centrali dovrebbe concludersi nel 2018 aprendo la strada a una crescita più misurata della liquidità, di cui la Bank of Japan sarà il maggiore erogatore. Su base aggregata, i bilanci delle banche centrali (al cambio attuale del dollaro) sono aumentati del 16% nel 2017 e del 12% nel 2016, ossia il doppio della crescita globale nominale (compresa tra il 6% e il 6.5%). Nel 2018 e nel 2019 ci attendiamo che i bilanci crescano della metà rispetto al 2016 e al 2017.

L'impatto dei nuovi corsi monetari sui titoli

La crescita più lenta della liquidità potrebbe ripercuotersi sulle principali categorie di asset (in particolare le azioni), sui rendimenti delle obbligazioni a lungo termine, sulla curva dei rendimenti e sull'offerta di denaro.

È probabile che i mercati obbligazionari non risentano solo dell'effetto della liquidità. Se la Fed interrompe il reinvestimento delle cedole (200 miliardi di USD negli ultimi anni) sul mercato obbligazionario e il suo bilancio si riduce ogni anno di 450 miliardi di USD tra il 2019 e il 2021, il mercato del debito pubblico potrebbe risentire di un diverso equilibrio tra domanda e offerta. Diminuirebbe anche la liquidità disponibile per titoli come i mutui cartolarizzati (mortgage-backed securities o MBS), esercitando una pressione al rialzo sui rendimenti.

Studi condotti in passato rivelano che gli acquisti di obbligazioni governative da parte delle banche centrali hanno ridotto i rendimenti a 10 anni di 50-70 punti base negli Stati Uniti e nella zona euro. Negli Stati Uniti lo snellimento del bilancio della Fed, in concomitanza con una politica di bilancio più espansiva, spingerà al rialzo i rendimenti a lungo termine e provocherà una nuova verticalizzazione della curva. Nella zona euro, stabilizzare il bilancio della BCE significa dover probabilmente reinvestire 150-200 miliardi di EUR ogni anno sul mercato obbligazionario anche dopo avere sospeso gli acquisti diretti (900 miliardi di EUR nel 2016 e 700 miliardi di EUR nel 2017). Tuttavia, potrebbero subire pressioni anche le obbligazioni favorite dalla loro penuria, ad esempio i Bund tedeschi, i cui rendimenti sono retrocessi nonostante gli ottimi dati dell'economia tedesca.

La politica della BCE ha causato un aumento dei prezzi delle obbligazioni societarie e un calo dei premi di rischio, soprattutto per gli emittenti con i rating più bassi, di conseguenza gli spread si sono assottigliati e la volatilità è precipitata. La fine degli acquisti di titoli rischia di far salire il costo del denaro e la volatilità poiché gli investitori diventano più selettivi.

I mercati azionari sono progrediti di pari passo con i bilanci delle banche, ma è improbabile che una crescita più moderata della liquidità eserciti un'esagerata pressione al ribasso sugli indici. È ipotizzabile che l'aumento delle valutazioni cessi di essere una fonte di performance per le azioni, come avviene solitamente nelle fasi intermedie di un'espansione economica. Tuttavia, nel 2018 la crescita degli utili dovrebbe rilevare il testimone e guidare l'avanzata dei mercati azionari negli Stati Uniti e in Europa (v. pag. 16 e 17). A nostro avviso, un forte aumento dei rendimenti a lungo termine, indotto da una più sostenuta diminuzione della liquidità, o un inatteso rialzo dell'inflazione rappresentano più di una minaccia per i mercati azionari.

Le nuove strategie adottate dalla Fed e dalla BCE dreneranno l'eccesso di liquidità delle banche negli Stati Uniti e ne arresteranno la crescita nella zona euro. L'offerta di denaro potrebbe assottigliarsi, causando problemi finanziari alle società più piccole, al mercato immobiliare e ad alcune categorie di prestito al consumo.

Le banche centrali continueranno a sostenere la crescita, ma è probabile che ritirino la loro artiglieria gradualmente, mettendo fine alla recente ondata di liquidità. La conseguente pressione sulle attività finanziarie potrebbe essere maggiore per le obbligazioni governative e alcune categorie di obbligazioni societarie.

Obiettivo puntato su politiche interne e riforme nell'ultima fase del ciclo

Il prossimo anno dovrebbe risultare determinante per i politici e gli investitori, poiché le banche centrali ritirano il proprio supporto e la domanda indotta dal settore privato rileva il testimone della crescita per le economie mondiali.

Fortunatamente, come illustrato nella sezione riguardante le prospettive economiche (pagina 6), il settore privato appare vigoroso nelle principali aree geografiche del mondo, quindi rende meno fosche le prospettive di una flessione prolungata e marcata delle azioni e di altri asset di rischio nel 2018.

L'attuale scenario è palesemente diverso rispetto a quello dei cicli passati, tuttavia ci attendiamo che l'anno prossimo segua le orme del biennio 2016-2017 in termini di rischio. Questi due anni sono stati turbati da continue sorprese sul fronte geopolitico, ma gli investitori che hanno puntato sulla crescita economica di fondo e sui trend degli utili sono stati premiati con ottimi guadagni. Di conseguenza, se è vero che occorre tenere sotto controllo un maggior numero di rischi rispetto ai cicli passati, nel delineare le loro scelte di investimento per il 2018 gli investitori dovrebbero basarsi su prospettive economiche rassicuranti, anche in termini di utili.

Così come nel 2017, cominciamo il 2018 dando la priorità alle azioni nonostante le valutazioni elevate registrate soprattutto negli Stati Uniti. Gli attuali prezzi dei titoli sono una fonte di preoccupazione per il maggiore mercato azionario del mondo (pagina 16), ma le precedenti fasi di recessione negli Stati Uniti sono state tradizionalmente dominate da notevoli cali registrati dai P/E ratio, che potrebbero pesare sugli utili. Nei periodi di espansione economica come quello che stiamo vivendo, i P/E ratio sono risultati generalmente elevati, ma stabili, lasciando alla crescita degli utili il ruolo di protagonista nei guadagni degli investitori. Nel 2018 sono attesi utili superiori al 10% negli Stati Uniti, pertanto dovrebbero essere sufficienti per generare performance più modeste, ma pur sempre interessanti l'anno prossimo.

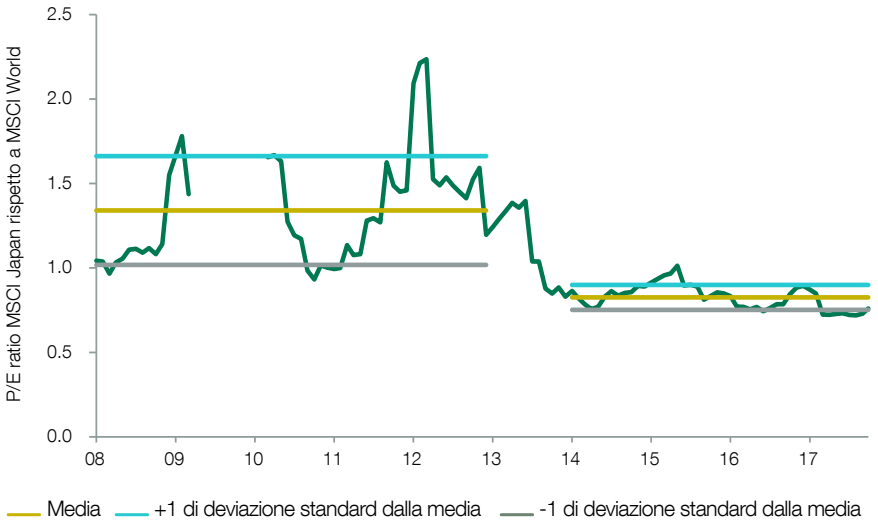
«Obiettivo degli investitori sempre puntato su economia e utili»

D'altro canto, riteniamo che le azioni non statunitensi siano più promettenti per gli investitori. Le azioni giapponesi (pagina 20) dovrebbero beneficiare in particolare del nuovo mandato assegnato al primo ministro Shinzo Abe per accelerare le riforme interne. Le politiche che hanno incoraggiato le donne a entrare nel mondo del lavoro hanno ottenuto notevoli successi, aumentando il reddito a disposizione dei nuclei familiari giapponesi. Inoltre, anche il fatto che il Giappone sia meta del fiorente turismo cinese sta diventando un nuovo elemento propulsore della domanda interna.

Tutto ciò, insieme a valutazioni prossime ai minimi storici rispetto alle azioni globali e, come avvenuto nel 2017, a previsioni prudenti di crescita degli utili per il prossimo anno, sta a significare che l'aumento delle valutazioni e delle aspettative in materia di utili nel 2018 dovrebbe mantenere interessanti gli investimenti in azioni ,dopo aver reso il Giappone la regione con la migliore performance nel 2017.

Analogamente, i mercati emergenti (pagina 22) dovrebbero essere favoriti dal fatto di trovarsi nella fase iniziale della ripresa economica, seguita alle brusche frenate tra il 2012 e il 2015, ma anche dall'accelerazione del processo di riforma nei principali paesi. Le valutazioni in termini assoluti sono aumentate sia per le azioni

NONOSTANTE IL RALLY DEL 2017, LE AZIONI GIAPPONESI SONO VICINE AI MINIMI RISPETTO ALLE AZIONI GLOBALI



Fonti: UBP, Bloomberg Finance L.P.

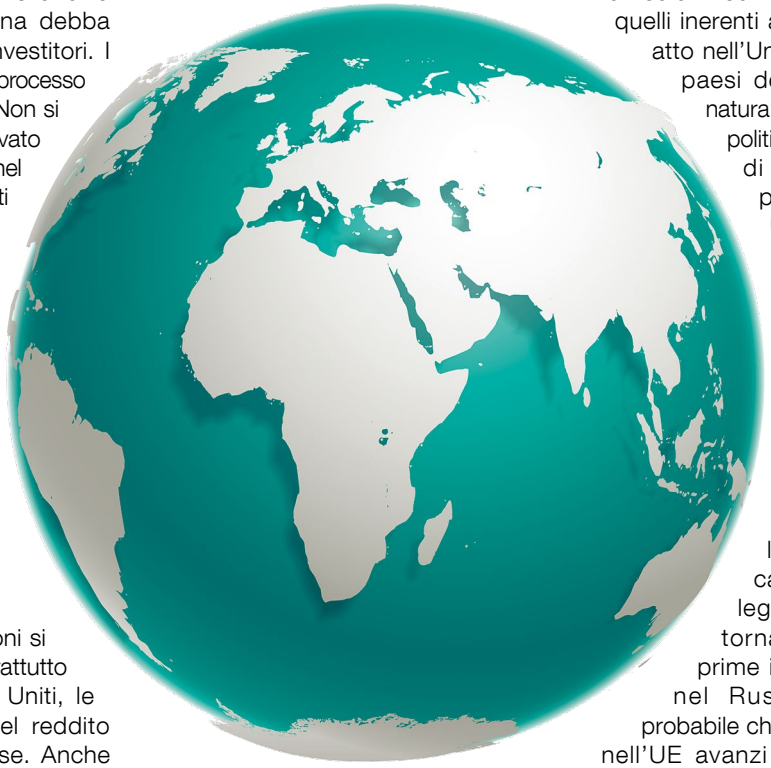
sia per le obbligazioni societarie, ma rispetto a quelle dei mercati sviluppati rimangono ciclicamente basse, quindi è lecito concludere che gli investitori sono 'pagati bene' per assumersi i maggiori rischi generalmente associati ai mercati emergenti.

Nell'Europa continentale, sebbene il concludersi del 2017 sia stato turbato dall'incerta situazione in Spagna e Catalogna, siamo del parere che la forza delle economie dell'Eurozona debba rimanere prioritaria per gli investitori. I progressi compiuti in Francia nel processo di riforma sono incoraggianti. Non si può tuttavia negare che il rinnovato slancio elettorale dei populisti nel Vecchio Continente rappresenti un ostacolo al rafforzamento delle fondamenta dell'UE e della zona euro. All'inizio del 2018 gli investitori dovrebbero continuare a concentrarsi su crescita e utili ma, con l'avvicinarsi delle elezioni in Italia, della scadenza della Brexit nel 2019 e del tapering della BCE, le preoccupazioni sul fronte politico potrebbero tornare alla ribalta e pesare sugli asset di rischio europei.

Mentre gli investimenti in azioni si confermano interessanti, soprattutto quelli al di fuori degli Stati Uniti, le opportunità nell'universo del reddito fisso sono sempre più scarse. Anche presumendo che le previsioni di crescita economica e inflazione si concretizzino, chi investe nelle obbligazioni societarie e in quelle governative ha poche speranze di ottenere rendimenti molto migliori di quelli delle cedole nel 2018.

In prospettiva storica, le aspettative di una bassa inflazione e i rendimenti reali (al netto dell'inflazione) delle obbligazioni governative sono in contraddizione con il rafforzamento della crescita e la bassa disoccupazione a livello mondiale. Così come nel 2017, gli investitori poco propensi al rischio saranno costretti a guardare al di là delle obbligazioni governative a basso rischio.

Tuttavia, a differenza dei primi mesi del 2017, quando gli spread creditizi erano piuttosto ampi e riflettevano prospettive economiche più contenute a livello mondiale, l'attuale livello ridotto degli spread sconta in modo più opportuno la situazione economica. In realtà, guardando ai cicli precedenti, la storia insegna che ai livelli attuali le prospettive in termini di rendimenti assoluti e relativi sono poco interessanti per gli investitori nel reddito fisso (pagina 15).



Intravediamo comunque opportunità nelle obbligazioni societarie dei mercati emergenti e in segmenti specializzati del reddito fisso, tra cui i «cat bond» (obbligazioni catastrofe), i titoli garantiti da collaterali (asset-backed securities o ABS) e le obbligazioni indicizzate all'inflazione. Benché non siano convenienti in termini assoluti e rispetto ad altri mercati di obbligazioni governative e societarie, questi segmenti sono una valida fonte di diversificazione e di valore relativo per gli investitori. In effetti, considerando le loro dimensioni rispetto ai più ampi mercati del credito, crediamo che nel 2018 sarà necessaria una gestione più attiva dei rischi tassi e di credito.

Il nostro scenario di base rimane orientato alle prospettive favorevoli in materia di crescita economica e di utili su cui baseremo l'asset allocation, ma la nuova situazione geopolitica chiede agli investitori di configurare un nuovo quadro di rischio per gestire opportunamente il crescente numero di minacce che incombono sui mercati. Proprio per questo abbiamo sviluppato il Quadro di rischio di UBP (pagina 25) che include non solo i rischi economici, ma anche quelli inerenti agli sforzi di riforma in atto nell'Unione europea e in altri paesi del mondo, nonché la natura mutevole dell'economia politica in seguito all'elezione di Donald Trump alla presidenza degli Stati Uniti.

Sembra che i rischi economici si stiano smorzando, soprattutto in considerazione dell'atteggiamento morbido adottato dalla BCE e dalla Bank of England verso la fine del 2017. D'altro canto, i rischi politici e legati alle riforme sono tornati ad acuirsi con le prime incriminazioni emesse nel Russiagate, mentre è probabile che il processo di riforma nell'UE avanzi lentamente dopo le elezioni tedesche. A livello più generale, numerosi investitori si concentrano sulla prospettiva di una guerra con la Corea del Nord, ma anche il pericolo di un conflitto commerciale potrebbe tornare alla ribalta nel 2018.

Sfortunatamente per gli investitori, i beni rifugio tradizionali contro tali fattori di incertezza, ossia l'oro, i titoli di Stato, il franco svizzero o lo yen giapponese, sono costosi in termini assoluti, quindi il capitale degli investitori rimane a rischio. Nell'allocazione tattica continuiamo a utilizzare queste garanzie, ma in alternativa riteniamo che la bassa volatilità consenta di innalzare la protezione ricorrendo alle opzioni e ad altre strategie lunghe di volatilità.

Prepararsi a un ritorno alla normalità dei tassi

Per gran parte del 2017 i rendimenti negli Stati Uniti e in Germania si sono mossi lateralmente consentendo all'assottigliarsi degli spread creditizi di fare la parte del leone nella performance del reddito fisso, come anticipato nelle nostre Prospettive per il 2017.

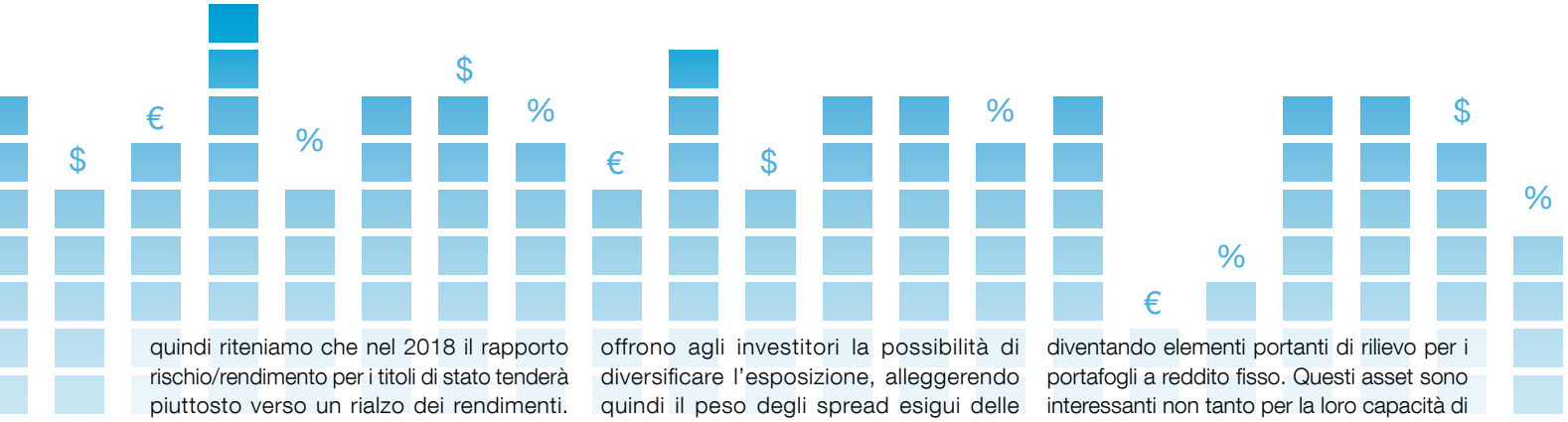
Il 2017 è stato caratterizzato dalla fine dei tagli dei tassi da parte delle banche centrali e nel 2018 dovremmo assistere alla fase finale della transizione cominciata un anno fa: l'abbandono deciso della politica monetaria fortemente accomodante verso manovre di bilancio più espansionistiche e le riforme nelle principali economie del mondo.

Nel 2017 questa transizione ha consentito agli investitori di affidarsi di più agli spread creditizi, ancora relativamente ampi, come fattore di performance nel reddito fisso. Tuttavia, guardando al 2018, conta il punto di partenza dei rendimenti e degli spread poiché i rendimenti ai minimi storici, unitamente agli spread estremi nei due segmenti «investment grade» e «high yield» sui mercati in USD ed EUR, significano che lo spostamento del rapporto rischio-rendimento esigerà una protezione contro il rischio. Di conseguenza, gli investitori nel reddito fisso dovrebbero puntare di più sul rischio e sul rendimento assoluto nel 2018.

La performance dei titoli di stato americani da quando la Federal Reserve ha cominciato il tapering nel 2013 dovrebbe consentire di anticipare gli interventi della BCE e le prospettive per le obbligazioni governative in euro. Ci attendiamo che la BCE faccia leva sull'esperienza americana e stia attenta a non ripetere gli errori della Fed quando, nel 2018, comincerà a sua volta a ridurre gli acquisti di asset sul mercato. In particolare, è presumibile che la BCE cerchi di evitare la rapida correzione dei prezzi verificatasi durante il «Taper Tantrum» del 2013 negli Stati Uniti, quando i rendimenti reali sono balzati da livelli negativi al picco di +150 pb raggiunto a metà del 2013. Questo fenomeno ha portato al non voluto rafforzamento del dollaro e a una frenata della crescita economica americana per tutto il 2015.

Per quanto l'apprezzamento del valore commerciale dell'euro, che nel 2017 ha raggiunto un massimo del 9%, sia inferiore a quello del dollaro, progredito quasi del 25% dopo il «Taper Tantrum», nelle sue recenti dichiarazioni la BCE si è premurata di sottolineare l'intenzione di un tapering molto graduale. Di conseguenza, pur non escludendo una pressione al rialzo sui rendimenti obbligazionari a lungo termine nella zona euro se la crescita e l'inflazione interne all'area continuano a sorprendere, non ci attendiamo il ripetersi del «Taper Tantrum» americano, che potrebbe causare pesanti perdite ai detentori di obbligazioni in euro.

Per quanto riguarda i rendimenti dei titoli statunitensi a basso rischio, crediamo che l'inizio dell'alleggerimento del bilancio della Fed possa dare ulteriore slancio al trend al rialzo dei rendimenti reali in atto dalla metà del 2016. Nel terzo trimestre la crescita ha raggiunto il 3%, nonostante le battute d'arresto dovute agli uragani e al tasso di disoccupazione che si avvicina al 4%,



quindi riteniamo che nel 2018 il rapporto rischio/rendimento per i titoli di stato tenderà piuttosto verso un rialzo dei rendimenti. Gli stimoli fiscali e l'ampliamento del disavanzo negli Stati Uniti potrebbero provocare continui aumenti dei rendimenti, se i tagli delle tasse fossero approvati all'inizio del nuovo anno.

Gli spread creditizi sono ai minimi storici, pertanto si sono consolidati i motivi di una gestione più attiva del rischio nell'esposizione creditizia a lunga durata nei segmenti «investment grade» e «high yield» in USD ed EUR. Presumiamo che l'anno prossimo la crescita economica mantenga gli spread su bassi livelli, ma il punto di partenza degli spread e il deteriorarsi delle garanzie, soprattutto nell'«high yield» e nei «leveraged loan» (emissioni obbligazionarie ad alto grado di leva), inducono a ritenere che nel rapporto rischio/rendimento possa prevalere il rischio.

In realtà, osservando i cicli precedenti, quando gli spread si sono avvicinati ai livelli attuali, la prospettiva che gli investimenti nelle obbligazioni «investment grade» potessero sovraperformare quelli nelle obbligazioni governative è fortemente diminuita (tabella 1). Inoltre, partendo dai livelli attuali di spread, storicamente gli investitori nell'«high yield» hanno subito rendimenti totali negativi nell'anno successivo (tabella 2).

Le economie dei paesi emergenti (v. pagina 22) sono agli inizi del ciclo economico, gli spread non hanno ancora raggiunto i livelli minimi e gli altri investimenti nel reddito fisso sono costosi, pertanto riteniamo che il debito sovrano e le obbligazioni societarie dei mercati emergenti offrano migliori opportunità in termini di rischio/rendimento a chi investe in obbligazioni. Tuttavia, gli investitori in questa categoria di asset dovrebbero tenere presente che sul debito dei mercati emergenti la duration si è allungata negli ultimi anni, facendo salire il rischio tassi rispetto ai cicli precedenti.

Inoltre, dopo i devastanti uragani che si sono abbattuti sul Golfo del Messico nell'autunno scorso, i «cat bond» (obbligazioni catastrofe) offrono agli investitori la possibilità di diversificare l'esposizione, alleggerendo quindi il peso degli spread esigui delle obbligazioni societarie e della prospettiva di volatilità dei tassi sui mercati in USD.

Nella consapevolezza che il debito dei mercati emergenti e i «cat bond» sono mercati piuttosto piccoli rispetto a quelli dei titoli di stato e delle obbligazioni «investment grade», continuiamo a credere che le strategie «relative value» nel reddito fisso, sia nel segmento degli strumenti alternativi sia in quello delle strategie «long only» non direzionali, stiano diventando elementi portanti di rilievo per i portafogli a reddito fisso. Questi asset sono interessanti non tanto per la loro capacità di generare rendimento, ma per la qualità di preservare il capitale nei periodi di volatilità dei tassi e degli spread creditizi.

Nel quadro delineato, le nostre allocazioni nel reddito fisso sono sempre più orientate alla gestione del rischio in un contesto in cui i rendimenti e gli spread stanno già scontando un esito positivo della ricerca di un equilibrio tra crescita e inflazione, non solo negli Stati Uniti, ma in tutto il mondo.

LE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE «INVESTMENT GRADE» IN USD SOTTOPERFORMANO I TITOLI DI STATO AMERICANI QUANDO GLI SPREAD SONO ESIGUI

	Outperformance, underperformance sui Treasury	%	In caso di under-performance
Spread IG (pb)	**Media a 1 anno**	**Outperformance**	**Rendimento in %**
50–99	-0.9%	48.3%	-2.6%
100–146	-0.4%	51.7%	-3.1%
147–180	1.5%	74.6%	-3.2%
180–600	4.7%	80.0%	-10.0%

LE PROSPETTIVE DI RENDIMENTO DELLE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE «HIGH YIELD» IN USD PEGGIORANO NOTEVOLMENTE SE GLI SPREAD SI AVVICINANO AGLI ESTREMI CICLICI

	Media a 1 anno	% del tempo	Se non redditizi
Spread HY (pb)	**Rend. fwd**	**Redditizi**	**Rendimento in %**
246–349	-7.1%	22.7%	-10.8%
350–539	5.3%	79.2%	-3.8%
540–699	8.8%	87.0%	-8.6%
700–2000	11.1%	88.7%	-8.4%

Fonti: UBP, Bank of America Merrill Lynch

Obiettivo puntato sulla crescita degli utili delle azioni americane

A dispetto delle valutazioni elevate, le azioni statunitensi hanno conseguito un progresso considerevole, anche in prospettiva storica, del 17% nel 2017 (a fine ottobre), sulla scia dell'11% di crescita dei profitti delle società americane e, a sorpresa di molti, di P/E ratio piuttosto stabili per quanto vicini ai massimi storici.

Il 2017, inserito nel contesto dei cicli economici a partire dal 1950, riproduce la performance caratteristica delle azioni statunitensi nel bel mezzo di un'espansione economica. La storia insegna che i P/E ratio subiscono pesanti contrazioni soltanto nelle fasi di recessione, mentre rimangono relativamente stabili dopo il primo anno di ripresa economica, quando il «return on investment» (rapporto tra utile operativo e capitale investito) scaturisce in prevalenza dalla crescita degli utili societari (v. tabella) fino all'inizio della prossima recessione.

Di conseguenza, in presenza di pochi segnali di una recessione imminente negli Stati Uniti nel 2018 (v. pagina 6), possiamo guardare alle performance conseguite dalle azioni statunitensi nell'ultima parte del ciclo per prevedere che cosa il 2018 riserverà agli investitori, anche a dispetto delle valutazioni elevate. Si prevede che gli utili continuino a salire, anche se in misura più moderata, a un ritmo del 9-11% nel 2018, inducendo a ritenere che per i titoli presenti nello S&P 500 le performance sostenute dagli utili societari saranno prossime al 10%.

«Possibili performance positive nel 2018 nonostante le valutazioni storicamente elevate.»

Per quanto possa apparire rassicurante agli occhi degli investitori, soprattutto alla luce dei sostenuti guadagni del 2017 e delle valutazioni elevate, la cautela è d'obbligo nel 2018 di fronte a una volatilità vicina ai suoi minimi storici.

A giudicare dai dati risalenti al 1986, gli investitori ottengono risultati regolarmente migliori con una bassa volatilità, a prescindere dal punto di partenza ma, quando la volatilità comincia ad aumentare da un livello inferiore alla media (come nella fase attuale), la probabilità di subire perdite nell'anno successivo balza dal 4% al 25%.

Inoltre, la dimensione delle perdite verificatesi in passato tende a essere maggiore nelle fasi di aumento della volatilità. Negli ultimi trent'anni, quando la volatilità ha cominciato a salire partendo da un livello basso, gli investitori hanno vissuto perdite del 9% nell'anno successivo rispetto ad appena il 2-3% quando la volatilità è scesa da un livello già basso.

In altri termini, lo stadio finale del ciclo di espansione negli Stati Uniti previsto nel 2018 suggerisce che gli investitori possano conseguire performance positive, sulla scia di una crescita degli utili attesa del 9-11%. Tuttavia, a differenza del 2017, quando il leitmotiv era «buy and hold» di fronte al rialzo delle azioni statunitensi proseguito per l'intero anno, l'inizio dell'aumento della volatilità, tipico della fase conclusiva dell'espansione economica, suggerisce agli investitori di attendere correzioni più sostanziali nel corso del 2018 anche se non si concretizzeranno alcuni dei rischi non economici che incombono sui mercati (v. sezione sul rischio, pagina 25).

Pure la selezione degli stili e dei settori dovrebbe essere propizia nello scenario che ci attendiamo. Negli Stati Uniti le strategie Value hanno sottoperformato rispetto alle Growth quasi del 17% nel 2017, riportando la memoria al 28% di underperformance nel punto culminante toccato dalla bolla tecnologica nel marzo 2000.

LE VALUTAZIONI ELEVATE POSSONO SUSSISTERE NELLA FASE INTERMEDIA DI UN'ESPANSIONE ECONOMICA

Fattore di guadagno S&P 500

Posizione nel ciclo economico	Utili di capitale	Espansione P/E	Crescita utile per azione
Recessione	-13.1%	-10.4%	-1.7%
1° anno di ripresa	17.9%	30.3%	-8.0%
Metà ciclo	11.1%	0.2%	12.3%
Ultimo anno di ripresa	8.1%	-1.2%	10.1%

Fonti: UBP, Bloomberg Finance L.P.

Nel 2017 l'outperformance delle azioni Growth è stata realmente considerevole, inquadrata nella diatriba tra Growth e Value, ma rispetto al boom dei tecnologici alla fine degli anni 90 gode di un maggiore supporto a livello di fondamentali. Per gran parte del 2017, in base ai P/E trailing gli investitori hanno ottenuto uno sconto del 20-30% per preferire i titoli Value rispetto ai Growth, con una media storica dello sconto pari al 26%. D'altro canto, a metà del 1999 gli investitori erano indennizzati con uno sconto del 50%, salito al 70% appena prima dello scoppio della bolla delle dot.com nel 2000 (v. grafico).

In questo scenario, rispetto a quanto avvenuto nel 1999-2000, nel 2017 gli investitori non sono stati altrettanto premiati per acquistare Value. Ciò è dovuto al deteriorarsi degli utili societari nelle strategie Value: dalla crisi finanziaria del 2008-2009, il «return on equity» delle società Value è aumentato del 3%, passando dall'8% a quasi l'11%, mentre per le Growth l'aumento nello stesso periodo è risultato quasi il doppio, dal 19% a oltre il 25% (+6%; v. grafico).

Se facciamo il confronto con il periodo della bolla tecnologica, nel 1998-1999 i risultati delle società Value sono rimasti piuttosto stabili attorno al 14-15%, mentre quelli delle società Growth sono scesi dal 22% al 20% nello stesso periodo.

Di conseguenza, i paralleli tracciati in termini di performance tra Growth e Value nell'anno che sta per concludersi e durante la bolla tecnologica sono giustificati, ma i fondamentali sottostanti sono notevolmente diversi tra i due periodi. Nove mesi prima dello scoppio della bolla tecnologica, gli investitori Value erano premiati con uno sconto di valutazione notevole rispetto ai Growth in prospettiva storica, mentre non è così oggi. In sostanza, negli anni precedenti lo scoppio della bolla delle dot.com le imprese Growth hanno subito un brusco deteriorarsi dei risultati societari mentre le Value sono rimaste piuttosto stabili. Nel 2017, invece, sono state le Value ad archiviare un miglioramento modesto dei risultati societari rispetto alle Growth.

SULLA PERFORMANCE DEI TITOLI VALUE PESANO I MODESTI RISULTATI SOCIETARI

Russell 1000 Value rispetto al Russell 1000 Growth – P/B relativo

Russell 1000 Value meno Russell 1000 Growth – differenziale del ROE (sc.ds.)

Fonti: UBP, Bloomberg Finance L.P.

Con l'obiettivo puntato sulla crescita degli utili come nostro fattore di guadagno per le azioni statunitensi nel 2018, un orientamento verso i titoli Growth continua a essere fondato, almeno fino a quando non emergerà un divario più ampio nello sconto rispetto alle azioni Value, così come avvenuto nel 1999, o finché la situazione degli utili societari non assumerà un più chiaro orientamento tra Value e Growth in termini di opportunità.

Ripresa ciclica e ostacoli strutturali in Europa

Nonostante la vigorosa crescita economica e l'entusiasmo seguito all'elezione di Emmanuel Macron in Francia, le azioni europee sono rimaste indietro rispetto alle loro omologhe sui mercati sviluppati e globali nel 2017, registrando un progresso relativamente modesto del 13% a fine ottobre. Gli utili sono stati frenati dall'underperformance delle azioni britanniche e dai diffusi cali dei P/E ratio in Europa, sebbene l'effetto sia rimasto contenuto dalla vigorosa crescita dei profitti delle imprese europee.

Questo modello di performance è tipico di una fase di ripresa in Europa. Quando le economie europee si avvicinano alla fase intermedia dei loro cicli di ripresa, solitamente i P/E ratio retrocedono un po' a favore di un recupero dei profitti (v. tabella). In realtà, i P/E ratio aumentano notevolmente solo nel primo anno della ripresa economica, per poi avanzare di poco nell'ultimo anno del ciclo economico.

Dopo aver superato la recessione del 2011-2012, crediamo che l'economia europea sia entrata nella fase intermedia del ciclo. Ciò significa che gli investitori dovrebbero puntare sulla crescita degli utili, attesa tra il 10% e il 12% nel 2018, intesa come fattore di performance.

«Nel 2018 gli investitori europei dovrebbero puntare sulla crescita degli utili come primo fattore di performance delle azioni.»

Le aspettative attuali sono più modeste, collocandosi al 9%, quindi sembra che gli investitori sottovalutino tuttora lo slancio positivo non solo della crescita globale, ma anche di quella, altrettanto importante, dell'Europa con l'avvicinarsi del 2018. Sulla falsariga del biennio 2013-2014 negli Stati Uniti, la pressione salariale sulle imprese europee è modesta mentre il maggiore utilizzo delle capacità produttive induce a ritenere che i vantaggi della crescita del fatturato dovrebbero confluire direttamente nella redditività, soprattutto per le società del Continente. Inoltre, la Banca centrale europea ha assunto un atteggiamento cauto nella riduzione dei suoi aiuti alle economie della zona euro, quindi è poco probabile che l'euro forte costituisca un ostacolo l'anno prossimo.

L'Europa cresce alla massima velocità dal 2011-2012, pertanto riteniamo che gli utili ciclici delle aziende orientate al mercato interno siano notevoli in tutto il Continente. Le small e mid cap europee dovrebbero risultare favorite, sebbene in Europa manchino le prospettive di catalizzatori alimentati dalla crescita per le società minori, operanti sul mercato interno.

Dallo scoppio della crisi dell'Eurozona, gli utili di questa categoria di imprese sono aumentati dal 6-7% a oltre l'11%. Per le large cap europee, invece, hanno subito un ristagno del 9%. Nonostante il miglioramento della redditività delle imprese più piccole, gli investitori sono tuttora premiati con un 10% di sconto in termini di prezzo/utile per acquistarle. È interessante notare che, sebbene le performance siano migliorate negli ultimi due anni, nel 2015 gli investitori avrebbero dovuto pagare un premio sul P/E ratio addirittura del 15%. In questa ottica, le small e mid cap europee evidenziano oggi un valore migliore rispetto a due anni fa, nonostante il progresso del 16% da inizio anno.

Con un interessante quadro ciclico, le riforme francesi promettono di diventare un altro elemento a sostegno della crescita e degli utili societari potenziali. Molti dubitano della resistenza delle riforme avanzate da Macron, ma le proposte sembrano molto simili alle misure già attuate con successo in Germania all'inizio degli anni 2000 e in Spagna nel 2012. Infatti, i due paesi hanno vissuto forti cali della disocuppazione dopo aver attuato le riforme, invertendo due anni di persistente ascesa. Nel caso della Francia è interessante notare che la disoccupazione è già calata quando le riforme sono state varate negli ultimi mesi del 2017. Ciò dovrebbe favorire il ritmo delle riforme nel 2018.

LA CRESCITA DEGLI UTILI PUÒ COMPENSARE LE DIMINUZIONI DELLE VALUTAZIONI NELLA FASE INTERMEDIA DI UN'ESPANSIONE ECONOMICA

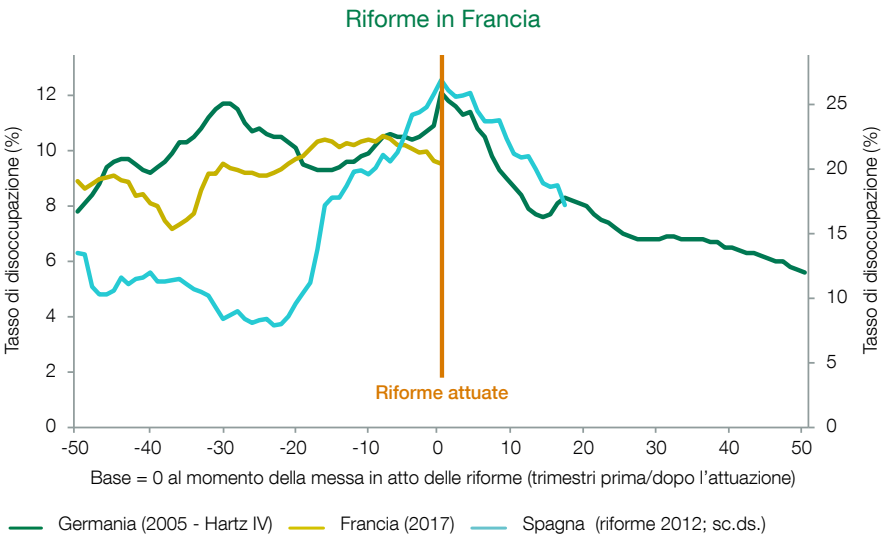
Fattore di guadagno MSCI Europe

	Utili di capitale	Espansione P/E	Crescita utile per azione
Recessione	-13.4%	12.4%	-12.5%
1° anno di ripresa	7.0%	81.9%	-8.8%
Metà ciclo	15.2%	-6.7%	44.1%
Ultimo anno di ripresa	12.9%	7.2%	8.2%

Fonti: UBP, Bloomberg Finance L.P.

A complicare il quadro dell'Europa arriva la fase di transizione dell'economia britannica quando imboccherà l'ultimo anno prima dell'uscita dall'Unione europea, in agenda per marzo 2019. La fase di transizione e le immediate conseguenze della Brexit dovrebbero ostacolare notevolmente la crescita interna, ma è ipotizzabile che le prospettive promettenti per le economie globali ed europee offrano un supporto agli utili conseguiti all'estero dalle grandi imprese britanniche. Inoltre, ci attendiamo che la forza registrata dalla sterlina verso la fine del 2017 si attenui nel 2018, quando gli effetti di base dell'inflazione indotta dalla valuta debole cominceranno a svanire, fornendo altresì supporto agli utili societari in Gran Bretagna.

LA FRANCIA FAVORITA DAL CALO DELL'OCCUPAZIONE CON LA MESSA IN ATTO DELLE RIFORME



Fonti: UBP, Bloomberg Finance L.P.

In stallo il processo di integrazione europeo

Con la vittoria di Emmanuel Macron alle presidenziali francesi della primavera 2017, nella zona euro si è diffusa un'ondata di ottimismo nella convinzione che le forze centriste stessero ottenendo un sufficiente supporto per voltare le spalle al populismo. In realtà, nei primi giorni di Macron alla presidenza, i progressi della riforma del lavoro sono stati notevoli.

Tuttavia, la vittoria di Macron, benché necessaria, ha costituito solo il primo stadio di un processo a due fasi che occorreva per cominciare a riconquistare terreno sottraendolo ai populisti. Il secondo stadio, ritenuto da molti una conclusione scontata, non è stato soltanto una vittoria dell'Unione cristiano-democratica (CDU) guidata dalla Cancelliera tedesca Angela Merkel nelle elezioni di settembre, ma un'affermazione sufficiente per consentire alla partnership Macron-Merkel di spingere l'Unione europea verso riforme di più ampio respiro nel Vecchio Continente.

Se il partito conservatore della Merkel si è assicurato la maggioranza dei voti, il risultato piuttosto debole dei partiti della precedente coalizione induce a dubitare della capacità di una nuova coalizione di governo (ancora da formare al momento della stesura del testo) di compiere progressi nel radicare il processo di integrazione e rinsaldare il sistema finanziario dell'Eurozona prima delle prossime criticità cicliche.

In mancanza di questi cambiamenti, l'Unione europea e la zona euro rimarranno a rischio di fronte a eventuali contrazioni cicliche che potrebbero evidenziare non solo la persistente vulnerabilità del sistema bancario europeo, ma anche i punti deboli dell'integrità strutturale dell'Unione stessa.

In assenza di uno slancio politico, riteniamo che il rally delle azioni europee sia di natura ciclica e sostenuto dall'attuale accelerazione della crescita che potrebbe durare fino al 2018. Tuttavia, senza miglioramenti strutturali all'interno delle banche europee e della stessa Unione europea, le azioni del Vecchio Continente rimarranno probabilmente una scommessa a beta elevato nella ripresa ciclica della crescita globale piuttosto che una storia duratura di riforme.

Le riforme e il risanamento prendono piede in Giappone

L'economia giapponese ha superato le aspettative nel 2017, ma i timori per la Corea del Nord e lo scandalo indotto dai casi di corruzione hanno pesato sul clima di fiducia per gran parte dell'anno. Ciò ha tenuto gli investitori distratti sostanzialmente alla larga fino agli ultimi mesi dell'anno, nonostante il Giappone abbia assistito a utili societari considerevoli e al miglioramento dei fondamentali.

Tuttavia, di fronte al fermento per possibili riforme e risanamenti in Europa, alcuni investitori potrebbero non essersi accorti che il Giappone sta mettendo in pratica la teoria con politiche fiscali e monetarie che forniscono un persistente supporto ciclico agli sforzi di riforma. Ciò è in contrasto con il tapering della BCE e l'atteggiamento prudente sui conti pubblici all'interno dell'Unione. Inoltre, mentre è tuttora da vedere se l'intesa Macron-Merkel (v. pagina 19) riuscirà a creare lo stadio successivo dello sviluppo economico nell'UE, l'«Abenomics» comincia a produrre i suoi effetti sull'economia giapponese e sugli utili societari.

In questo scenario, le valutazioni prossime ai minimi storici del Giappone (v. grafico) rispetto a quelle dei mercati azionari globali dovrebbero finire per attirare l'attenzione degli investitori internazionali dal momento che una crescita eccezionale degli utili e il sostenuto ritmo delle riforme, alimentato dalla riconferma elettorale, riportano alla ribalta il mercato giapponese.

Dopo una lunga agonia, come quella dell'Europa, l'economia giapponese dovrebbe infine rianimarsi e mettere a segno una crescita dell'1.7% nel 2017, con il consolidarsi dei benefici rappresentati dalla crescita globale, dalle riforme interne e dagli stimoli. Pur avvalendosi dell'accelerazione della crescita globale, il Giappone è anche il primo beneficiario della creazione di ricchezza nel continente asiatico con ben 23 milioni di turisti in arrivo dall'Asia rispetto agli appena 6 milioni dell'ultimo decennio.

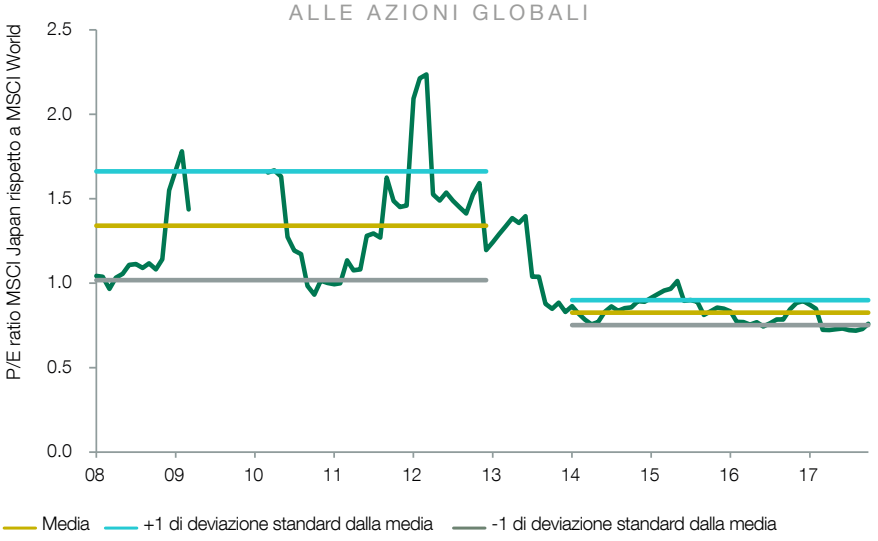
Il forte e sempre più diversificato quadro economico dovrebbe consentire al primo ministro Abe di rimettere a fuoco e sostenere le riforme economiche. Presumibilmente il suo governo si dovrebbe caratterizzare per un'opposizione più efficace e per il desiderio di riformulare la costituzione del Paese, adottando politiche coraggiose e concentrando le riforme sulla crescita della domanda interna e sui risanamenti per favorire il processo di trasformazione dell'economia giapponese.

A differenza degli Stati Uniti, dove le valutazioni elevate premono sulle performance nell'ultima fase del ciclo economico, in Giappone le valutazioni costituiscono un ottimo punto di partenza per gli investitori in termini di rendimento assoluto e totale, collocandosi vicino ai minimi storici rispetto alle azioni globali e statunitensi.

Le aspettative sugli utili per il 2018 sono modeste (6%), quindi sembra che gli investitori sottovalutino tuttora lo slancio non solo della crescita globale, ma anche di quella giapponese, altrettanto importante. Come nel 2013-2014 negli Stati Uniti, le imprese giapponesi sono confrontate con una debole pressione salariale mentre il maggiore utilizzo delle capacità produttive induce a ritenere che i vantaggi della crescita del fatturato dovrebbero confluire direttamente nella redditività delle imprese.

Rimane in atto anche il supporto monetario, dal momento che la Bank of Japan è l'unica grande banca centrale a non aver ancora cominciato ad alleggerire i suoi aiuti all'economia locale. Mentre i tassi d'interesse negli Stati Uniti stanno aumentando e la BCE

NONOSTANTE IL RALLY DEL 2017, LE AZIONI GIAPPONESI SONO SCAMBIATE VICINO AI MINIMI STORICI RISPETTO ALLE AZIONI GLOBALI



Fonti: UBP, Bloomberg Finance L.P.

si prepara a ritirare il suo quantitative easing, ci attendiamo che lo yen giapponese assurga a ulteriore catalizzatore per gli utili nel 2018.

La crescita è solida e le imprese dovrebbero rivedere al rialzo le loro previsioni per gli analisti, pertanto si attende un andamento positivo in numerosi settori. La crescita globale sincronizzata fungerà da sostegno per l'industria giapponese. Inoltre, le società tecnologiche giapponesi sono un elemento fondamentale della sovraponderazione globale del settore. Le banche si sono mosse sottotono nel 2017, nonostante abbiano beneficiato di valutazioni interessanti e degli

«L'aumento degli utili e delle valutazioni sosterrà le performance in Giappone.»

acquisti compiuti dalla banca centrale, e le loro valutazioni sono basse: vengono scambiate a un P/B ratio di 0.6x rispetto a 1.2x delle banche degli altri paesi sviluppati. Nel frattempo, l'aumento delle spese dei privati rappresenta una manna per le società che operano nel settore dei beni voluttuari e dovrebbe riflettersi in un aumento dei prezzi dei titoli.

Le preoccupazioni geopolitiche per la Corea del Nord continueranno a pesare sulla politica e sull'economia del Giappone, ma si può dire lo stesso per l'intera economia mondiale. Se le tensioni subissero un'escalation trasformandosi in un conflitto aperto, tutte le azioni globali ne risentirebbero. D'altro canto, se le minacce si riveleranno ancora una volta una tempesta passeggera, come avvenuto negli utlimi vent'anni, il Giappone sarà pronto a catalizzare di nuovo l'attenzione degli investitori nel 2018.

Accelerazione delle riforme economiche

Le elezioni generali dello scorso ottobre hanno creato condizioni ideali perché il primo ministro Shinzo Abe acceleri le riforme economiche. L'«Abenomics», la strategia economica basata su tre pilastri introdotta nel 2012, comprende l'allentamento monetario, gli stimoli fiscali e le riforme strutturali. Per quanto non riscuota solo consensi, non mancano segnali di successo che lasciano intravedere un paese finalmente pronto a rispondere al cambiamento.

La crescita per quest'anno dovrebbe avvicinarsi al 2%, un livello prossimo agli stimoli monetari (quantitative easing), il che riduce l'attrattiva della liquidità e incoraggia i nuclei familiari a spendere piuttosto che a risparmiare.

È in questo contesto che il primo ministro Abe esce dalle elezioni con due opportunità. Prima di tutto, con lo scivolone dell'opposizione dopo un primo risultato rassicurante, Abe ha la maggioranza dei due terzi nelle due Camere del parlamento. Ora può proseguire la riforma dell'articolo 9 della costituzione pacifista giapponese. I settori della difesa, dell'industria, della tecnologia e dei servizi sarebbero tutti avvantaggiati da un rafforzato comparto militare.

La seconda opportunità è data dalle riforme strutturali. Le imprese hanno ottenuto livelli record di redditività, tuttavia la quota del reddito da lavoro diminuisce costantemente dagli anni 90. Il primo ministro Abe può cercare di arrestare il declino.

In questa ottica è importante la riforma del Labour Standards Act, la legge che disciplina la materia del lavoro. È fondamentale abolire il grande divario nella protezione dell'occupazione e i vantaggi che esistono tra dipendenti regolari e non regolari. Le leggi vigenti incoraggiano la domanda di manodopera a basso costo e proteggono i lavoratori salariati dalla competizione e dal licenziamento. Le società di servizio con una produttività piuttosto bassa hanno scarsi incentivi per aumentare i salari e le prestazioni integrative. Scelgono piuttosto di aumentare l'occupazione o di esigere molte ore di straordinario. Il sistema è orientato al ristagno delle retribuzioni e per questo è stato varato nel 2017 il piano d'azione che stabilisce limiti allo straordinario imposto.

D'altro canto, Shinzo Abe ha recentemente chiesto un 3% di aumento delle retribuzioni. Attualmente l'inflazione si colloca sullo 0.7% e un aumento del 3% migliorerebbe notevolmente le retribuzioni reali e il potere d'acquisto dei nuclei familiari.

Altre iniziative sono in corso. La riforma della normativa per le società quotate in borsa dovrebbe sfociare in nuovi aumenti del «return on equity» (in parte è già salito quest'anno). Il rialzo delle imposte indirette è una misura necessaria per rendere i conti pubblici a lungo termine meno soggetti a una revisione al ribasso del rating e a una perdita di fiducia.

Come avviene per tutti i programmi di riforma, le opportunità stanno nella loro attuazione. Dopo i progressi conseguiti con le prime due frecce lanciate dal suo arco, Shinzo Abe ha, con la vittoria elettorale dell'ottobre 2017, una buona base per proseguire il suo corso e assicurare una ripresa duratura al Giappone.

Le riforme interne sostengono la ripresa ciclica dei mercati emergenti

I titoli dei mercati emergenti sono tra quelli con le migliori performance a livello mondiale nel 2017: le azioni sono salite del 32% da gennaio a ottobre, mentre gli spread tra le obbligazioni in valuta forte e le loro omologhe statunitensi si sono avvicinati parecchio nonostante i timori alimentati dalle tensioni geopolitiche e dalla politica statunitense.

A differenza dell'economia statunitense, che si trova nella fase finale del ciclo, le economie emergenti sono nello stadio iniziale della ripresa economica dopo cinque anni di frenata, dal 2010 (v. grafico). La Cina, che è arretrata dal 2010 al 2016, ha ripreso la sua crescita nel 2017, mentre il Brasile l'ha appena cominciata dopo la profonda recessione del 2015 e del 2016. Anche la Russia, tuttora ostacolata dalle sanzioni dell'Occidente, è nel primo anno post recessione.

In realtà, dopo la lunga fase di contrazione, i consumi hanno cominciato a riprendersi nei paesi emergenti, dove le vendite al dettaglio si stabilizzano, le imprese hanno smesso di ridurre il loro indebitamento e i prestiti tornano a salire.

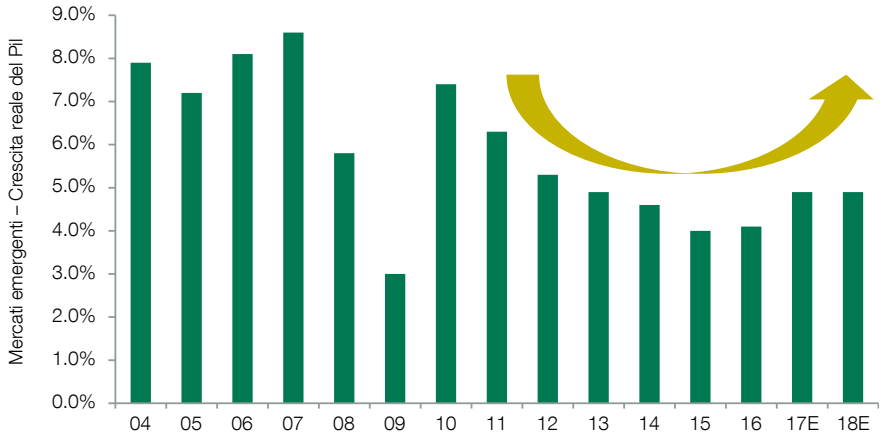
L'accelerazione dell'economia sarà moderata, ma il calo delle pressioni inflazionistiche a livello locale, la dinamica crescita globale e i prezzi saldi delle materie prime dovrebbero dare una boccata d'ossigeno ai paesi emergenti.

Gli spread delle obbligazioni governative nell'indice JPMorgan EMBI+ si sono ridotti da quasi 500 punti base del gennaio 2016 agli attuali 285 punti base, tuttavia, a differenza di altri mercati del credito, gli spread dei paesi emergenti rimangono superiori ai minimi dei cicli precedenti, offrendo agli investitori un'opportunità relativamente interessante in un universo del debito societario sempre più costoso.

Nelle azioni, l'indice MSCI Emerging Markets riflette l'avvicinarsi degli estremi sconti di valutazione rispetto ai mercati sviluppati nel corso del 2017. Di conseguenza, così come avvenuto nei paesi sviluppati, i mercati emergenti si orienteranno sempre di più sui profitti per alimentare i rendimenti totali nel 2018.

Dopo la forte crescita registrata nel 2017, le aspettative in termini di utili societari nei paesi emergenti risultano modeste con possibili sorprese al rialzo sulla scia del nuovo aumento dei prezzi delle materie prime alla

CRESCITA DEI MERCATI EMERGENTI NELLE FASI INIZIALI DELLA RIPRESA



Fonti: FMI, UBP

fine del 2017. Tuttavia, il rafforzamento del dollaro nel T4 2017 introduce un nuovo fattore di supporto per le performance dei mercati emergenti all'alba del 2018.

Nel complesso riteniamo che le riforme politiche abbiano effetti propizi per gli investitori nei mercati emergenti. Tuttavia, l'atteso avvio delle riforme in Cina può inizialmente dimostrarsi contrario a coloro che investono nella vecchia economia cinese all'inizio del nuovo anno. D'altro canto, le privatizzazioni in Brasile e le nuove politiche concepite per rendere più efficiente l'economia indiana dovrebbero fornire valide opportunità nell'universo più ampio dei paesi emergenti.

La politica commerciale locale si conferma un rischio importante per i mercati emergenti in generale, soprattutto avvicinandosi al 2018 alla luce delle elezioni del Congresso americano, durante le quali la politica commerciale statunitense sarà un importante tema elettorale (v. i rischi a pagina 25).

In atto i piani di riforma

«L'anno prossimo dovremmo assistere a un notevole cambiamento di rotta politica tra i principali paesi emergenti e a una maturazione delle economie che consentirà alle nuove politiche interne di spingere al rialzo le performance per gli investitori.»

Cina

Il programma cinese «Una cintura, una strada» riflette la volontà del paese di estendere la sua influenza geopolitica portando le infrastrutture, il commercio e le attività bancarie in renminbi in Asia, Africa ed Europa. Le società lavoreranno con l'Asian Infrastructure Investment Bank per raccogliere i capitali necessari ai progetti, sulla falsariga di quanto fatto dalle imprese americane con la banca mondiale e l'FMI, creando opportunità per le azioni sensibili al progetto.

L'estesa privatizzazione delle imprese detenute dallo stato continuerà a spostare i rischi dall'ente pubblico in mani private ma, fatto altrettanto importante, attirerà liquidità dal sistema bancario ombra cinese su mercati finanziari più regolamentati. Ne dovrebbe scaturire un approfondimento del mercato obbligazionario cinese, incluso il potenziale sviluppo di un mercato obbligazionario delle amministrazioni pubbliche cinesi.

Brasile

Quattro anni di recessione cronica e intrighi politici sembrano finalmente giunti al capolinea. La banca centrale ha ridotto i tassi d'interesse dal 14% all'8%, mentre l'inflazione è scesa ai minimi degli ultimi 19 anni. Dopo aver imposto limiti alla spesa pubblica, liberalizzato il mercato del lavoro e abolito i sussidi sui tassi a lungo termine, il governo ha ora l'opportunità di inseguire riforme più impegnative.

Il carico fiscale in Brasile è un sempre più importante elemento di riforma di fronte a un sistema previdenziale (pensioni incluse) che assorbe il 60% della spesa pubblica. Di conseguenza ci attendiamo che, tra le riforme in programma per il 2018, si annovereranno progetti di privatizzazione e di partnership pubblico-privato. In totale, 57 aziende nelle mani dello stato, incluse la Zecca nazionale e altre utilities di alto profilo, sono già nell'agenda delle privatizzazioni decise dal governo.

India

Dal mese di maggio del 2014, il primo ministro indiano Narendra Modi ha migliorato la trasparenza del sistema finanziario, ampliato la rete del fisco ed esteso il diritto alla ricchezza. Con l'avvicinarsi della fine del suo mandato, Modi potrebbe scegliere di indire elezioni anticipate per assicurarsi un reincarico che gli consenta di riorganizzare i mercati agricoli, accelerare il processo di risanamento delle banche e rivedere l'infrastruttura in India per migliorare l'efficienza e le prospettive di crescita a lungo termine.

Messico

A nostro avviso, i negoziati con gli Stati Uniti sull'accordo NAFTA (North America Free Trade Agreement) rappresentano il rischio principale per il Messico e altri mercati emergenti nel prossimo anno. Con le elezioni previste per il 2018, lo scioglimento del NAFTA e la conseguente incertezza economica potrebbero far salire in carica un candidato socialista, compromettendo le finanze pubbliche e mettendo a repentaglio un emittente importante per il debito dei mercati emergenti e un considerevole mercato azionario in questo universo.

Un'inversione di lungo termine nelle materie prime

Negli ultimi anni ogni discorso sulle materie prime ha finito inevitabilmente per focalizzarsi sull'oro, ma c'è il rischio che così gli investitori si dimentichino degli estremi verificatisi al di fuori dell'universo dei metalli preziosi. In realtà le materie prime si stanno avvicinando ai minimi rettificati per l'inflazione (v. grafico) raggiunti dai mercati ribassisti alla fine degli anni 90.

All'origine dei cali dei prezzi delle materie prime in termini assoluti e rettificati per l'inflazione è lo scoppio della bolla della domanda di materie prime in Cina, poiché la crescita dell'economia del paese è retrocessa dal 10-15% l'anno a un più modesto 6-7% negli ultimi anni.

La conseguenza diretta per i settori che investono generalmente su cicli di 5-10 anni è stata un prolungato eccesso di offerta che ha costretto le imprese a ridurre l'indebitamento nei loro bilanci, abbattere le capacità oppure, nel caso di attori più deboli, chiudere definitivamente i battenti.

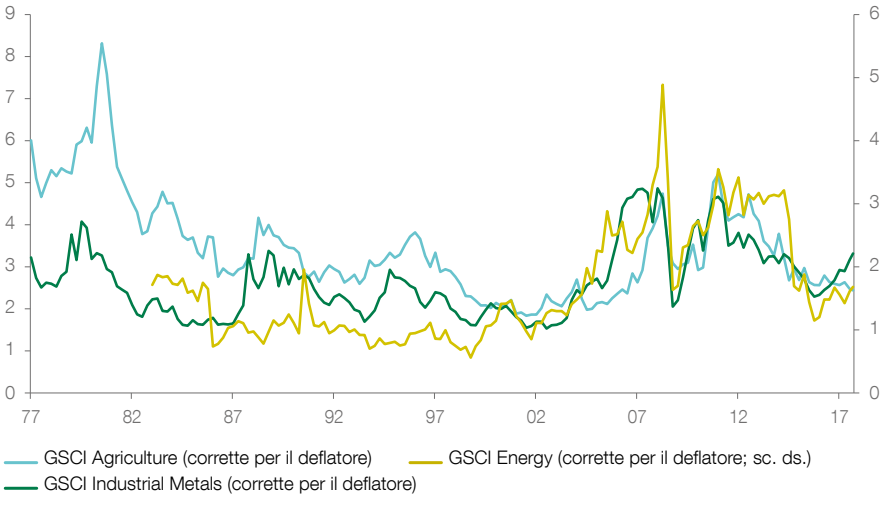
Dopo un mercato orientato al ribasso per 5-6 anni, vengono ora poste le basi per una performance più duratura delle materie prime poiché gli investimenti di capitale sono stati brutalmente ridotti e gli inventari cominciano a diminuire, ridimensionando la crescita dell'offerta. Sul fronte della domanda, il primo periodo di crescita globale sincronizzata dallo scoppio della crisi finanziaria del 2008-2009 sta fornendo un ampio supporto alle materie prime. Di conseguenza, i fondamentali di molte regioni che producono materie prime non sono più un freno ai prezzi e, per gli investitori in azioni e in obbligazioni, ai guadagni.

L'agricoltura è esposta ai capricci del tempo, la visibilità dell'offerta a lungo termine è maggiore nelle materie prime industriali e nel segmento metallurgico e minerario e i bilanci sono migliorati tra i leader del settore, quindi agli investitori si presenta un'opportunità a lungo ciclo di utilizzo. I produttori di minerale di ferro di qualità, alluminio e rame sembrano ben posizionati per sfruttare il momento.

Nel settore dell'energia, sebbene la flessibilità della produzione statunitense di petrolio e gas di scisto rimanga una preoccupazione nell'immediato, la diminuzione degli investimenti di capitale a lungo ciclo di utilizzo negli ultimi anni significa che alla fine del decennio in corso può verificarsi uno squilibrio maggiore tra offerta e domanda per gli investitori con un lungo orizzonte temporale. Nel breve termine, un maggiore rigore nell'impiego di capitale tra le società americane di esplorazione e produzione induce a ritenere che, anche se i prezzi dell'energia si muovono in un corridoio laterale e la produzione a medio termine è limitata, potrebbero emergere fattori di performance per coloro che investono in azioni e obbligazioni.

Lo scenario geopolitico sempre più incerto (v. pagina 25) giustifica la presenza dell'oro nei portafogli, ma temiamo che il principale ostacolo a una vivace avanzata dell'oro sia rappresentato dall'attesa di un progressivo rialzo dei tassi d'interesse, non solo negli Stati Uniti, ma anche nell'area dell'euro, poiché la Banca centrale europea cerca di ridurre il suo programma di acquisti di obbligazioni nel 2018.

I PREZZI DELLE MATERIE PRIME RETTIFICATI PER L'INFLAZIONE SI AVVICINANO AI MINIMI ANTECEDENTI AL 2000



*rettificato per il deflatore del Pil statunitense
Fonti: UBP, Bloomberg Finance L.P.

Rischi multipolari da identificare e gestire

In prospettiva storica, il principale rischio per gli investitori consiste nella minaccia di recessione e nelle conseguenti perdite sui mercati azionari e obbligazionari globali.

Nella fase attuale, caratterizzata da un dilagante populismo e dagli sforzi di riforma, è necessario ampliare il quadro di valutazione dei rischi degli investitori che tenga conto delle nuove dimensioni del rischio. Il rischio ciclico di recessione è ora aggravato dalla minaccia di uno stallo delle riforme politiche che potrebbe frenare la crescita economica ed esacerbare le teorie populiste sempre più presenti nei principali paesi. Inoltre, stanno continuamente aumentando le minacce geopolitiche che possono far deragliare il programma di riforme e le riprese ancora fragili in alcune aree dell'economia globale.

Per considerare questo scenario di rischio multipolare, abbiamo codificato le minacce per la crescita nel Quadro di rischio di UBP (v. tabella), che attualmente valuta 17 potenziali fattori di rischio.

Per tutto il 2016 e il 2017 i rischi del populismo e per le riforme in Europa sono stati avvertiti come principali minacce. Guardando al 2018, questi rischi si sono trasformati e sono ora orientati sul ritmo delle riforme in Francia e sulla capacità dell'Unione europea di accelerare le misure per trasformare il suo quadro di governance e consolidare le sue fondamenta. I progressi compiuti dalle riforme francesi sono incoraggianti, tuttavia le elezioni tedesche del settembre 2017 hanno accresciuto la probabilità che un'intesa franco-tedesca per riformare l'UE possa avanzare più lentamente del dovuto, soprattutto in considerazione delle importanti elezioni che si terranno in Italia nel 2018. L'incapacità di progredire con le riforme aumenterebbe il rischio che i populisti, incoraggiati dai recenti trionfi elettorali in Austria e in Germania, vedano crescere rapidamente il consenso di cui godono e possano bloccare la ripresa dell'Europa.

QUADRO DI RISCHIO DI UBP

Momentum del rischio	BASSA	MODERATA	ELEVATA
IN AUMENTO	Riforme Germania-UE Stretta troppo aggressiva della Banca centrale cinese Presidente USA destituito dalla carica Arabia Saudita-Iran	USA-Corea del Nord Frammentazione dell'UE indotta da Spagna/Catalogna Linea dura della BREXIT	
STABILE	Riforme in Cina, crisi delle banche, svalutazione Sorpresa per l'inflazione USA/Eurozona Riforme in Francia Recessione negli USA	Stretta troppo aggressiva della Fed Riforme in Cina Frammentazione dell'UE indotta dall'Italia Guerra commerciale scatenata dagli USA	Stretta troppo aggressiva della Bank of England
IN CALO	Stretta troppo aggressiva della BCE		

Probabilità che si verifichi

Fonte: UBP

Al di là dell'Atlantico, l'agenda statunitense ormai improntata al «prima l'America» crea una marea di nuovi rischi: guerre commerciali, conflitti militari in Corea del Nord e inquietudine dovuta a un riequilibrio regionale dei poteri in Asia e Medio Oriente. Molti si concentrano sul conflitto latente tra Corea del Nord e Stati Uniti, ma gli investitori dovrebbero prestare attenzione anche alla mancanza di progressi sui negoziati per il rinnovo dell'accordo di libero scambio nordamericano (NAFTA). Nel 2018, infatti, le politiche commerciali protezionistiche di Donald Trump potrebbero diventare il perno della campagna repubblicana per ottenere la maggioranza al Congresso in autunno. Inoltre, sebbene sia visto da molti come un problema locale, la crisi diplomatica tra Arabia Saudita e Qatar è un altro della serie di conflitti surrogati tra Arabia Saudita e Iran, i cui rischi sono aumentati per tutto il 2017.

In passato gli investitori sono stati capaci di cercare riparo nelle obbligazioni governative di lunga durata, nell'oro e persino nel franco svizzero o nello yen. Nell'allocazione tattica continueremo a utlizzare queste garanzie per i portafogli, considerando il ruolo sopravvalutato di questi tipici beni rifugio a zero rischi, ma sono necessarie strategie alternative per affrontare i nuovi rischi multipolari qui delineati. Nell'attuale scenario di bassa volatilità sulle azioni e sui tassi d'interesse, abbiamo introdotto strategie lunghe di volatilità, tra cui le opzioni, per fornire agli investitori un ulteriore strumento che protegga i loro portafogli di fronte a un mutevole scenario di rischio.

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 all'Università di Aix-en-Provence (Francia).

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 (CIO) 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, 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.

Avvertenze legali

Il presente documento è una comunicazione a fini di marketing e contiene **INFORMAZIONI DI CARATTERE GENERALE** sui mercati e sugli strumenti finanziari. Riflette la sola opinione di Union Bancaire Privée, UBP SA e/o di qualunque entità del Gruppo UBP (di seguito «UBP») alla data della sua pubblicazione. Può contenere raccomandazioni generiche, 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 dell'investitore. Non sostituisce un prospetto né qualunque altro documento legale riguardante qualsiasi strumento finanziario specifico e ottenibile gratuitamente su richiesta da UBP o dalla sede registrata di un fondo nel caso di fondi. Le opinioni espresse non tengono in considerazione la situazione, gli obiettivi o le esigenze specifiche degli investitori.

Nel presente documento UBP non si esprime in merito all'idoneità o all'adeguatezza dello strumento finanziario o dei servizi descritti per qualsiasi cliente né in merito alla loro performance futura. Su richiesta e nell'interesse del cliente, UBP e il consulente del cliente sono a disposizione per fornire maggiori informazioni ai clienti sui rischi associati a investimenti specifici. Le informazioni sui rischi legati a ogni strumento finanziario devono essere fornite separatamente in tempo utile prima che sia presa la decisione sull'investimento. In ogni caso, ciascun investitore deve prendere autonomamente una decisione concernente i titoli o gli strumenti finanziari qui menzionati e stabilire in modo indipendente i vantaggi e l'idoneità di qualunque investimento. Prima di eseguire qualsiasi operazione, gli investitori sono invitati a leggere attentamente le avvertenze in materia di rischi e le normative esposte nel prospetto o in qualunque altro documento legale. Sono esortati a chiedere un parere qualificato ai propri consulenti finanziari, legali, contabili e fiscali in riferimento ai loro obiettivi d'investimento, alla situazione finanziaria e alle esigenze specifiche.

Il documento è prodotto in collaborazione con l'Advisory Desk di UBP, pertanto la raccomandazione di carattere generale non è indipendente dagli interessi proprietari di UBP o di parti correlate che possono essere in conflitto con gli interessi del cliente. UBP si avvale di politiche concepite per gestire i conflitti d'interesse.

Gli investimenti menzionati nel presente documento possono implicare rischi difficili da quantificare e considerare nella valutazione degli investimenti. In linea di massima, i prodotti con un grado elevato di rischio, tra cui i derivati, i prodotti strutturati o gli investimenti alternativi/non tradizionali (tra cui hedge fund, private equity, fondi immobiliari ecc.), sono indicati solo per gli investitori capaci di comprendere e di assumersi i rischi implicati. Il valore di qualunque investimento di capitale può essere esposto a rischi e il capitale investito può non essere recuperato, in parte o integralmente. Gli investimenti sono soggetti a fluttuazioni dei cambi che possono implicare un aumento o una diminuzione del loro valore. Le fluttuazioni dei tassi di cambio possono causare incrementi o flessioni delle performance e/o del valore del portafoglio. Il cliente può essere esposto a rischi di cambio, poiché uno strumento finanziario o il sottostante di uno strumento finanziario è denominato in una valuta diversa da quella di riferimento del suo portafoglio o da quella del suo Paese di residenza. Per ottenere maggiori informazioni sui rischi, si invita a consultare l'opuscolo dal titolo «Caratteristiche e rischi degli strumenti finanziari».

Le informazioni contenute nel presente documento non sono il risultato di un'analisi finanziaria ai sensi delle «Direttive sull'indipendenza della ricerca finanziaria» dell'Associazione svizzera dei banchieri né di una ricerca indipendente sugli investimenti secondo quanto disposto dalla direttiva Mifid dell'Unione europea.

Sono stati compiuti sforzi adeguati per assicurare che il contenuto del presente documento sia basato su informazioni oggettive 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 cambiare e influenzare i dati raccolti e le opinioni emerse al momento della pubblicazione. Le informazioni contenute nel presente documento sono pertanto soggette a modifica senza preavviso in qualunque momento. UBP declina qualsiasi responsabilità e non fornisce alcuna dichiarazione, garanzia o promessa esplicita o implicita per qualsiasi informazione, previsione o opinione qui contenuta né per errori, omissioni o esposizioni errate nel documento. UBP non si impegna ad aggiornare il presente documento né a correggere qualunque inesattezza 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, fatta eccezione per quelle sulle performance passate e su fatti storici, sono «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 verificarsi. La performance effettiva, i risultati, il valore di mercato e le proiezioni di uno strumento finanziario possono differire notevolmente da quelli espressi o implicati dalle anticipazioni contenute nel presente documento. Le performance previste o mirate sono implicitamente soggette a fattori di notevole incertezza a livello economico, di mercato e di altro tipo che possono ripercuotersi negativamente sulla performance. UBP rifiuta altresì qualsiasi obbligo di aggiornare le anticipazioni sulla scorta di nuove informazioni, eventi futuri o altro.

Qualunque dato sulla performance contenuto nel presente documento non tiene in considerazione i diritti, le commissioni e le spese addebitate all'emissione e al riscatto dei titoli o altro né le imposte eventualmente addebitate. Il trattamento fiscale di qualunque investimento dipende dalle proprie circostanze individuali e può essere soggetto a cambiamenti in futuro. UBP non fornisce consulenza fiscale nell'ambito del presente documento.

Il presente documento è confidenziale ed è destinato unicamente alla persona alla quale è stato fornito. Ne è vietata la riproduzione (integrale o parziale) o la distribuzione a chiunque altro, senza la precedente autorizzazione scritta da parte di UBP.

In Svizzera UBP ha ottenuto l'autorizzazione ed è regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari («FINMA»), a Dubai dalla Dubai Financial Services Authority («DFSA») e nel Regno Unito dalla Prudential Regulation Authority («PRA»).

Fotografie:

Pagina di copertina ©Artistdesign29/Shutterstock.com, pagina 8 ©AUDINDesign/iStockphoto.com, pagina 10 ©Katerina_Andronchik/iStockphoto.com, pagina 11 ©10255185_880/iStockphoto.com, pagina 13 ©Kundra/Shutterstock.com, pagina 14 ©Phongphan/Shutterstock.com, pagina 17 ©AG-PHOTOS/Shutterstock.com, pagina 18 ©Lisa Kolbasa/Shutterstock.com, pagina 19 ©Anthony Krikorian/Shutterstock.com, pagina 20 ©Macrovector/Shutterstock.com, pagina 21 ©HstrongART/Shutterstock.com, pagina 22 ©tonioyumui/iStockphoto.com, pagina 23 ©GoodLifeStudio/iStockphoto.com, pagina 24 ©mf-guddyx/iStockphoto.com

Novembre 2017

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

Signatory of:
PRI Principles for Responsible Investment