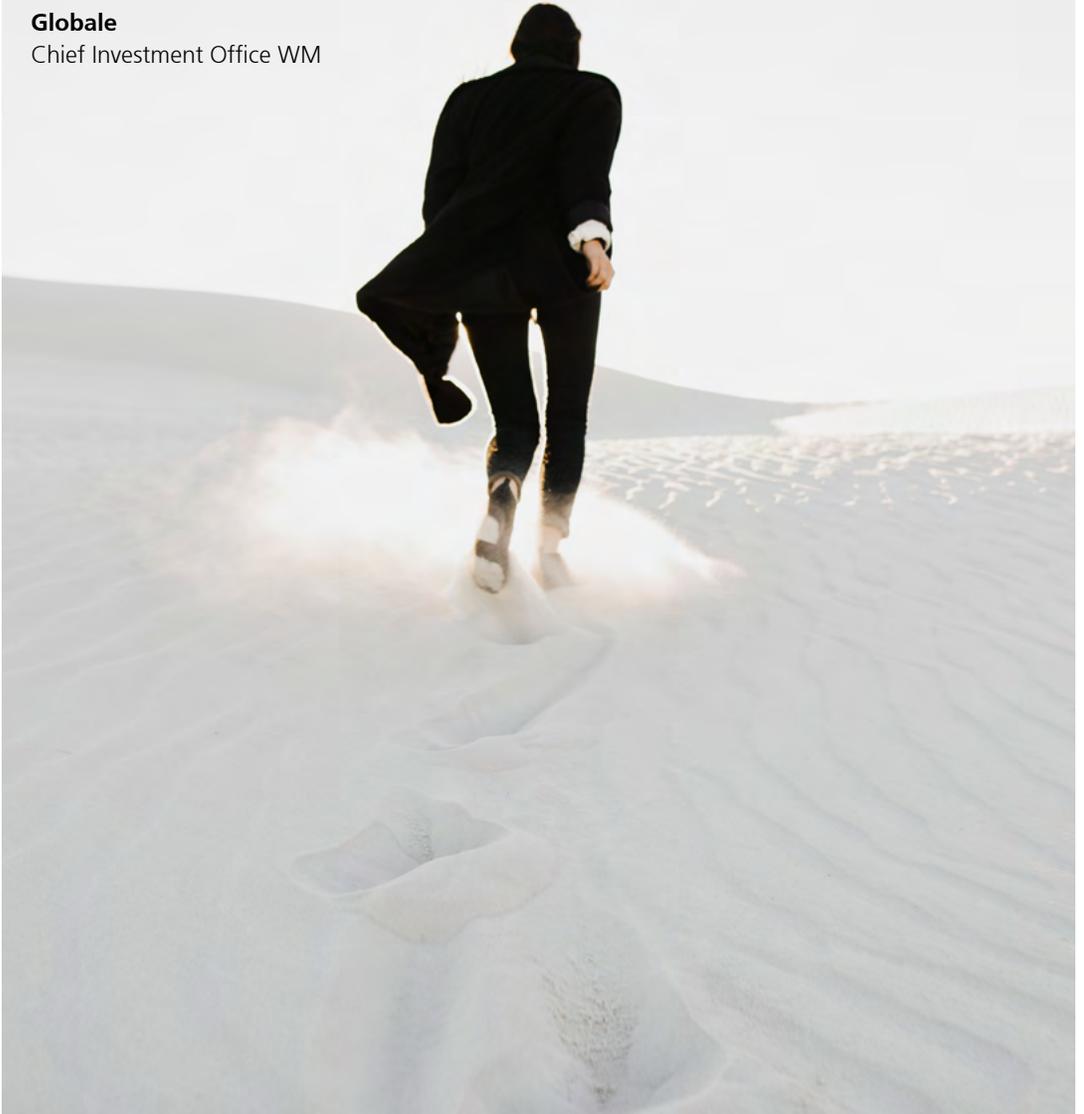


Year Ahead 2018

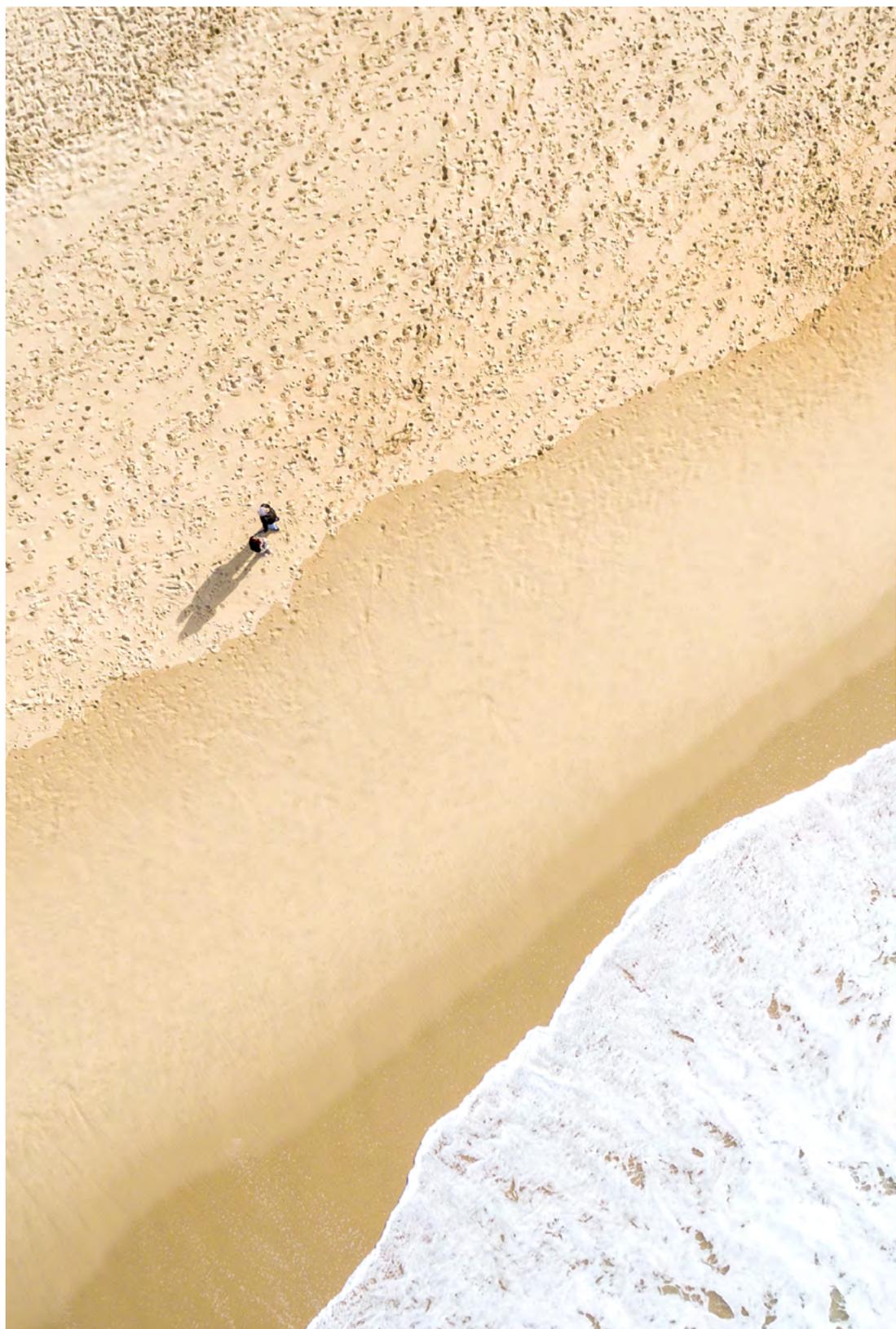
UBS House View

Globale

Chief Investment Office WM



Contesto in evoluzione



Care lettrici, cari lettori,

benvenuti all'Year Ahead 2018, la nostra finestra sull'anno che verrà.

Il 2017 è stato un anno di contrasti. Un anno d'incertezza, caratterizzato dall'aumento delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente e in Asia settentrionale, dai difficili negoziati sulla Brexit e dal crescente unilateralismo degli Stati Uniti; ma anche un anno di stabilità, grazie alla crescita dell'economia mondiale più sostenuta dal 2011 e a una volatilità dei mercati azionari tra le più basse registrate dalla crisi finanziaria.

Il 2018 porterà con sé più stabilità o più incertezza? Il futuro è irto di ostacoli, come l'inasprimento monetario, gli sviluppi politici e le grandi innovazioni tecnologiche, per non parlare delle enormi sfide ambientali e sociali.

Dunque, come dovrebbero comportarsi gli investitori? In questa edizione di Year Ahead, valutiamo come reagire al cambiamento del quadro monetario e politico, illustriamo i rischi e le opportunità derivanti dalle grandi innovazioni tecnologiche e spieghiamo come esercitare un impatto positivo sul mondo in cui viviamo senza sacrificare i rendimenti finanziari.

Mi auguro che questa edizione dell'Year Ahead vi aiuti a preparare il vostro portafoglio per il 2018 e gli anni a venire. La nostra massima ambizione è rimanere sempre a fianco dei nostri clienti, per aiutarli a operare con successo sui mercati e realizzare i propri obiettivi d'investimento.



A handwritten signature in black ink that reads 'Jürg'.

Jürg Zeltner

President UBS Wealth Management

Indice

- 8 Intorno al mondo
- 10 L'inizio della storia
- 12 Contesto in evoluzione**
- 13 La ripresa si conferma solida
- 17 Inasprimento monetario
- 21 Sviluppi politici
- 26 Grandi innovazioni tecnologiche
- 30 Sfide della sostenibilità
- 34 Cosa è stato delle nostre previsioni per il 2017?
- 36 Rischi principali**
- 37 Forte rialzo dei tassi d'interesse
- 40 Shock geopolitici
- 44 Crisi del debito cinese
- 48 Rischi regionali
- 50 Affrontare il cambiamento**
- 51 Agilità
- 53 Equilibrio
- 56 Calma
- 59 Asset class**
- 59 Azioni
- 60 Obbligazioni
- 61 Investimenti alternativi
- 62 Valute
- 64 Materie prime
- 65 Previsioni economiche**
- 67 Eventi principali**

In evidenza



Contesto in evoluzione

Prevediamo un altro anno di crescita economica discreta, aumento degli utili aziendali e rialzo dei mercati azionari. Ma gli investitori dovranno adeguarsi al cambiamento del contesto monetario, politico, tecnologico, sociale e ambientale.

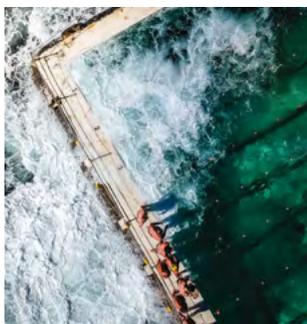
Approfondimenti da pagina 12



Rischi principali

Ci aspettiamo che i mercati azionari continuino la loro corsa al rialzo, ma intravediamo tre fattori di rischio principali: un aumento significativo dei tassi d'interesse, lo scoppio di un conflitto geopolitico e una crisi del debito in Cina.

Approfondimenti da pagina 36



Affrontare il cambiamento

Per proteggere e far crescere il patrimonio in un periodo di rapido cambiamento, gli investitori dovranno dotarsi di agilità, equilibrio e calma.

Approfondimenti da pagina 50

Intorno al mondo

Per saperne di più su come il contesto che cambia influirà sulla vostra regione, visitate ubs.com/cio o utilizzate i codici QR.

Stati Uniti

La crescita statunitense dovrebbe proseguire a un ritmo sostenuto anche nel 2018. Ci aspettiamo un'espansione del PIL del 2,2%, lo stesso livello del 2017, e altri due rialzi dei tassi da parte della Fed. Sui mercati azionari le nostre preferenze vanno al settore finanziario, che trarrebbe vantaggio dagli incrementi del costo del denaro, e al comparto tecnologico, che attraversa una fase di crescita strutturale, ma continua a mostrare valutazioni ragionevoli rispetto al mercato.



Mercati emergenti

I mercati emergenti sono pronti ai cambiamenti in arrivo nel 2018. Rispetto al passato, oggi questi Paesi sono meglio preparati all'inasprimento monetario e i titoli tecnologici rappresentano una quota sempre più importante dell'indice della regione. La politica costituisce un fattore di rischio, ma i portafogli diversificati potranno fronteggiarlo senza difficoltà. Alcune obbligazioni emergenti mostrano buone prospettive.



Europa

Il rafforzamento dell'euro e l'incertezza legata alla Brexit peseranno probabilmente sull'economia europea, determinando a nostro avviso un rallentamento della crescita dal 2,2% all'1,9%. Privilegiamo le azioni dell'eurozona rispetto a quelle del Regno Unito, alla luce delle rispettive dinamiche degli utili. Il 2018 si prospetta un anno difficile per gli investitori in obbligazioni corporate in euro, ma siamo ottimisti nei confronti della moneta unica, poiché gli operatori dimostrano una crescente fiducia nella sua sopravvivenza.



Asia

Ci aspettiamo una crescita dell'economia asiatica pari al 6,1% nel 2018, mentre l'innovazione diventerà il motore trainante nel medio periodo. Le attuali politiche della Cina dovrebbero proseguire, alla ricerca di un equilibrio tra riforme e crescita. Puntiamo in particolare sulle azioni cinesi, sull'high yield asiatico e sulle società in grado di beneficiare del rafforzamento dell'occupazione in Giappone.

Svizzera

Per il 2018 ci attendiamo un'accelerazione della crescita elvetica, dallo 0,8% all'1,8%. La BNS dovrebbe operare un rialzo dei tassi d'interesse verso la fine dell'anno e il franco potrebbe registrare un modesto deprezzamento nei confronti dell'euro. Sarà difficile generare guadagni sui mercati obbligazionari, che offrono rendimenti negativi, e prevediamo che i prezzi delle case rimangano invariati. Nel comparto azionario puntiamo sulle società che distribuiscono dividendi di qualità.



L'inizio della storia



Maldive. Syd Sujuuan. Unsplash

Tra dieci anni, cosa penseremo del 2017? Un anno come tanti o l'inizio di un cambiamento epocale? A prima vista si può riassumere semplicemente come un anno di crescita positiva e rialzo dei mercati. Ma credo che siano anche emersi i primi segnali di grandi cambiamenti all'orizzonte.

La fine della storia e l'ultimo uomo, scritto 25 anni fa da Francis Fukuyama, teorizzava che la conclusione della guerra fredda avesse segnato «la fine della storia»: la vittoria del capitalismo, del libero mercato e della democrazia liberale come stadio finale dell'evoluzione sociopolitica dell'umanità. Eppure, gli eventi del 2017 hanno messo in dubbio questa ipotesi. Parfrasando il capo della polizia Martin Brody nel film *Lo squalo*: «Ci serve un libro più grosso».

L'apparente picco dello stimolo monetario lascerà il passo a un percorso di «normalizzazione» o le economie avanzate



Mark Haefele
Global Chief
Investment Officer
Wealth Management

non riusciranno a crescere senza il supporto dei tassi d'interesse bassi e del quantitative easing?

Il discorso sulla globalizzazione tenuto dal Presidente cinese Xi Jinping al World Economic Forum e il successo dell'iniziativa «Nuova via della seta» mostrano un nuovo modello di governo e sviluppo della Cina? La Cina lascerà indietro le democrazie occidentali, impantanate tra tempeste Twitter, disuguaglianze sempre più marcate, rallentamento della crescita e spinte separatiste?

Una nuova realtà fatta di modifica del DNA umano, impianti neurali e intelligenza artificiale ridefinirà il significato di «essere umano», generando disparità finora inimmaginabili tra i vari Paesi e al loro interno?

E gli enormi investimenti della Cina in tecnologie verdi condurranno il pianeta verso un futuro più pulito o il ritiro degli Stati Uniti dall'accordo di Parigi sul clima darà inizio a una corsa al ribasso sul fronte delle norme in materia di emissioni di gas serra e inquinamento?

Trovare una nuova strada

I leader politici e gli elettori si trovano dinanzi ad alternative sempre più divergenti. E oggi le conseguenze delle loro scelte sono forse

meno chiare di quanto lo siano mai state dalla guerra fredda in poi.

Qual è la soluzione? In uno scenario ideale, anche se poco probabile, le crescenti sfide ambientali e le questioni esistenziali sollevate dal progresso scientifico avvicineranno popoli e Paesi nella ricerca di soluzioni comuni. In uno scenario meno roseo, che riporta alla mente l'epoca della guerra fredda, si imporrebbe indiscutibilmente una determinata serie di scelte, a spese di chi si trovasse dalla parte «sbagliata».

Se invece venisse confermato lo status quo, che è forse lo scenario più probabile, le ideologie economiche, politiche e scientifiche continuerebbero a divergere alimentando la disarmonia, poiché ogni governo e popolo affronterebbe i propri problemi individualmente e a modo proprio.

Solo il tempo potrà dire se il 2017 sarà stato un anno come tanti o l'inizio di un cambiamento epocale; in ogni caso il mondo intero, in tutte le aree di iniziativa e sforzo dell'uomo, sembra entrato in una fase di crescente divergenza ideologica su quale sia la strada «giusta» da seguire per l'economia, la società, il governo, la scienza e l'ambiente. Gli investitori dovranno adeguarsi a tutti questi cambiamenti per proteggere e far crescere il proprio patrimonio anche l'anno prossimo.



Stocksy

Contesto in evoluzione

Sulla soglia del nuovo anno siamo positivi nei confronti dei mercati azionari globali, in un quadro di robusta crescita economica e scarsi segnali di imminente contrazione. Ma il contesto monetario, politico, tecnologico, sociale e ambientale sta cambiando e gli investitori dovranno sapersi adeguare alle nuove circostanze.

La ripresa si conferma solida

Nel 2017 l'economia mondiale dovrebbe registrare la crescita più brillante dal 2011. Stati Uniti, eurozona, Cina, Giappone, Russia e Brasile hanno attraversato una fase di accelerazione congiunturale che, secondo le nostre stime, ha spinto il PIL mondiale a quota 3,8%, dal 3,1% del 2016. Ciò che più colpisce è che la dinamica di espansione è stata estremamente sincronizzata a livello globale: una crescita positiva in ciascuna delle economie del G20 si era verificata solo altre sei volte negli ultimi trent'anni.

Guardando al 2018, ci aspettiamo che l'attuale quadro economico positivo rimanga sostanzialmente invariato. Sia gli Stati Uniti che il Giappone beneficiano della forza del mercato del lavoro e della solida redditività aziendale. La crescita potrebbe rallentare il ritmo in Europa, a causa del rafforzamento dell'euro e dell'incertezza legata alla Brexit, e in Cina, dove l'edilizia residenziale è attesa in decelerazione a seguito del calo dei prezzi degli immobili. Queste dinamiche più moderate dovrebbero però essere controbilanciate dall'evoluzione positiva del Brasile, dove prosegue la ripresa dalla recessione del 2015-16, e dell'India, che comincerà a raccogliere i frutti delle riforme economiche degli ultimi 12 mesi.

Nel complesso, per il 2018 ci aspettiamo una crescita mondiale del 3,8%, in linea con l'attuale robusta espansione (cfr. figura 1.1).

Basse probabilità di recessione nel 2018

Spesso sono gli stessi periodi di elevata crescita economica a gettare i semi del successivo tracollo, ma oggi non intravediamo segnali concreti di un'imminente contrazione. Storicamente le recessioni vengono causate da uno o più problemi quali uno shock petrolifero, una politica monetaria troppo restrittiva, una contrazione della spesa pubblica o una crisi finanziaria o creditizia, ma nessuno di questi fattori dovrebbe materializzarsi nel 2018.

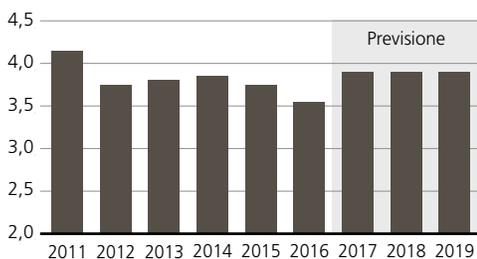
Le quotazioni del greggio dovrebbero mantenersi stabili. Le scorte dei Paesi dell'OCSE, superiori di circa il 10% alla media storica, offrono un certo margine di tolleranza anche in caso di diminuzione dell'offerta l'anno prossimo. A meno di un'impennata delle tensioni in Medio Oriente, ci aspettiamo che tra 12 mesi i prezzi del greggio Brent si attestino intorno a 57 dollari il barile.

Le banche centrali continueranno probabilmente a operare una stretta monetaria improntata alla massima cautela. L'inflazione rimane stabile e gli indici dei prezzi «core» dovrebbero mantenersi al di sotto dei target delle banche centrali. Per l'anno prossimo ci aspettiamo solo due rialzi dei tassi d'interesse negli Stati Uniti e in Canada, uno in Svizzera, Australia e Nuova Zelanda, e nessuno nell'eurozona, nel Regno Unito e in Giappone. Intanto, le politiche di quantitative easing (QE) verranno ritirate a un ritmo graduale negli

Figura 1.1

Solida crescita anche nel 2018

Crescita reale del PIL mondiale, in %



Fonte: UBS

Stati Uniti e nella zona euro, mentre proseguiranno ancora in Giappone.

Nel complesso, il rapporto tra spesa pubblica netta e PIL dovrebbe rimanere sostanzialmente invariato per la maggior parte dei governi. L'era dell'austerità europea si è conclusa e il doppio disavanzo statunitense potrebbe aumentare se venisse approvata la riforma fiscale. Ci attendiamo che nel 2018 il rapporto deficit di bilancio/PIL globale scenda solo leggermente, dall'attuale 3,0% al 2,9%.

Inoltre, l'indebitamento non sembra rappresentare un pericolo. Stando ai dati della Banca dei regolamenti internazionali (BRI), il rapporto tra debito privato e PIL dei Paesi avanzati è pari al 164%, in lieve rialzo dal minimo del 161% toccato nel 2014 e in calo rispetto al massimo del 173% risalente al 2009. Il debito registra una rapida crescita in Cina, dove secondo la BRI ha già raggiunto il 258% del PIL, ma il governo è pronto a gestirlo. Il ridotto debito estero (ovvero nei confronti di prestatori internazionali), pari ad appena il 13% del PIL, rende la Cina meno esposta a una crisi della fiducia globale.

In assenza di shock esogeni, come un'escalation delle tensioni in Medio Oriente in grado di innescare un forte rincaro petrolifero o un

conflitto tra Stati Uniti e Corea del Nord, una contrazione dell'economia mondiale ci sembra dunque improbabile.

Tempi maturi?

In alcune regioni del mondo, la dinamica economica positiva dura ormai da molto tempo. Negli Stati Uniti, ad esempio, un proseguimento della crescita nel 2018 segnerebbe una delle fasi di espansione più lunghe del dopoguerra, seconda solo al periodo 1991–2001.

Ma non ci aspettiamo che il boom economico possa semplicemente morire di vecchiaia. Secondo un'analisi della Federal Reserve di San Francisco, i dati raccolti dalla seconda guerra mondiale ad oggi indicano che le probabilità di recessione non aumentano sensibilmente con l'allungarsi della fase di crescita. I miglioramenti nella gestione delle scorte, la crescente quota del settore dei servizi nell'economia e la gestione più attiva dei cicli congiunturali da parte delle autorità hanno contribuito alla stabilizzazione dei cicli economici.

Ottimismo nei confronti delle azioni

Nel complesso, la solida crescita e gli scarsi segnali di un imminente rallentamento ci inducono a rimanere ottimisti nei confronti dei mercati azionari globali in vista del nuovo anno. Con un rapporto prezzo/utigli di 18,0x,

le valutazioni delle azioni globali sono sostanzialmente in linea con le medie storiche di lungo periodo (18,3x). In base ai precedenti storici, le quotazioni non hanno ancora raggiunto livelli tali da preannunciare un deterioramento della performance, anche se a nostro avviso non si produrranno di nuovo i rendimenti annualizzati a due cifre degli ultimi anni. Su base storica, un livello dei multipli azionari globali compreso tra 18x e 23x è coerente con una performance del 6% nei sei mesi successivi (cfr. figura 1.2). E, come già nel 2017, i listini azionari dovrebbero essere sostenuti da una robusta crescita degli utili.

Più in generale, conviene ricordare che per ottenere buone performance a lungo termine è essenziale non realizzare troppo presto i profitti maturati. Dal 1927 ad oggi, nei 12 mesi precedenti la fine di un rialzo di mercato forte e prolungato è stato registrato un incremento medio pari al 22%. Per gli investitori nell'S&P 500 usciti dal mercato prima di questa fase, il rendimento sui prezzi annualizzato a lungo termine sarebbe sceso dal 9,6% ad appena il 7,2%.

Approfondite la questione

per mettere questo ciclo nella giusta prospettiva e per saperne di più sui cicli precedenti, compresi i fattori responsabili della loro ascesa e del successivo declino.

ubs.com/cio



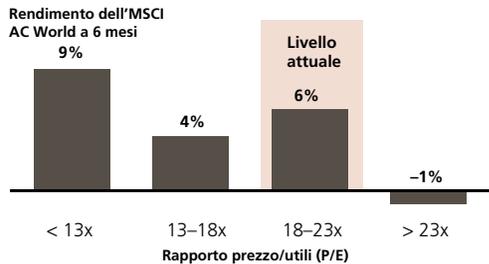
Contesto che cambia

Il nostro giudizio sui mercati è positivo, ma ciò non significa che il 2018 sarà un anno facile per gli investitori. Il contesto d'investimento sta cambiando. La volatilità potrebbe cominciare a risalire rispetto agli attuali livelli ridotti a causa dell'inasprimento monetario, degli sviluppi politici, delle grandi innovazioni tecnologiche e delle sfide della sostenibilità,

Figura 1.2

Valutazioni coerenti con un ulteriore rialzo

Rendimento totale medio dell'MSCI AC World nei 6 mesi successivi a un dato rapporto prezzo/utigli



Nota: rendimento totale medio dell'MSCI AC World nei 6 mesi successivi al momento in cui le valutazioni si trovano nell'intervallo indicato a fine mese. In base ai dati dal 1987

Fonte: UBS, Thomson Reuters

che portano con sé opportunità e rischi nuovi.

Inasprimento monetario: le politiche monetarie espansive volgono al termine per la prima volta da quasi dieci anni ed è necessario prepararsi a una fase di potenziale aumento della volatilità, delle correlazioni tra asset class e della dispersione dei rendimenti azionari. Intravediamo opportunità nel settore finanziario e, per gli investitori che vogliono ridurre la volatilità del portafoglio, tra gli strumenti alternativi.

Sviluppi politici: il calendario politico farà aumentare i rischi per i mercati locali e un incremento della volatilità appare particolarmente probabile in Brasile, Messico, Regno Unito, Russia, Spagna e Sudafrica. Detto ciò, la riforma fiscale negli Stati Uniti e l'iniziativa «Nuova via della seta» in Cina potrebbero anche schiudere opportunità d'investimento di matrice politica.

Grandi innovazioni tecnologiche: le nuove tecnologie porteranno con sé gioie e dolori.

I portafogli più in pericolo sono quelli con un'elevata esposizione a singoli settori a rischio di forti cambiamenti. Ma intravediamo opportunità anche tra le società che realizzano o adottano tecnologie relative ai big data, forniscono soluzioni di automazione e robotica, e producono sistemi elettronici e componenti per auto elettriche e a guida automatica.

Sfide della sostenibilità: il mondo continuerà ad affrontare molteplici sfide, dal cambiamento climatico all'esaurimento delle risorse naturali, fino alla disuguaglianza economica. I loro impatti di breve termine sui mercati sono incerti, ma il settore degli investimenti sostenibili permette di assumere un ruolo attivo nel raggiungimento di una soluzione a lungo termine, senza sacrificare i rendimenti al netto dei rischi.

Il punto di vista dei Nobel

Quanto durerà ancora il ciclo economico?

Edmund S. Phelps, premio Nobel per l'economia 2006

Il boom economico degli Stati Uniti procede a pieno ritmo e quelli che si registrano in Paesi hanno colto i mercati di sorpresa (com'è tipico). Come base comune sembrano avere un minore pessimismo e, forse, un ritrovato ottimismo per il futuro. La crescita del PIL americano dovrebbe attestarsi in area 3,0% a/a e a mio avviso può durare ancora per diversi trimestri, ma questa dinamica dipenderà in larga misura dalla riforma fiscale: se i tagli delle tasse verranno approvati e implementati, il boom statunitense potrà proseguire ancora per tutto il 2018; in caso contrario, è probabile che si esaurisca.

In prospettiva, in assenza di una forte crescita della produttività totale dei fattori – cioè la media ponderata della produttività del lavoro e del capitale – su scala globale nei prossimi quattro o cinque anni, gli investimenti in rapporto al PIL scenderanno di nuovo ai livelli modesti degli ultimi decenni. Credo che gli investitori siano già preparati a un eventuale periodo di rendimenti più contenuti a lungo termine.

Fonte: ubs.com/nobel

Inasprimento monetario

L'anno prossimo le banche centrali effettueranno un inasprimento monetario. Non vediamo motivi di preoccupazione e crediamo anzi che un livello più alto dei tassi d'interesse possa schiudere nuove opportunità. Ma gli investitori dovranno prepararsi a un aumento della volatilità, delle correlazioni tra asset diversi e della dispersione dei rendimenti azionari.

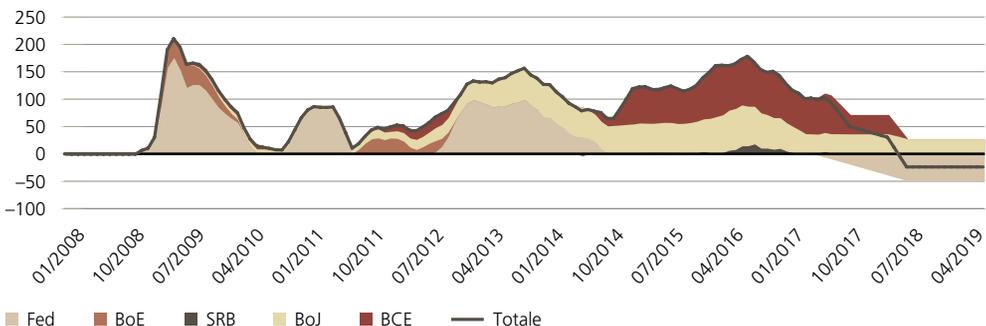
Nel 2018 si sentirà parlare parecchio d'inasprimento della politica monetaria. Le banche centrali hanno acquistato strumenti finanziari per quasi dieci anni nell'intento di far scendere i tassi d'interesse a lungo termine e dare impulso alla crescita economica e all'inflazione. Ma, ora che il PIL mondiale cresce al ritmo più rapido da sei anni, molti istituti di emissione ritengono che l'economia sia abbastanza solida da cominciare a ritirare gli stimoli monetari.

Ci aspettiamo che la Federal Reserve statunitense riduca il suo bilancio di meno del 10% nel corso dell'anno e che effetti due rialzi dei tassi d'interesse. Il programma di acquisti di

Figura 1.3

Le banche centrali ritireranno gli stimoli monetari entro fine 2018

Acquisti netti mensili di titoli da parte delle principali banche centrali del mondo, in mld USD



Fonte: UBS, Haver Analytics



Nevada, Stati Uniti. Anubhav Saxena. Unsplash

obbligazioni della Banca centrale europea (BCE), attualmente pari a 60 miliardi di euro al mese, scenderà a 30 miliardi di euro da gennaio fino a settembre e secondo le nostre previsioni si concluderà entro la fine dell'anno. A fine 2018 la Bank of Japan (BoJ) dovrebbe essere l'unica banca centrale di rilievo a fornire ancora stimoli monetari all'economia mondiale e, per la prima volta dall'inizio della crisi finanziaria, gli istituti centrali assumeranno il ruolo di venditori netti di strumenti finanziari, anziché di acquirenti netti (figura 1.3).

Nessun motivo di preoccupazione

Anche se l'abbandono delle politiche monetarie espansive segna un cambiamento, fintanto che troverà corrispondenza nelle prospettive della crescita mondiale non dovrebbe essere motivo di preoccupazione per gli investitori.

La stretta monetaria sarà probabilmente di entità ridotta. Il processo di «quantitative tightening» (inasprimento quantitativo) avviato dalla Fed ridurrà il suo bilancio solo in misura esigua e il complesso dei bilanci delle banche centrali globali continuerà a espandersi, grazie agli stimoli forniti dalla BCE e dalla BoJ. Inoltre, i programmi di quantitative easing della Federal Reserve hanno fatto diminuire di soli 100 punti base (pb) i rendimenti dei titoli di Stato americani a lungo termine, secondo le

stime della stessa Fed; l'impatto diretto della stretta quantitativa sui tassi obbligazionari dovrebbe quindi rivelarsi modesto. Ci aspettiamo che i rendimenti dei Treasury a 10 anni salgano al 2,5% entro la fine del 2018.

Le banche centrali continuano a subordinare le proprie decisioni all'andamento dei dati economici. La loro intenzione è di alzare i tassi d'interesse solo in presenza di un rafforzamento della crescita, un atteggiamento che può essere interpretato come un voto di fiducia nei confronti dell'economia. In caso di nuovo rallentamento dell'espansione mondiale o dell'inflazione, o di forti turbolenze sui mercati finanziari, gli istituti di emissione potrebbero tornare ad assumere un orientamento più accomodante.

L'inflazione dovrebbe rimanere sotto controllo. Diversamente dai precedenti cicli restrittivi, la maggior parte delle banche centrali non ha urgenza di contenere la crescita dell'inflazione, che si è mantenuta ostinatamente al di sotto dei rispettivi target. Le politiche monetarie diventano meno espansive, ma non assumono necessariamente un profilo restrittivo.

Infine, il calo dei tassi d'interesse e dei rendimenti obbligazionari degli ultimi anni non è

Scoprite la storia dell'allentamento monetario e il suo impatto sui mercati nell'ultimo decennio.



ubs.com/cio

dovuto solo al quantitative easing, ma anche ad alcuni fattori strutturali, che sono destinati a durare a lungo. Il progressivo pensionamento dei figli del baby boom riduce le prospettive di crescita e determina una redistribuzione dei risparmi a favore del comparto obbligazionario. Lo sviluppo dei settori a basso uso di capitale fa diminuire la domanda di investimenti. Infine, la regolamentazione continua a imporre ai fondi pensione e alle compagnie assicurative l'obbligo di investire in elevati quantitativi di strumenti a reddito fisso a lungo termine. Ad esempio, gli investitori che detengono Treasury statunitensi in ottemperanza a obblighi di legge rappresentano

una quota compresa tra il 70% e l'80% dell'intero mercato.

Dinamiche che cambiano

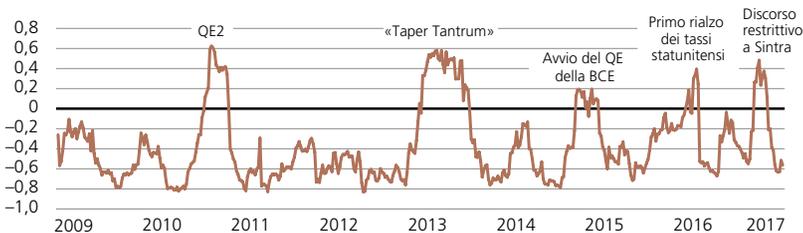
Detto ciò, ci aspettiamo che l'inasprimento della politica monetaria possa modificare le dinamiche del mercato.

La volatilità dei listini potrebbe aumentare con il diminuire degli stimoli nel corso dell'anno. Negli ultimi anni la fiducia degli investitori negli interventi delle banche centrali ha contribuito a mantenere la volatilità intorno ai minimi storici. Ci aspettiamo che la maggior parte degli istituti centrali continui ad attuare

Figura 1.4

La correlazione tra azioni e obbligazioni può diventare positiva nei punti d'inversione della politica monetaria

Correlazione a 13 settimane su base mobile tra S&P 500 e Treasury statunitensi a 5 anni, in %



Fonte: UBS, Bloomberg

politiche interventiste, ma gli investitori potrebbero interpretare il passaggio a un orientamento più restrittivo come un segnale di minore disponibilità a intervenire. Inoltre, i governi dovranno trovare nuovi acquirenti del settore privato per le loro future emissioni di titoli di debito.

Se gli investitori cominciassero a nutrire dubbi nei confronti della politica monetaria, i mercati azionari e obbligazionari potrebbero muoversi all'unisono. Storicamente la correlazione tra azioni e obbligazioni tende ad aumentare quando le banche centrali cambiano direzione, poiché entrambe le asset class reagiscono più ai punti d'inversione della politica monetaria che alle variazioni nella dinamica di crescita (cfr. figura 1.4). In tal caso, i portafogli diversificati composti sia da azioni che da obbligazioni registrerebbero un aumento della volatilità.

E, anche se i due comparti si muovessero in parallelo, le correlazioni tra singoli titoli potrebbero diminuire, poiché in presenza di rialzi dei tassi d'interesse gli investitori comincerebbero a operare distinzioni tra le varie società. Ad esempio, le azioni con un profilo obbligazionario potrebbero essere penalizzate, mentre i titoli e i settori sensibili ai tassi d'interesse, come quelli finanziari, registrerebbero performance migliori. Questo contesto potrebbe favorire i gestori attivi, se le correlazioni all'interno del mercato rimanessero contenute.

Idee d'investimento

Finanziari statunitensi: in genere i rialzi dei tassi fanno salire i margini d'interesse netti delle banche. Dato che una riduzione degli stimoli monetari implica un contesto macroeconomico positivo, il settore finanziario dovrebbe beneficiare anche dell'accelerazione dell'attività, dell'aumento della domanda di prestiti e della buona qualità creditizia.

Conseguenze per i portafogli

- **Diversificazione negli strumenti alternativi:** la correlazione tra azioni e obbligazioni può aumentare quando la politica monetaria cambia direzione, facendo salire la volatilità dei portafogli. La volatilità può essere contenuta diversificando gli investimenti in strumenti alternativi, tra cui gli hedge fund.
- **Gestione attiva:** il ritiro del sostegno fornito dalle banche centrali dovrebbe rendere le azioni più vulnerabili a fattori specifici. Questi sviluppi possono giocare a favore dei gestori attivi, che in precedenza hanno sottoperformato poiché gli stimoli monetari hanno spinto al rialzo l'intero mercato azionario senza distinzioni.

Sviluppi politici

La politica continuerà a dominare la scena. Ci aspettiamo che abbia un impatto modesto sui mercati globali, generando invece rischi e opportunità a livello locale.

La Russia e la Cina affermano la loro presenza sulla scena globale, la Corea del Nord sviluppa armi nucleari, il Medio Oriente è in preda all'instabilità, il Regno Unito sta negoziando le condizioni dell'uscita dalla UE, gli Stati Uniti vanno incontro alle elezioni di metà mandato e gli elettori in Italia, Brasile, Messico, Russia e Malaysia saranno chiamati alle urne: il quadro politico globale è fluido e continuerà a evolversi per tutto il 2018.

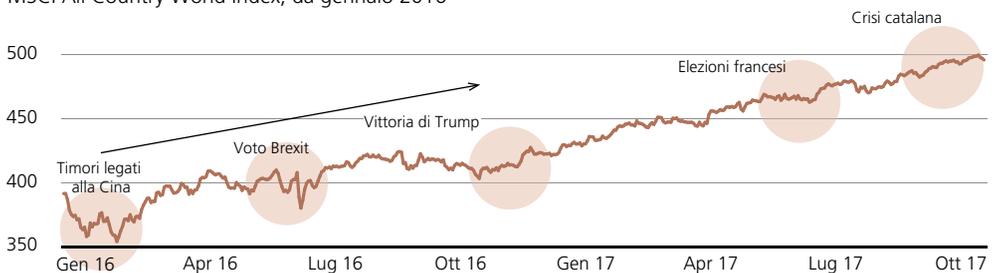
Di solito, l'economia batte la politica

L'importanza degli sviluppi geopolitici per gli investitori è discutibile. Nonostante la grande attenzione mediatica e gli innumerevoli eventi politici e colpi di scena, la strategia d'investimento più efficace negli ultimi due anni sarebbe stata quella di ignorare le notizie e rimanere investiti (cfr. figura 1.5). I mercati azionari hanno messo a segno un rialzo e la volatilità è scesa ai minimi storici. Al contrario, i tentativi di market timing avrebbero potuto rivelarsi costosi: il FTSE 100 è sceso di quasi il 9% subito dopo il referendum sull'uscita del Regno Unito dalla UE, ma nel giro di pochi giorni ha recuperato le perdite, per poi chiudere l'anno in territorio nettamente positivo.

Figura 1.5

I mercati si sono dimostrati relativamente immuni al rischio politico

MSCI All Country World Index, da gennaio 2016



Fonte: UBS, Bloomberg



Barcellona, Spagna. 2017. iStock

A nostro avviso, l'attuale calma sui mercati non è un segnale di eccessivo ottimismo e, in generale, l'impatto degli sviluppi politici locali sui mercati globali ci sembra sopravvalutato.

La politica è spesso una questione soggettiva; un evento negativo per alcuni è positivo per altri. Tra ottobre 2016 e agosto 2017 la fiducia dei consumatori americani, espressa dall'indice dell'Università del Michigan, è scesa di 33 punti tra gli elettori democratici, ma è salita di 47 punti tra quelli repubblicani. Queste posizioni contrapposte tendono a compensarsi, finendo per neutralizzare l'impatto della politica sulla fiducia dei consumatori e delle imprese.

Inoltre, gli sviluppi politici influiscono soprattutto sulla scena locale e spesso non hanno ripercussioni sui mercati internazionali. L'uscita del Regno Unito dalla UE, l'indipendentismo catalano, le sanzioni nei confronti della Russia

e la rinegoziazione dell'accordo nordamericano per il libero scambio (NAFTA) potrebbero avere conseguenze significative per i rispettivi mercati (britannico, spagnolo, russo e messicano), ma il loro impatto relativo sui listini globali è molto più modesto e le singole questioni politiche possono annullarsi a vicenda.

E, poiché i mercati si concentrano sui cash flow a lungo termine, tendono a scontare in parte le politiche varate da governi che volgono al termine del proprio mandato.

Mettete alla prova la vostra capacità di valutare l'impatto degli eventi geopolitici sui mercati in base ad alcuni esempi storici reali, dalla seconda guerra mondiale alla crisi dei missili di Cuba, fino alla Brexit.

ubs.com/cio



Potenziali impatti

Non crediamo che nel 2018 la politica possa dettare l'andamento dei mercati globali, ma in tre circostanze specifiche potrebbe avere ripercussioni sui portafogli d'investimento.

Primo, in caso di eventi estremi come le guerre. A seguito della campagna di Francia del 1940, il Dow Jones perse il 14% nella settimana dell'invasione tedesca. A loro volta, le crisi petrolifere degli anni '70 e dei primi anni '80, causate dalla guerra del Kippur (e dal relativo embargo), e la guerra Iran-Iraq

contribuirono alle turbolenze dei mercati finanziari globali. A questo proposito monitoreremo con particolare attenzione il rischio geopolitico, specialmente in Medio Oriente e nella penisola coreana.

Secondo, in caso di contrazione dell'economia mondiale. Dato che i tassi d'interesse sono ancora bassi e i rendimenti aggiuntivi legati alla politica quantitativa sono diminuiti, dopo la prossima contrazione globale la spesa pubblica potrebbe contribuire a sostenere la cre-

Rischi geopolitici locali nel 2018: gli investitori esposti devono diversificare

Evento	Paese interessato	Descrizione
Elezioni brasiliane	Brasile	La vittoria di un candidato populista alle presidenziali dell'anno prossimo potrebbe far deragliare il programma di riforma e innescare un ulteriore deterioramento delle finanze pubbliche.
Negoziati NAFTA	Messico	Il mercato messicano potrebbe sottoperformare in caso di mancati progressi sul fronte delle trattative per la rinegoziazione del NAFTA, di una vittoria di López Obrador alle elezioni o di un'impennata dell'inflazione dovuta alla debolezza del peso.
Relazione del Tesoro statunitense sulla Russia	Russia	La relazione del dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti dovrebbe essere pubblicata a febbraio, mentre il varo di nuove sanzioni americane farebbe alzare il premio al rischio sugli strumenti finanziari russi.
Conferenza ANC	Sudafrica	Nel quadro della difficile situazione economica e finanziaria del Paese, il leader che sarà eletto alla conferenza dell'ANC a dicembre potrebbe cambiare le cose, nel bene o nel male.
Indipendentismo catalano	Spagna	La volatilità degli strumenti finanziari spagnoli potrebbe aumentare a causa della continua incertezza sulla situazione politica della Catalogna.
Negoziati sulla Brexit	Regno Unito	L'incertezza legata alla Brexit potrebbe far aumentare la volatilità degli strumenti finanziari britannici con l'avanzare delle trattative.

scita più che nell'ultima occasione, quando le banche centrali svolsero un ruolo chiaramente preponderante.

Terzo, poiché gli sviluppi politici incidono più a livello locale che su scala globale, gli eventi politici locali – anche di portata ridotta – possono danneggiare gli investitori che detengono posizioni troppo concentrate in singole regioni o settori.

Idee d'investimento

Ci aspettiamo un aumento della volatilità di matrice politica in Brasile, Messico, Regno Unito, Russia, Spagna e Sudafrica. A prescindere dal nostro scenario di riferimento per i singoli Paesi, alla luce dei potenziali rischi associati all'incertezza politica consigliamo agli investitori più esposti a queste piazze – e in particolare agli investitori locali con uno spiccato orientamento al proprio mercato nazionale – di diversificare i portafogli su base internazionale. Negli Stati Uniti e in Cina intravediamo invece opportunità derivanti dagli sviluppi politici legati alla riforma fiscale, alla deregulation e all'iniziativa «Nuova via della seta».

- **Riforma fiscale statunitense:** la riduzione dell'imposta sulle imprese al 25% e le agevolazioni per il rientro degli utili generati all'estero potrebbero far crescere i profitti del 10%.
- **Deregulation statunitense:** eventuali nuove leggi o altre decisioni del governo Trump potrebbero ridurre l'impatto dell'Affordable Care Act. Inoltre, le potenziali mo-

difiche delle norme in materia ambientale e della regolamentazione del settore finanziario potrebbero dare impulso alle infrastrutture dell'energia e alle società finanziarie.

- **Nuova via della seta:** gli investimenti della Cina nelle infrastrutture legate al progetto «Nuova via della seta» acquistano slancio. Nei prossimi cinque anni la spesa pubblica dovrebbe raddoppiare a 90-160 miliardi di dollari, favorendo in modo particolare le società delle infrastrutture dei mercati emergenti.

Conseguenze per i portafogli

- **Diversificazione geografica:** gli investitori che vogliono ridurre l'esposizione ai rischi politici locali possono puntare sulla diversificazione geografica.
- **Diversificazione tra asset class:** per il 2018 ci aspettiamo una sottoperformance del reddito fisso rispetto alle azioni, ma una combinazione delle due asset class può contribuire a proteggere i portafogli dal rischio geopolitico.
- **Ribilanciamento:** le conseguenze degli eventi geopolitici sono spesso di breve durata e il ribilanciamento periodico del portafoglio può aiutare a superare le fasi d'incertezza politica. Un ribilanciamento sistematico può migliorare la performance ante imposte anche di 80 pb l'anno.

Il punto di vista dei Nobel

L'impatto geopolitico di «America First»

Roger B. Myerson, premio Nobel per l'economia 2007

La proposta di legge finanziaria del Presidente Trump per il 2018 prevede, tra le altre cose, un incremento della spesa militare. Ma i nuovi investimenti in apparecchiature belliche non dovrebbero influire sul potere geopolitico americano. Le recenti delusioni subite dagli Stati Uniti sul fronte della politica estera non sono riconducibili a un'ipotetica inadeguatezza delle loro dotazioni militari, bensì all'incapacità degli organi diplomatici di trasformare i successi ottenuti sul campo di battaglia in sviluppi politici positivi.

La forza di una nazione nell'ambito delle relazioni internazionali non dipende solo dalla sua potenza militare, ma anche dalla sua capacità di assumere impegni credibili a lungo termine. In questo senso, la politica opportunistica «America First» adottata dal Presidente Trump potrebbe addirittura ridurre la capacità del Paese di realizzare i suoi obiettivi di politica estera. L'uscita degli Stati Uniti da alcuni importanti accordi internazionali ridurrà la fiducia nutrita nei confronti degli eventuali nuovi impegni assunti dal governo statunitense. In questo contesto, lo strumento più efficace per contenere le ambizioni militari della Corea del Nord potrebbe consistere in un accordo di sicurezza stipulato direttamente tra la Cina e la Corea del Sud, anche se potrebbe

essere interpretato come un segnale di una minore influenza americana in Asia.

Anche il NAFTA è a rischio, dopo essere stato additato dal Presidente come causa del deficit della bilancia commerciale statunitense; il disavanzo è però ascrivibile principalmente alla forte domanda estera di titoli di Stato americani, scaturita dalla fiducia globale nei confronti della stabilità e dell'affidabilità del governo degli Stati Uniti. Le politiche «America First» potrebbero minare la fiducia internazionale e indebolire la domanda globale di Treasury al punto da rendere più difficile finanziarie il doppio deficit federale durante la presidenza Trump che ai tempi di Obama o Reagan. La conseguenza ultima potrebbe essere un aumento dei tassi d'interesse statunitensi dopo i tagli delle imposte nel 2018.

Fonte: ubs.com/nobel

Grandi innovazioni tecnologiche

Viviamo in un'epoca di rapido sviluppo tecnologico. Intravediamo particolari opportunità in aree quali dati digitali, automazione e robotica, e mobilità intelligente. Ma gli investitori che detengono posizioni concentrate in singoli titoli o settori sono esposti al rischio di turbolenze.

La tecnologia attraversa una fase di rapido sviluppo. I computer quantistici elaborano dati a un ritmo 100 milioni di volte più veloce di quello dei computer tradizionali. Sulle strade cominciano a circolare le prime vetture autonome. Esistono auricolari in grado di tradurre decine di lingue in tempo reale. E i pionieri della tecnologia hanno mire ancora più ambiziose. Gli scienziati stanno sviluppando pannelli solari stampabili su carta e hanno compiuto grandi passi avanti negli interventi sul DNA. Neuralink di Elon Musk si prefigge di ottimizzare il cervello umano con gli impianti neurali, nella speranza di realizzare in futuro la comunicazione telepatica.

Alcuni di questi sviluppi si dimostreranno privi di sostanza. Come ci ha insegnato la bolla dotcom, una proposta visionaria non corrisponde necessariamente a un investimento appetibile, anche se in ultima analisi si dimostra corretta. In certi casi i tempi di sviluppo

delle tecnologie sono troppo lunghi, le società non riescono a monetizzare la propria crescita e gli investitori potrebbero sovrastimare l'effettivo valore di un settore.

Ma la tecnologia ha anche un impatto molto reale. Lo scorso trimestre il 23% dei profitti totali delle società dell'S&P 500 è stato appannaggio delle aziende del comparto tecnologico, con un aumento di 5 punti percentuali nell'arco di tre anni. Oggi l'high tech è il settore di maggiori dimensioni degli indici MSCI Emerging Market e MSCI China. Il numero di brevetti concessi è raddoppiato negli ultimi 10 anni e nell'ultimo anno ne sono stati rilasciati 1,2 milioni in tutto il mondo. Secondo le stime dell'US Bureau of Labor Statistics, inoltre, nel prossimo decennio l'economia necessiterà il 30% in più di sviluppatori software, il lavoro ad alta remunerazione che registra la crescita più rapida.

Opportunità d'investimento

Rimaniamo positivi nei confronti delle prospettive del settore tecnologico americano a breve termine. Ci aspettiamo una crescita degli utili del 12-13% nel 2018 e un rapporto prezzo/utili di 19,3x ci sembra ragionevole. Attualmente il settore quota con un premio del 7,5% rispetto al mercato, contro una media del 22% a 25 anni. A più lungo termine,



Chuttersnap. Unsplash

tre segmenti high tech ci sembrano offrire le opportunità più convincenti.



Dati digitali: il volume dei dati disponibili in tutto il mondo cresce esponenzialmente. Secondo la società di ricerche settoriali IDC, nel 2020 le dimensioni dell'universo digitale raggiungeranno 44 zettabyte, pari a 318 iPhone per famiglia, con un aumento di 50 volte rispetto ai livelli del 2010 (cfr. figura 1.6). L'abbattimento dei costi delle attività di raccolta, elaborazione, conservazione e analisi dei dati ne fa una merce globale di estrema importanza, soprannominata «il nuovo petrolio». Tuttavia, la grande maggioranza di questi dati non viene sfruttata. A nostro avviso, le società che investono nel ciclo di vita dei dati – creazione, trasmissione, conservazione, elaborazione, consumo e monetizzazione – vanno incontro a una crescita superiore alla media.

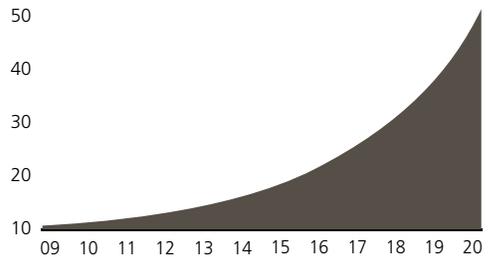


Automazione e robotica: è in atto la quarta rivoluzione industriale. L'automazione degli stabilimenti e dei processi, le tecnologie di produzione additiva e l'intelligenza artificiale stanno trasformando il modo in cui fabbrichiamo e distribuiamo i prodotti. Il numero di dispositivi «Internet delle cose» supererà presto il numero di abitanti dell'intero pianeta (cfr. figura 1.7) e la

Figura 1.6

Crescita dei dati digitali di oltre 50 volte entro il 2020

Universo digitale in zettabyte

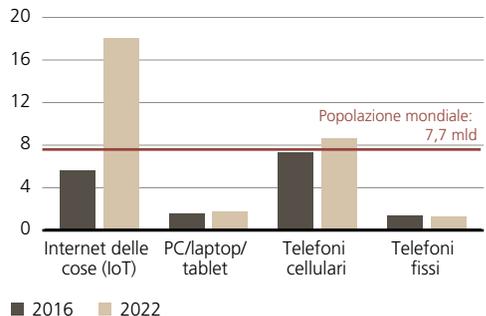


Fonte: IDC, EMC, UBS

Figura 1.7

Più dispositivi IoT che persone

Unità in miliardi



Fonte: Ericsson, UBS

Federazione internazionale della robotica prevede che entro il 2019 verranno installati 160.000 robot nella sola Cina. Per le società esposte a questo tema ci aspettiamo una crescita degli utili per azione di circa il 13% nel 2018 – contro l’8-12% del mercato azionario globale nel suo complesso – trainata dal software industriale.



Mobilità intelligente: grazie ai cambiamenti normativi e ai progressi tecnologici, si profila all’orizzonte un boom della mobilità intelligente, sospinto dall’elettrificazione dei veicoli, dalla guida automatica e dai modelli operativi del car sharing. Ci attendiamo una crescita di 10 volte del mercato di riferimento entro il 2025, mentre si avvicina il punto di svolta nell’adozione delle auto elettriche. Secondo i nostri calcoli, l’anno prossimo il costo totale legato alla proprietà di un veicolo elettrico a batteria in Europa scenderà per la prima volta al di sotto di quello delle vetture con motore a combustione interna; nel 2023 sarà il turno della Cina e nel 2025 quello degli Stati Uniti. Intravediamo opportunità in particolare tra le società che producono sistemi elettronici e componenti elettrici legati all’elettrificazione e alla guida automatica.



Temi a lungo termine

Dati digitali, automazione e robotica, e mobilità intelligente: sono tutti settori che fanno parte dei nostri investimenti a più lungo termine, una serie di idee d’investimento tematiche che dovrebbero beneficiare di tendenze strutturali quali la crescita e l’invecchiamento della popolazione e l’urbanesimo. A nostro avviso, una posizione diversificata negli investimenti a più lungo termine può offrire una crescita degli utili superiore a quella delle azioni globali nel loro complesso nell’arco di diversi cicli economici.

Conseguenze per i portafogli

- **Evitare la concentrazione in singoli titoli e settori:** gli investitori che detengono posizioni concentrate in società o settori a rischio di turbolenze possono essere particolarmente penalizzati in questa era di rapidi cambiamenti tecnologici. Nel 2017 il comparto della distribuzione alimentare ha perso l’11% la settimana in cui Amazon ha annunciato di aver raggiunto un accordo per l’acquisto di Whole Foods, con il potenziale di innescare una guerra dei prezzi. La diversificazione a livello di titoli e settori è essenziale per mitigare questo tipo di rischio.

Scoprite le tecnologie che a nostro avviso possono avere un impatto trasformativo su diversi settori in tutto il mondo.



ubs.com/cio

Il punto di vista dei Nobel

La tecnologia metterà a rischio il mondo del lavoro?

Sir Christopher A. Pissarides, premio Nobel per l'economia 2010

Fin dalla rivoluzione industriale, le nuove tecnologie hanno progressivamente sostituito la manodopera umana. Il motore a vapore, il motore a combustione interna, l'elettricità e il computer hanno distrutto impieghi svolti fino a quel momento dalle persone. Ogni volta sono stati creati nuovi posti di lavoro, con il potenziale di generare benefici per tutte le parti coinvolte.

Anche questa volta sorgeranno nuovi impieghi in sostituzione di quelli distrutti dai robot e dall'intelligenza artificiale, perché sono ancora tante le cose che i robot non sanno fare, come prendere decisioni in contesti imprevedibili. E se il lavoro viene svolto dai robot, le persone potranno lavorare di meno e avere più tempo libero per godersi i frutti della nuove tecnologie.

Come la globalizzazione, però, anche le nuove tecnologie possono favorire tutti solo se la transizione viene gestita bene. I CEO dovranno valutare come coniugare

robotica e manodopera e usare l'inventiva per dare un utilizzo alle nuove tecnologie. I lavoratori dovranno diventare più flessibili per quanto riguarda le loro competenze nonché gli impieghi che sono disposti a prendere in considerazione. E i governi dovranno accertarsi che il nuovo ambiente di lavoro rispetti la dignità umana e raggiunga standard elevati, senza farsi prendere dal panico e bloccare lo sviluppo delle nuove tecnologie. Sarà necessario ripensare le esigenze di ogni Paese in materia di istruzione e formazione e rafforzare i meccanismi di sostegno ai lavoratori inizialmente penalizzati da questi sviluppi.

Fonte: ubs.com/nobel

Sfide della sostenibilità

Il 2018 sarà un altro anno di grandi sfide ambientali e sociali. Resta da vedere se verranno compiuti passi avanti su questi fronti, nonostante le posizioni discordanti a livello globale. Ma gli investitori possono svolgere un ruolo importante, promuovendo e finanziando le possibili soluzioni senza sacrificare i rendimenti al netto dei rischi.

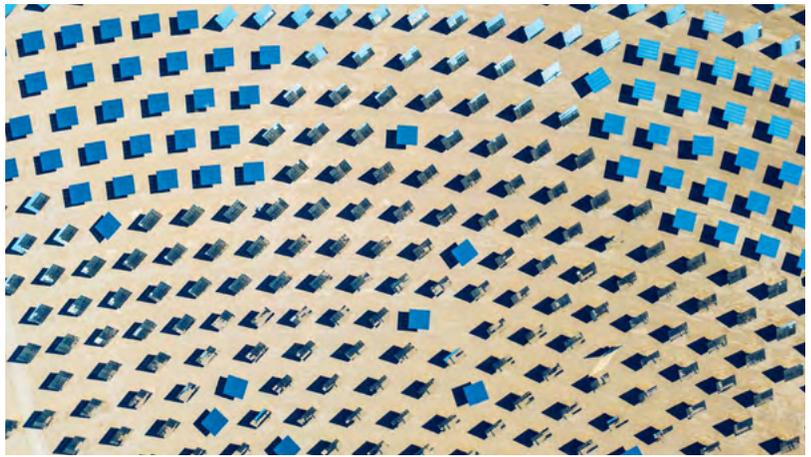
L'economia mondiale continua a crescere a un ritmo che non potrà proseguire per sempre. I livelli di biossido di carbonio nell'atmosfera non sono mai stati così elevati in 3 milioni di anni e contribuiscono agli eventi meteorologici estremi sempre più frequenti. L'utilizzo di materiali naturali è triplicato negli ultimi 40 anni e comporta un maggiore degrado ambientale e sfide crescenti sul fronte dell'inquinamento urbano. E ancora oggi quasi un miliardo di persone vive con meno di 2 dollari al giorno, non ha accesso ad acqua pulita e soffre di malnutrizione, contribuendo alle crescenti difficoltà legate alle politiche globali sui migranti.

Figura 1.8

Obiettivi di sviluppo sostenibile dell'ONU



Fonte: ONU



Centrale elettrica fotovoltaica. Nevada, Stati Uniti. Getty Images

Gli investitori possono svolgere un ruolo importante nella ricerca di una soluzione. Nel 2015 l'ONU ha introdotto gli Obiettivi di sviluppo sostenibile (SDG) che mirano, ad esempio, a eliminare la povertà, combattere il cambiamento climatico e ridurre le disuguaglianze (cfr. figura 1.8). Secondo l'ONU, le strutture giuridiche e sociali dovranno fare la loro parte, ma il raggiungimento di questi 17 obiettivi ambiziosi richiederà anche investimenti pubblici e privati attraverso tutte le forme di capitale – fisico, umano e ambientale.

Alla luce del fabbisogno di capitali privati nel quadro degli SDG, nonché della rapida evoluzione e crescente profondità del settore degli investimenti sostenibili in una gamma sempre più ampia di asset class, oggi gli investitori hanno l'opportunità di esercitare un impatto positivo sulla gestione di alcune delle sfide odierne più impellenti, senza sacrificare i rendimenti a parità di rischi.

Idee d'investimento

Green bond: strumenti a reddito fisso convenzionali – tra i segmenti a più alta crescita del mercato obbligazionario – i cui proventi sono destinati espressamente a progetti per la tutela dell'ambiente. Permettono di investire in aree quali, ad esempio, energie rinnovabili, efficienza energetica, gestione sostenibile dei rifiuti, utilizzo sostenibile del terreno, conservazione della biodiversità, trasporti puliti e acqua pulita/potabile. Secondo le nostre stime, un'esposizione diversificata ai green bond può generare rendimenti analoghi a quelli prodotti da un mix di obbligazioni corporate con rating elevato e investment grade.

Obbligazioni delle banche multilaterali di sviluppo: le banche multilaterali di sviluppo (MDB), come la Banca mondiale, svolgono un ruolo essenziale per dare impulso allo sviluppo nelle aree che ne hanno più bisogno. Secondo i dati della Banca mondiale, negli ultimi anni sono stati finanziati progetti per realizzare strutture d'irrigazione per più di 2 milioni di ettari di terreno, migliorare la qualità delle fonti idriche a cui hanno accesso 42 milioni di persone e ridurre le emissioni di gas serra per un volume equivalente a 588 milioni di tonnellate l'anno di CO₂. Solitamente le obbligazioni emesse da questi istituti sono dotate di

rating AAA, sono garantite da diversi governi sovrani, non sono mai state insolventi e, a nostro avviso, sono confrontabili con titoli di Stato con rating elevato quali i Treasury americani.

Strategie azionarie: la diversificazione tra varie strategie azionarie di investimenti sostenibili permette di ottenere rendimenti simili a quelli generati da un portafoglio azionario standard diversificato su scala globale, esercitando al tempo stesso un impatto positivo sulla società e l'ambiente.

– *Investimenti tematici:* puntando sulle società impegnate a risolvere le sfide ambientali e sociali, che dovrebbero beneficiare di un aumento della domanda, gli investitori possono trarre vantaggio dalle soluzioni offerte da queste imprese e a loro volta sostenerle. I nostri temi d'investimento a lungo termine comprendono numerose aziende coinvolte, ad esempio, nell'ampliamento delle infrastrutture idriche, nella fornitura di energie rinnovabili e nell'erogazione di dispositivi medici nei mercati emergenti.

– *Leader ESG:* le società leader nell'ambito dei fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) non solo evitano di esercitare importanti impatti avversi sulla società e

l'ambiente, ma cercano anche di influenzare il settore in cui operano per migliorare i livelli di sostenibilità. Per molte di queste aziende, i fattori ESG costituiscono un'opportunità per incrementare i rendimenti finanziari. I dati empirici dimostrano che è possibile costruire portafogli con un livello di sostenibilità superiore alla media e un profilo di rischio/rendimento in linea con quello degli investimenti convenzionali.

– *Progressi ESG:* gli investitori possono premiare il rispetto dei fattori sociali e ambientali aumentando l'esposizione alle società che negli ultimi mesi e anni hanno compiuto progressi in questi ambiti e riducendo le posizioni nelle imprese che invece mostrano un deterioramento della performance in ambito ESG. A nostro avviso, le strategie d'investimento che sfruttano il momentum dei fattori ESG dovrebbero registrare performance pari o superiori a quelle dei benchmark di mercato.

– *Impegno ESG:* anche i gestori di fondi possono adottare un approccio basato sull'impegno degli azionisti per spronare gli organi direttivi di un'azienda a migliorare la performance in ambito ESG, generando spesso un impatto diretto. Ad esempio, secondo i dati raccolti e analizzati da Ceres, il 36% delle



iStock

779 mozioni con un impatto positivo per l'ambiente presentate dagli azionisti tra il 2013 e il 2017 è stato adottato senza necessità di ricorrere a votazione, dopo che gli investitori e il management delle società in questione si sono trovati d'accordo sul fatto che occorresse fare di più per compiere progressi sufficienti in questa area, ad esempio riducendo l'impronta di carbonio dell'azienda.

Impact investing: gli investimenti d'impatto sono uno strumento essenziale per mobilitare capitali privati a favore della ricerca di soluzioni alle sfide globali più impellenti, nell'intento di realizzare gli SDG dell'ONU entro il 2030. Il patrimonio privato impiegato per ottenere rendimenti finanziari è il più indicato per affrontare le sfide per le quali è possibile dare un prezzo di mercato al capitale e non è essenziale un cambiamento normativo. Tra i progetti più idonei figurano, ad esempio, quelli che mirano a ottimizzare la produzione e la distribuzione alimentare per alleviare la fame, a migliorare la qualità della sanità e dell'istruzione e facilitarne l'accesso, e a produrre energia pulita e a basso costo.

Conseguenze per i portafogli

Ora che il settore degli investimenti sostenibili ha raggiunto una dimensione e una profondità sufficienti, è possibile costruire un portafoglio ampiamente diversificato di investimenti sostenibili, che a nostro avviso è in grado di generare rendimenti in linea con quelli prodotti da un portafoglio diversificato tradizionale, a parità di rischi.

Asset class tradizionali	Investimenti sostenibili o d'impatto equivalenti
Azioni globali	Temi ESG Leader ESG Progressi ESG Impegno ESG
Obbligazioni con rating elevato	Obbligazioni MDB
Obbligazioni investment grade	Green bond e climate bond Leader ESG
Mercati privati	Impact private equity Impact private debt

Cosa è stato delle nostre previsioni per il 2017?

A un anno di distanza dalla pubblicazione di Year Ahead 2017, vediamo quali previsioni si sono dimostrate corrette e quali no.

Previsioni corrette

« Per il 2017 prevediamo un apprezzamento dell'euro e della sterlina britannica contro il dollaro.»

Rispetto al dollaro statunitense, l'euro è salito a 1.18 e la sterlina britannica a 0.89, da 1.06 e 0.86 alla data di chiusura redazionale nel 2016.

« Siamo positivi sull'azionario americano e ci aspettiamo una crescita degli utili dell'8% nel 2017.»

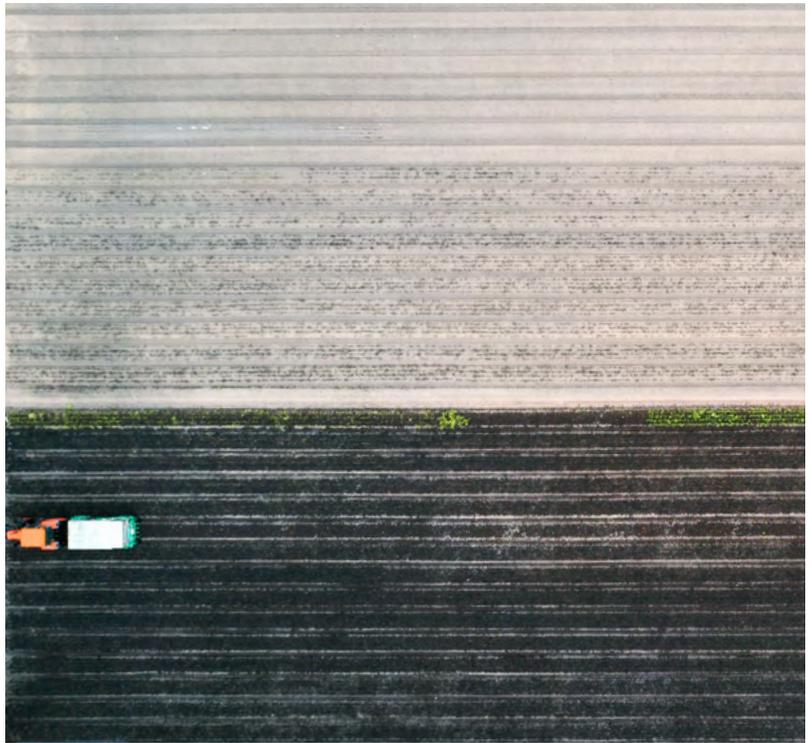
Le azioni americane hanno guadagnato il 17% dalla data di pubblicazione e gli utili hanno registrato una crescita del 10% su base annua, superando le nostre previsioni.

« Nonostante l'incertezza politica, nutriamo fiducia nelle prospettive dei mercati azionari emergenti.»

Le azioni emergenti sono salite del 34%, sostenute dall'aumento dei prezzi delle materie prime, dal deprezzamento del dollaro e dalla crescita superiore alle attese nella regione.

« Le quotazioni petrolifere dovrebbero salire a 60 dollari il barile a 12 mesi.»

I prezzi del greggio si attestano a 63 dollari il barile, da 49 dollari a fine 2016.



Martin Forster, Unsplash

Previsioni errate

« Ci aspettiamo una crescita dell'eurozona dell'1,3% nel 2017, dall'1,6% nel 2016. Ci attendiamo un aumento del 5–9% degli utili delle imprese europee. »

L'eurozona ha registrato un'espansione più robusta del previsto, pari al 2,3%, come anche gli utili, che sono cresciuti del 10%.

« Ci aspettiamo che le autorità cinesi riescano a pilotare un rallentamento ordinato, con una crescita del 6,4%. »

La Cina è riuscita a gestire il rallentamento economico in modo così efficace che il tasso di crescita del PIL è addirittura salito,

battendo le nostre aspettative. Nel 2017 l'economia cinese dovrebbe registrare un'espansione del 6,8%, dal 6,7% del 2016.

« Ci aspettiamo che la Federal Reserve alzi i tassi d'interesse a dicembre e altre due volte nel 2017. »

La Fed ha operato un rialzo dei tassi a dicembre 2016 e altri due da inizio 2017 ad oggi, ma crediamo che ne effettuerà ancora uno a dicembre 2017.



Johannes Schwaerzler. Unsplash

Rischi principali

Il contesto che cambia porta con sé una serie di rischi che potrebbero pesare sui mercati globali nel 2018. Tra le numerose incognite note, e incognite ignote, in grado di influenzare gli investimenti l'anno prossimo spiccano in particolare tre fattori di rischio: un forte aumento dell'inflazione potrebbe costringere le banche centrali a operare un inasprimento monetario aggressivo, a danno della crescita; i test nucleari della Corea del Nord e l'instabilità politica in Medio Oriente potrebbero innescare uno shock geopolitico; la Cina potrebbe non riuscire a gestire la continua crescita del debito, causando un rallentamento dell'economia più pesante del previsto.

Forte rialzo dei tassi d'interesse

Nel nostro scenario di riferimento ci aspettiamo solo un inasprimento monetario di modesta entità. L'inflazione dovrebbe rimanere contenuta e intravediamo pochi segnali concreti di eccessiva esuberanza, ma non si può escludere l'eventualità di un forte rialzo dei tassi.

Scenario di rischio

A nostro avviso, le banche centrali potrebbero intervenire in modo più deciso solo a seguito di un'inattesa impennata dell'inflazione o di un drastico cambiamento del modo in cui i loro membri interpretano i dati economici.

È improbabile che le autorità monetarie cambino atteggiamento all'improvviso. Le figure ai vertici delle banche centrali rimangono le stesse nella maggior parte delle regioni e la continuità dell'orientamento della Fed sembra assicurata dalla nomina alla presidenza di Jay Powell, che riveste il ruolo di Governatore dal 2012 e ha votato a favore dell'attuale politica.

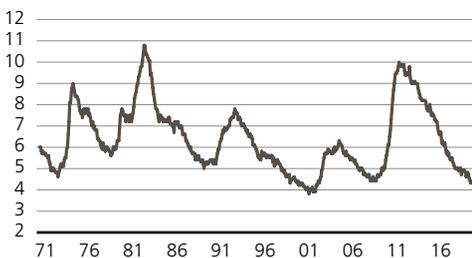
Tuttavia, non si può escludere un'inattesa impennata dell'inflazione. Un brusco rincaro petrolifero causato da eventuali fermi produttivi in Medio Oriente rappresenta un modesto fattore di rischio, mentre un eventuale aumento dei salari e dei prezzi negli Stati Uniti costituisce un rischio maggiore. A quota 4,1%, la disoccupazione statunitense sfiora ormai i minimi dal 1970 (cfr. figura 2.1).

Per il momento la crescita delle retribuzioni procede a ritmo lento, ma è probabile che acceleri qualora le imprese siano costrette ad aumentare notevolmente gli stipendi per atti-

Figura 2.1

Disoccupazione statunitense vicina ai minimi dagli anni '70

Tasso di disoccupazione statunitense, in %



Fonte: Bloomberg



iStock

rare e trattenere il personale. Analogamente, se le aziende raggiungeranno la piena capacità produttiva e non vorranno o non potranno ampliarla ulteriormente, potranno decidere di alzare i prezzi per cercare di contenere la domanda.

Un incremento dell'inflazione non rappresenta necessariamente un fattore negativo, ma un'accelerazione troppo brusca dei prezzi potrebbe costringere la Fed ad alzare rapidamente i tassi d'interesse per frenare la domanda. Aumenterebbe così il rischio di recessione: ogni contrazione dell'economia americana degli ultimi 45 anni è stata preceduta da un ciclo d'inasprimento monetario aggressivo della Fed.

Impatto sui mercati

Una decelerazione dell'economia e una maggiore incertezza sull'andamento dell'inflazione e dei tassi d'interesse potrebbero indurre gli investitori a richiedere premi al rischio più alti. Nelle precedenti recessioni statunitensi, le fasi di contrazione della crescita sono state precedute in media da una correzione del 20% dell'S&P 500. Un ribasso di questa portata sarebbe verosimilmente accompagnato da un calo delle quotazioni delle materie prime e da

una flessione dei rendimenti obbligazionari a lungo termine.

Precedenti storici

Gli indici dei prezzi sono superiori al target e i rialzi dei tassi della Fed non innescano sempre una correzione immediata del mercato. L'inflazione «core» si è mantenuta leggermente al di sopra del target della Fed nel periodo 2005–07. In quell'occasione la curva dei rendimenti si era invertita, ma le azioni hanno poi continuato a registrare buone performance durante l'intero ciclo restrittivo, grazie al sostegno fornito dalla robusta crescita economica. Tuttavia, l'impatto complessivo della stretta monetaria ha contribuito in ultima analisi al declino del mercato immobiliare, che a sua volta ha fatto precipitare una serie di importanti squilibri economici, culminando nello scoppio della crisi finanziaria.

Indicatori principali

Per valutare se le probabilità di un forte rialzo dei tassi d'interesse stiano aumentando, monitoreremo attentamente i seguenti indicatori anticipatori.

- Aumento delle retribuzioni medie orarie di oltre il 3,5% (attualmente 2,4%).
- Inflazione PCE «core» superiore al 2,5% (attualmente 1,3%).
- Aspettative d'inflazione di breakeven a 5 anni tra 5 anni oltre il 2,5% (attualmente 1,8%).
- Rendimenti dei titoli di Stato a 2 anni sopra il 2,5% (attualmente 1,7%).

Idee d'investimento

- **Hedge fund:** storicamente gli hedge fund hanno sovraperformato le altre asset class nelle fasi d'inasprimento della politica monetaria, con un rendimento medio annualizzato dell'11% contro l'8% dell'S&P 500 durante i cicli restrittivi del 1994–95, 1999–2000 e 2004–06. Inoltre, apportano diversificazione in presenza di un aumento della correlazione tra azioni e obbligazioni.
- **Obbligazioni e titoli di Stato con rating elevato a duration lunga** nell'ambito di un portafoglio ampiamente diversificato: nel nostro scenario di riferimento preve-

diamo un andamento negativo per il comparto, ma ci aspettiamo un ribasso relativamente modesto in termini assoluti, grazie al supporto strutturale fornito dall'invecchiamento della popolazione e dal quadro regolamentare. Inoltre, non si può escludere un rialzo qualora la stretta monetaria inneschi una recessione.

Conseguenze per i portafogli

- **Diversificazione geografica:** è improbabile che tutte le aree monetarie si trovino contemporaneamente in una situazione di carenza di manodopera o compressione della capacità tali da imporre un rialzo dei tassi d'interesse. La diversificazione tra i vari blocchi monetari permette di continuare a beneficiare del rialzo dei mercati e al tempo stesso proteggersi dal rischio di aumento dell'inflazione.
- **Coperture valutarie:** la corrispondenza tra le valute delle attività e delle passività riduce l'esposizione a potenziali movimenti bruschi dei cambi che potrebbero scaturire da improvvisi cambiamenti della politica monetaria.

Shock geopolitici

Nel nostro scenario di riferimento, non ci aspettiamo che eventuali picchi delle tensioni nella penisola coreana o in Medio Oriente possano turbare i mercati. Sia la Corea del Nord che gli Stati Uniti non hanno molto da guadagnare lanciando per primi un attacco. Inoltre, i recenti sviluppi in Medio Oriente ci sembrano parte delle frizioni di lungo corso tra l'Arabia Saudita e l'Iran e non dovrebbero rappresentare una minaccia potenzialmente più seria. Riteniamo comunque opportuno monitorare le situazioni in grado di innescare shock geopolitici, anche se le probabilità sono basse.

Scenario di rischio

- **Corea del Nord:** ci sembra improbabile che il regime nordcoreano lanci per primo un attacco militare, ma i continui test nucleari fanno aumentare i rischi e le conseguenze di eventuali errori di calcolo. Ad esempio, i missili di prova potrebbero mancare il loro bersaglio neutrale, dando luogo a ritorsioni, o la Corea del Nord potrebbe calcolare male l'ubicazione o le intenzioni dei velivoli militari americani che periodicamente svolgono esercitazioni nella regione. Data la potenziale minaccia nei confronti di Giappone e Corea del Sud, rispettivamente terza e undicesima economia mondiale, un eventuale conflitto, o anche solo la possibilità che scoppi, potrebbe avere conseguenze globali.
- **Medio Oriente:** l'Arabia Saudita è il primo esportatore mondiale di petrolio e controlla la maggior parte dell'eccesso di capacità sul mercato, pari a 2,5–3 milioni di barili al giorno. Il recente aumento delle tensioni con l'Iran ha fatto salire il rischio d'interruzione delle forniture. Se le eventuali guerre per procura tra Iran e Arabia Saudita colpissero le consegne di greggio all'estero, e a queste si aggiungessero nuove sanzioni alle esportazioni di energia dell'Iran, le quota-



iStock

zioni petrolifere potrebbe salire fino a 80 dollari il barile e mantenersi intorno a questo livello per tre-sei mesi.

Impatto sui mercati

A nostro avviso un'escalation militare farebbe crollare gli strumenti rischiosi, in particolare nelle regioni coinvolte nel conflitto (cioè APAC o MENA). Verrebbero invece premiati i beni rifugio tradizionali, come i Treasury americani, e le cosiddette valute rifugio, quali USD e CHF. Paradossalmente, quindi, anche lo yen giapponese potrebbe apprezzarsi in caso di aumento delle tensioni in Corea, come già altre volte nel corso di quest'anno.

Precedenti storici

La crisi dei missili di Cuba rappresenta forse l'esempio più simile all'attuale situazione della Corea del Nord e dimostra che di solito i mercati azionari mantengono la calma fino alla vigilia di un eventuale conflitto armato. Durante la crisi del 1962, infatti, il Dow Jones perse solo il 2%, anche se il rischio che scoppiasse la terza guerra mondiale non è mai stato così alto, né prima né dopo.

In occasione dei precedenti shock petroliferi, come la rivoluzione iraniana del 1979 e l'invasione del Kuwait da parte dell'Iraq nel 1990, le azioni globali hanno perso circa il 15%, ma si sono riprese nell'arco di sei mesi.

Indicatori principali

Dato che la maggior parte degli scenari prevede un'escalation relativamente improvvisa, sarà difficile monitorare il rischio di conflitto. Ci concentreremo in particolare sui seguenti fattori.

- **Corea del Nord:** rimarremo pronti a cogliere eventuali segnali di sviluppi sul fronte tecnologico. Più il governo si avvicina alla realizzazione di un missile balistico intercontinentale in grado di trasportare testate nucleari, più aumentano i rischi e le conseguenze di eventuali incidenti o errori di calcolo. Un'accelerazione dei preparativi militari negli Stati Uniti, in Corea del Nord, in Corea del Sud o in Giappone sarebbe a sua volta preoccupante.
- **Medio Oriente:** tra i potenziali segnali di allarme vediamo una guerra per procura tra Arabia Saudita e Iran in Libano, oltre al conflitto nello Yemen, alle tensioni in Iraq e

all'attrito tra il blocco saudita e il Qatar. Gli Stati Uniti potrebbero anche arrivare a imporre sanzioni contro gli Hezbollah. Lo scenario più pessimista è quello di uno scontro diretto tra Arabia Saudita e Iran.

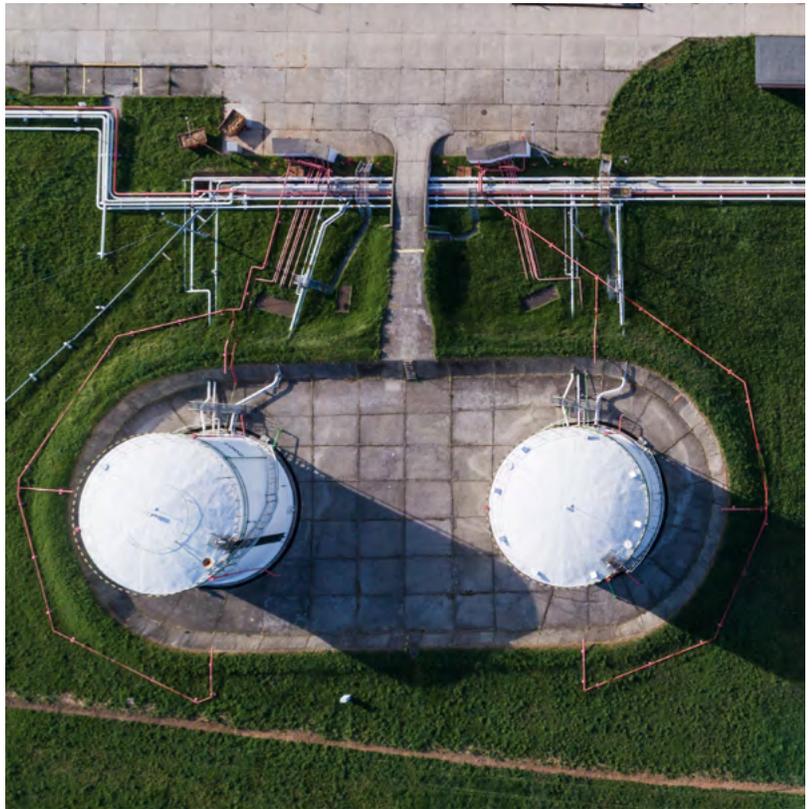
Idee d'investimento

Gli investitori che vogliono assumere un approccio più attivo per proteggere i loro portafogli dal rischio geopolitico possono valutare diverse idee d'investimento in grado di ottenere buoni risultati sia nel nostro scenario di riferimento che nel nostro scenario di rischio estremo.

- **Sovrappeso nell'oro e nell'argento rispetto ai metalli industriali:** nel nostro scenario di riferimento, il potenziale di rialzo dei metalli di base appare limitato e ci aspettiamo che i bassi tassi d'interesse diano impulso ai metalli preziosi come oro e argento. Le loro quotazioni saranno sostenute anche da eventuali picchi delle tensioni geopolitiche, poiché gli operatori di mercato li percepiscono ancora come beni rifugio.
- **Sovrappeso sulle azioni cinesi rispetto a quelle di Taiwan:** in genere le azioni di

Taiwan tendono a sottoperformare nei periodi di avversione al rischio globale. Ci aspettiamo quindi che la borsa di Taipei perda terreno su base relativa in caso di aumento delle tensioni con la Corea del Nord, dato che il mercato di Taiwan è altamente esposto al commercio internazionale. Anche nel nostro scenario di riferimento, l'economia della Cina, più solida e dotata di abbondante liquidità interna, dovrebbe sovraperformare quella di Taiwan, che mostra prospettive più modeste.

- **Sovrappeso nelle azioni dell'energia:** le compagnie energetiche sarebbero favorite da un rialzo duraturo delle quotazioni petrolifere. Anche nel nostro scenario di riferimento, che prevede prezzi stabili, il rendimento da dividendi medio del 6% offerto dalle società dell'energia europee è al tempo stesso elevato e sostenibile. Dopo i tagli dei costi effettuati nella fase di debolezza del greggio a partire dalla fine del 2014, i free cash flow hanno registrato un aumento costante. Le società dell'energia americane hanno invece sottoperformato, poiché gli investitori aspettano la conferma che il petrolio possa mantenersi sopra 50 dollari il barile. Le performance del comparto dovrebbero quindi migliorare con l'aumentare della fiducia del mercato.



iStock

Conseguenze per i portafogli

- **Diversificazione geografica:** un conflitto militare in Corea del Nord avrebbe ripercussioni in tutto il mondo, ma più gravi per gli investitori concentrati in Asia. A sua volta, un’impennata dei prezzi petroliferi avrebbe effetti divergenti, premiando i Paesi esportatori ma danneggiando quelli importatori. Agli investitori che vogliono ridurre l’esposizione a questi rischi consigliamo di diversificare i portafogli su scala globale.
- **Diversificazione tra asset class:** i listini azionari sarebbero probabilmente penalizzati dallo scoppio di una guerra, ma le obbligazioni di più alta qualità potrebbero fun-

gere da beni rifugio, aiutando i portafogli ben diversificati a proteggersi dalle perdite.

- **Rimanere investiti:** storicamente le tensioni geopolitiche, le impennate dei prezzi del greggio e perfino i conflitti armati hanno ricadute solo temporanee sulle piazze azionarie globali. Rimanere investiti nelle fasi di difficoltà si rivela in genere più efficace che non cercare di anticipare gli sviluppi di mercato in base al susseguirsi degli eventi.

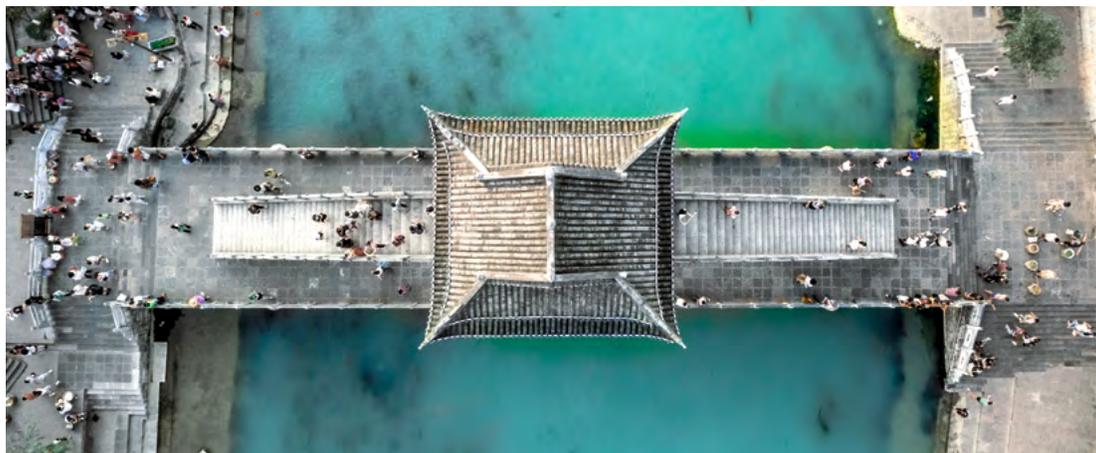
Crisi del debito cinese

L'elevato tasso di crescita, il vasto potere delle autorità e il conto capitale chiuso conferiscono alla Cina una certa protezione contro le crisi del debito. Nel nostro scenario di riferimento prevediamo un'ulteriore robusta espansione dell'economia cinese, anche se a un ritmo inferiore. Ma il debito è in rapido aumento.

Il rapporto debito/PIL complessivo del settore non finanziario cinese è salito dal 145% del 2007 a circa il 257% del 2016 e negli ultimi tre anni ha registrato un aumento di circa 20 punti percentuali l'anno. Gli attivi bancari totali cinesi sono pari al 310% del PIL, un livello di quasi tre volte superiore alla media dei mercati emergenti. Il governo ha riconosciuto che l'accumulo di leva nell'economia è insostenibile e ha sottolineato la necessità di migliorare la «qualità» della crescita, passando da un modello economico basato su prestiti e investimenti a uno incentrato essenzialmente sui consumi interni.

Scenario di rischio

In Cina il rischio di credito è noto come «rinceronterone grigio», un'espressione colloquiale che ne descrive bene la natura potenzialmente incontrollabile. Come ha spiegato il Governatore uscente della People's Bank of China, Zhou Xiaochuan, «se siamo troppo ottimisti quando le cose vanno bene, si accumulano tensioni che possono scatenare una brusca correzione, portando a un «momento Minsky». È da questo che ci dobbiamo difendere».



Ponte di pietra nella contea di Fenghuang. iStock

A nostro avviso, i mercati potrebbero cominciare a preoccuparsi per una crisi del debito cinese in due circostanze.

La prima eventualità, e secondo noi la più probabile, è quella di uno o più credit crunch su scala ridotta a livello regionale o settoriale. Alcuni settori soffrono di un importante eccesso di capacità e diverse grandi società cinesi nei campi delle assicurazioni, immobiliare e dell'aviazione mostrano già i primi segnali di problemi creditizi.

Se cominciassero a verificarsi episodi di default, soprattutto relativi a prodotti di wealth management, potrebbero emergere timori di contagio all'economia nel suo complesso. In tal caso, crediamo che il governo cinese disponga di risorse sufficienti a impedire una diffusione generalizzata delle difficoltà finanziarie. Ma è possibile che la volatilità dei mercati globali aumenti finché la situazione non sarà tornata sotto controllo.

La seconda eventualità consiste in un errore di calcolo del governo cinese, che potrebbe commettere un passo falso nel percorso di liberalizzazione del conto capitale dal Paese, innescando una nuova ondata di deflussi finanziari. Come nel 2015, potrebbe diffondersi il timore che la diminuzione delle riserve

valutarie della Cina costringa le autorità a effettuare una forte svalutazione del cambio, danneggiando le aziende che riforniscono di beni e materie prime l'intera economia nazionale. Anche in questo caso, siamo del parere che il governo sia in grado di contenere il rischio varando normative mirate, come ha già fatto in passato, ma non si può escludere un certo nervosismo dei mercati.

Impatto sui mercati

Un evento di credito in Cina penalizzerebbe soprattutto le azioni asiatiche rispetto agli altri mercati internazionali. La debolezza del settore creditizio cinese potrebbe contagiare il resto dell'Asia e suscitare dubbi nell'immediato sullo stato di salute dell'economia della regione nel suo complesso, in virtù dei suoi stretti legami commerciali con la Cina. Non ci aspettiamo invece le pesanti ricadute che si avrebbero se l'evento di credito si verificasse negli Stati Uniti o nell'eurozona, poiché il debito estero cinese è relativamente modesto (appena il 13% del PIL) e gli investitori internazionali hanno per lo più un'esposizione ridotta.

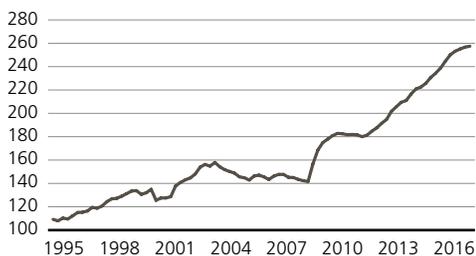
Precedenti storici

Gli episodi di allarme sul debito cinese di agosto 2015 e gennaio 2016 hanno dato prova delle ripercussioni globali che potrebbero scaturire dai timori sulla solidità del sistema finanziario della Cina, anche se in entrambi i casi le azioni asiatiche (a eccezione di quelle giapponesi) hanno sottoperformato i mercati globali. Nelle due occasioni, le azioni asiatiche (Giappone escluso) hanno lasciato sul terreno

Figura 2.2

Rapida crescita del debito cinese negli ultimi anni

Credito erogato al settore non finanziario, % del PIL



Fonte: Banca dei regolamenti internazionali

rispettivamente il 14,6% e il 12,9%, a fronte di una flessione massima delle azioni globali del 10,4% e del 10,6%.

Indicatori principali

Monitoreremo diversi indicatori per valutare il rischio di un evento di credito in Cina.

- **Normative** in materia di settore bancario ombra, crediti fuori bilancio e altre forme di finanziamento non convenzionali: è prevista la creazione di una nuova commissione di vigilanza. La sua introduzione segnerà il passaggio a un regime più stringente che, per quanto necessario, potrebbe far aumentare il rischio di errori di esecuzione e determinare un rallentamento della crescita.
- **Costi di finanziamento:** un aumento del costo dei prestiti interbancari segnalerebbe una minore disponibilità di liquidità e un più alto rischio d'insolvenza delle controparti. Monitoriamo anche i tassi pronti contro termine e i tassi sul collaterale, il cui rialzo indicherebbe un aumento dei costi di finanziamento per gli istituti finanziari non bancari e influenzerebbe i costi di finanziamento effettivi nell'economia complessiva.

- A marzo l'**Assemblea nazionale del popolo** stabilirà gli obiettivi macro per l'economia, tra cui la crescita del PIL, degli investimenti fissi e dell'offerta di moneta. Una significativa revisione al ribasso di questi obiettivi segnalerebbe una maggiore volontà di riequilibrare l'economia riducendo la crescita degli investimenti e farebbe aumentare le probabilità di uno shock creditizio in alcuni settori, che avrebbero difficoltà a rifinanziare i prestiti in essere.

Idee d'investimento

- **Posizione corta nei forward a 12 mesi sul CNH finanziata da una posizione lunga nel forward a 6 mesi sul CNH:** questa strategia riduce il costo del carry fintanto che il cambio USDCNY rimane stabile e può produrre buoni risultati qualora si tema di nuovo una svalutazione. Nell'eventualità di una crisi del debito cinese, gli investitori comincerebbero a scontare un possibile deprezzamento dello yuan cinese.

Conseguenze per i portafogli

- **Diversificazione geografica:** dato che una crisi del debito cinese colpirebbe l'Asia più delle altre regioni, agli investitori che mirano a ridurre l'esposizione al rischio Cina consigliamo di diversificare i portafogli su scala globale.
- **Rimanere investiti:** in virtù del basso debito estero cinese, crediamo che il governo possa riuscire a gestire internamente la maggior parte degli allarmi sul debito, contenendo in gran parte gli impatti di lungo periodo. La volatilità potrebbe registrare un'impennata temporanea, come nel 2015 e nel 2016, ma è probabile che i mercati riescano a stabilizzarsi quando si avrà la relativa certezza che la situazione possa essere gestita tramite gli interventi normativi. È importante che gli investitori rimangano orientati al lungo periodo e sfruttino le fasi di volatilità del mercato per ribilanciare i portafogli e riportarli in linea con la propria asset allocation strategica.

Rischi regionali

I tre rischi principali che intravediamo per l'anno prossimo, ovvero un forte rialzo dei tassi d'interesse negli Stati Uniti, uno shock geopolitico e una crisi del debito cinese, sono solo alcune delle «incognite note» da cui gli investitori dovranno cercare di proteggersi. Ma potrebbero emergere anche varie «incognite ignote». A nostro avviso, la migliore difesa è la diversificazione.

Nord America

- **Rialzo dei tassi d'interesse:** un aumento dell'inflazione potrebbe costringere la Fed ad accelerare il ritmo dell'inasprimento monetario, con il rischio di compromettere la crescita economica.
- **Protezionismo degli Stati Uniti:** l'esito incerto dei negoziati sul NAFTA e la politica commerciale complessiva degli Stati Uniti potrebbero innervosire i partner commerciali e le società interessate.

Europa

- **Accordo sulla Brexit:** le condizioni per l'uscita del Regno Unito dalla UE dovranno essere stabilite entro ottobre per poter essere ratificate entro la scadenza di marzo 2019.
- **Elezioni italiane:** un risultato elettorale frammentato potrebbe sfociare in un altro governo tecnico o in nuove elezioni, prolungando l'incertezza per le famiglie e le imprese.
- **Indipendentismo catalano:** le proteste in Catalogna per l'indipendenza della regione



Golden Gate Bridge a San Francisco. iStock

hanno già danneggiato la crescita economica locale e potrebbero proseguire ancora.

Asia

- **Tensioni con la Corea del Nord:** la corsa allo sviluppo di testate nucleari da parte del regime di Pyongyang ha alzato il livello di tensione all'interno della regione e con gli Stati Uniti, facendo aumentare le probabilità di un conflitto militare.
- **Crisi del debito cinese:** finora il governo ha gestito bene il rapido accumulo di debito in Cina, ma un elevato livello d'indebitamento può dare luogo a problemi occasionali.

America Latina

- **Elezioni messicane:** il mercato locale potrebbe sottoperformare in caso di vittoria elettorale di López Obrador.
- **Elezioni brasiliane:** il successo di un candidato populista alle presidenziali potrebbe far deragliare il programma di riforma e deteriorare ulteriormente le finanze pubbliche.

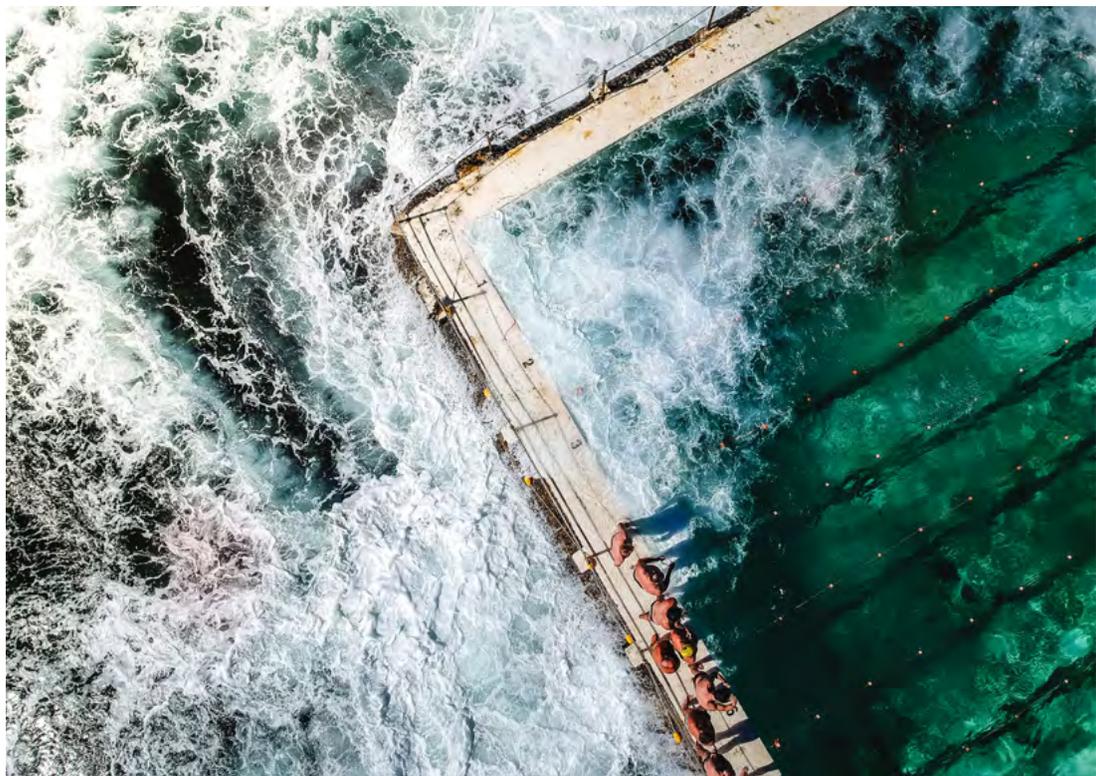
- **Instabilità in Venezuela:** procede la ristrutturazione del debito del Paese; sono in programma elezioni generali, ma la data non è ancora stata fissata.

Europa orientale/MENA

- **Tensioni tra Arabia Saudita e Iran:** le crescenti tensioni tra Arabia Saudita e Iran potrebbero innescare un'impennata dei prezzi petroliferi, se dovessero causare fermi produttivi nella regione.
- **Relazione del Tesoro statunitense sulla Russia:** l'eventuale imposizione di nuove sanzioni degli Stati Uniti nei confronti della Russia potrebbe penalizzare il mercato russo.
- **Conferenza dell'ANC in Sudafrica:** l'economia sudafricana è già alle prese con la crescita debole e l'elevato deficit e non è chiaro se la nuova leadership farà migliorare o peggiorare la situazione.

Monitoraggio dei rischi

Per rimanere aggiornati sui principali fattori di rischio nel corso dell'anno, leggete il nostro Global Risk Radar su ubs.com/cio.



Bondi Beach, Australia. Raj Eiamworakul. Unsplash

Affrontare il cambiamento

Per affrontare il contesto che cambia, gli investitori dovranno dotarsi di agilità, equilibrio e calma: agilità, per sfruttare le opportunità che scaturiscono dal cambiamento del contesto; equilibrio, per gestire i rischi delle inevitabili modifiche che si producono in ambito monetario, politico, tecnologico, ambientale e sociale; e calma, per mantenere la concentrazione e l'orientamento al lungo periodo in un'epoca di eccesso di informazioni.

Agilità

Negli ultimi anni le strategie d'investimento attive hanno complessivamente prodotto risultati deludenti, ma le dinamiche di mercato potrebbero ricominciare a favorirle. Crediamo che il 2018 premierà gli investitori più agili. L'inasprimento monetario, gli sviluppi politici e le grandi innovazioni tecnologiche saranno fonti di opportunità.

Risultati deludenti per le strategie attive

Negli ultimi anni la selezione attiva dei titoli e dei settori ha prodotto rendimenti modesti rispetto a quelli generati da un semplice investimento passivo nei mercati dalla tendenza rialzista. Tra il 2013 e il 2016, più del 93% dei gestori di fondi che hanno come benchmark l'S&P 500 non è riuscito a battere il mercato.

Le politiche monetarie espansive in tutto il mondo hanno determinato l'andamento sincrono delle quotazioni azionarie, che sono salite o scese all'unisono. Dal 2013 al 2016 la correlazione media tra singole azioni dell'S&P 500 è stata pari al 28%, contro la media di

lungo periodo del 17%. In questo contesto di performance azionarie indifferenziate, nella maggior parte dei casi la selezione dei titoli e dei settori non produce impatti di sorta.

Ma le dinamiche di mercato stanno cambiando

Oggi, tuttavia, le dinamiche di mercato cominciano a premiare gli investitori che cercano di sfruttare opportunità specifiche.

La crescente quota di patrimoni gestiti in modo passivo crea maggiori scostamenti ingiustificati tra i corsi azionari e i fondamentali, generando opportunità per gli investitori e i gestori a caccia di alfa. Dal 2007 ad oggi, la percentuale di patrimoni investiti in fondi comuni azionari ed exchange-traded fund (ETF) a gestione passiva è salita dal 22% al 46% negli Stati Uniti e dall'11 al 35% in Europa. I patrimoni investiti attualmente in ETF globali ammontano a 4300 miliardi di dollari e quindi questo mercato supera di oltre 1000 miliardi di dollari quello dell'intera industria degli hedge fund. Gli investitori e i gestori possono cercare di sfruttare anche un'altra conseguenza di questa evoluzione, ovvero la crescente dispersione delle valutazioni tra i titoli più convenienti e quelli più

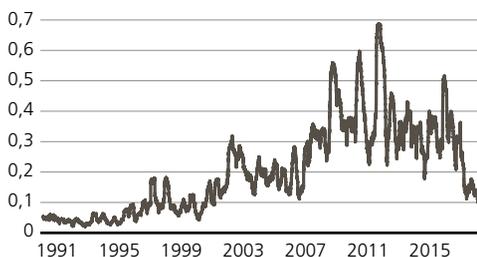
costosi, che si colloca all'80° percentile dell'intervallo dal 1991 ad oggi.

A causa della riduzione degli stimoli monetari, inoltre, l'andamento delle quotazioni azionarie dipende sempre più dagli sviluppi specifici relativi ai singoli titoli e settori, che contribuiscono così a differenziare ulteriormente le performance. La correlazione per coppie tra singole azioni dell'S&P 500 è scesa ai livelli più bassi degli ultimi 10 anni (cfr. figura 3.1). Questo fattore aiuterà gli investitori che cercano di sfruttare le differenze di carattere fondamentale tra titoli e settori. Dal 2000 al 2016, quando la correlazione era più bassa della mediana, le strategie equity long/short hanno generato un alfa medio annuale pari o superiore al 6,5%.

Figura 3.1

Le correlazioni più basse del decennio dovrebbero generare opportunità per gli investitori agili

Correlazione per coppie tra i titoli dell'S&P 500



Fonte: Bloomberg

Questa situazione sembra incidere già sui rendimenti delle strategie più attive. Nell'1S17 il 54% dei gestori ha superato il rispettivo benchmark e a metà ottobre i fondi comuni azionari statunitensi guadagnavano il 16,7% da inizio anno, contro il 15,7% dell'S&P 500.

Opportunità per gli investitori più agili

Alla luce dell'evoluzione delle dinamiche di mercato, siamo convinti che nel 2018 converrà assumere un orientamento più agile nei confronti degli investimenti per sfruttare le opportunità che scaturiranno dai cambiamenti delle politiche monetarie, dagli sviluppi politici e dalle grandi innovazioni tecnologiche.

In particolare, l'aumento dei tassi d'interesse potrebbe favorire il settore finanziario globale. Gli sviluppi politici schiudono opportunità negli Stati Uniti in relazione alla riforma fiscale e alla deregulation, soprattutto nei comparti della finanza, dell'energia e della sanità. Nell'ambito delle grandi innovazioni tecnologiche, è possibile puntare sulle società che beneficiano dei trend a lungo termine in aree quali dati digitali, automazione e robotica, e mobilità intelligente. Inoltre, gli hedge fund costituiscono ancora un'importante componente dei portafogli, soprattutto ora che il contesto favorisce la generazione di alfa da parte dei gestori attivi.



Claus Pescha. Unsplash

Equilibrio

La costruzione di un portafoglio bilanciato è una strategia d'investimento sempre valida. Ma, alla luce delle sfide rappresentate da fattori quali l'inasprimento monetario, gli sviluppi politici, le grandi innovazioni tecnologiche, e i cambiamenti ambientali e sociali, nel 2018 sarà particolarmente importante mantenere il portafoglio in equilibrio.

Diversificazione tra asset class

In base all'evoluzione dei nostri temi relativi a inasprimento monetario, sviluppi politici, grandi innovazioni tecnologiche e sfide della sostenibilità nel contesto della continua crescita dell'economia mondiale, un sovrappeso o un sottopeso in una determinata asset class potrebbero mettere in pericolo la performance.

Un sottopeso nel comparto azionario può contribuire a ridurre l'esposizione agli eventi politici, ma non permette agli investitori di beneficiare appieno della crescita economica e degli sviluppi tecnologici, impedendo ai portafogli di tenere il passo dell'inflazione.

Un sottopeso nel reddito fisso potrebbe rivelarsi favorevole in caso di rialzo dei tassi d'interesse, ma esporrebbe i portafogli a brusche flessioni in presenza di shock politici estremi (come un conflitto militare tra Stati Uniti e Corea del Nord), quando le posizioni obbligatorie contribuirebbero probabilmente a proteggerli da pesanti ribassi.

Un sottopeso negli strumenti alternativi non sembra penalizzare i portafogli nelle fasi in cui azioni e obbligazioni si diversificano a vicenda,

Precedenti storici

Con lo scoppio della bolla dotcom, le azioni statunitensi hanno subito una perdita del 46%, contro quella di appena il 12% dei portafogli diversificati. Nel periodo 2008–09, il mercato azionario americano ha ceduto il 51%, contro il 29% dei portafogli diversificati.

ma potrebbe accrescere notevolmente il rischio di volatilità se l'inasprimento monetario determinasse un movimento sincronizzato delle due asset class.

Crediamo che la strategia più efficace per operare con successo sui mercati consista in una combinazione equilibrata di azioni, obbligazioni e strumenti alternativi.

Diversificazione geografica

La diversificazione geografica contribuirà a ridurre l'esposizione degli investitori ai rischi monetari e politici. A nostro avviso gli eventi politici domineranno la scena anche nel 2018;

Precedenti storici

Gli investitori che detengono posizioni concentrate in un unico mercato hanno probabilmente registrato risultati molto più altalenanti di quelli ottenuti dagli investitori globali. Da quando le piazze azionarie globali hanno raggiunto i minimi dopo la crisi finanziaria, nel 2009, solo un mercato azionario del G20 ha mostrato una volatilità inferiore a quella dell'indice MSCI All Country World. E sebbene sia ormai dal 2009 che l'indice globale non registra una fase ribassista forte e prolungata (pari o superiore al 20%), 15 Paesi del G20 hanno accusato ribassi di oltre il 20% nello stesso periodo.

individuamo le principali fonti di rischi politici in Arabia Saudita, Brasile, Messico, Regno Unito, Russia, Spagna e Sudafrica, mentre le «incognite ignote» potrebbero verificarsi ovunque. Agli investitori che vogliono diminuire l'esposizione all'incertezza politica basterà semplicemente diversificare i portafogli su scala globale. Di solito gli sviluppi politici hanno un impatto modesto o di breve durata sui mercati globali.

La diversificazione geografica può anche contribuire a contenere i rischi legati alla politica monetaria. Stati Uniti, Regno Unito, eurozona, Svizzera e Giappone si trovano tutti in fasi diverse del rispettivo ciclo economico e monetario. Per questo motivo, un aumento dell'inflazione o un eventuale errore delle banche centrali dovrebbero avere solo ricadute locali. Gli investitori che diversificano le posizioni tra vari blocchi di politica monetaria e coprono il rischio di cambio riducono l'esposizione a eventuali errori delle autorità e a una potenziale risalita dell'inflazione.

Diversificazione tra titoli e settori

Le grandi innovazioni tecnologiche, gli sviluppi politici e l'inasprimento monetario fanno aumentare i rischi specifici legati ai singoli titoli e settori. Questo contesto genera opportunità per i gestori attivi e gli investitori in cerca di occasioni mirate, ma comporta anche rischi di sottoperformance per gli operatori privati, che possono essere mitigati mediante la diversificazione a livello di titoli e settori.

Nell'ultimo anno non sono mancati chiari esempi del forte impatto che possono esercitare questi trend.

- **L'indice Dow Jones Food Retail & Wholesale** ha perso oltre il 9% la settimana in cui Amazon ha annunciato di aver raggiunto un accordo per l'acquisizione di Whole Foods, con il potenziale di rivoluzionare il settore della distribuzione alimentare mediante la tecnologia. Nei quattro mesi successivi, l'indice settoriale ha nuovamente sottoperformato del 10% l'indice generale (cfr. figura 3.2).

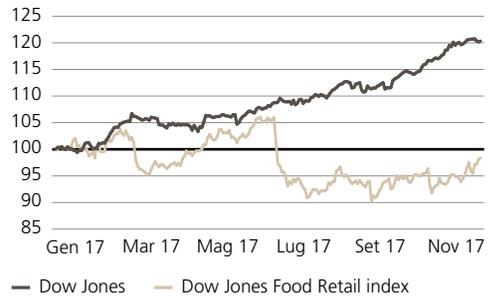
- **I Real Estate Investment Trust (REIT)** americani esposti al settore della distribuzione hanno sottoperformato il più ampio indice dei REIT statunitensi di quasi il 20% da inizio anno, in parte a causa dei timori circa l'impatto delle grandi innovazioni tecnologiche sul comparto.

Per gli investitori che si trovano nel settore sbagliato al momento sbagliato, ogni notizia imprevista nel campo della tecnologia, della politica e delle decisioni delle banche centrali può innescare una notevole sottoperformance del portafoglio. La diversificazione a livello di titoli e settori aiuta a proteggere e far crescere il patrimonio a lungo termine.

Figura 3.2

Gli eventi perturbanti possono colpire interi settori

Indici Dow Jones Industrial Average e Dow Jones Food Retail, rendimento totale, ribasati



Fonte: Bloomberg

Precedenti storici

I singoli titoli, anche quelli di società apparentemente sicure e stabili, sono fondamentalmente più rischiosi delle posizioni diversificate. Negli ultimi tre anni nessun titolo dell'S&P 500 è stato meno volatile dell'indice nel suo complesso (la volatilità dell'S&P 500 si è attestata all'11,6%, mentre quella delle singole azioni è stata compresa tra il 12,6% e l'80,8%) e nello stesso periodo anche i titoli del mercato svizzero considerati più sicuri, come Nestlé (15,6%), Roche (19,0%) e Novartis (20,8%), hanno registrato una volatilità pari o superiore a quella dell'indice dei mercati emergenti (16,7%).

Calma

L'eccesso di informazioni e le distrazioni sono trappole sempre pronte a cogliere di sorpresa gli investitori. È essenziale mantenere un orientamento di lungo periodo, che può anche favorire la performance di breve termine.

Vivendo in un mondo sempre più connesso, molti investitori ricevono continuamente informazioni da più parti e il 2018 non sarà da meno. Ciascuna delle tendenze principali che abbiamo identificato genererà innumerevoli notizie. Il graduale ritiro delle politiche di allentamento monetario sarà segnato da numerosi incontri e comunicati delle banche centrali da analizzare e interpretare. Le grandi innovazioni tecnologiche ci riservano lanci di prodotti, fusioni e acquisizioni, e nuovi ingressi sul mercato. E gli sviluppi politici susciteranno speculazioni sui negoziati e sulle elezioni, nonché un numero incalcolabile di tweet.

L'ampia disponibilità di informazioni dovrebbe consentire agli investitori di assumere decisioni più ragionate, ma un eccesso di informa-

zioni può rivelarsi controproducente e portare a decisioni sbagliate.

Le persone tendono per natura a cercare dati che avvalorino le loro opinioni e convinzioni (il cosiddetto bias di conferma). Gli investitori finiscono quindi per ignorare involontariamente dati importanti, basando le proprie decisioni unicamente sulle informazioni che convalidano il loro pensiero. Inoltre, il cosiddetto recency bias induce gli investitori a dare un'importanza eccessiva agli ultimi dati di cui vengono a conoscenza, mentre il comportamento del gregge può portare a copiare indiscriminatamente le decisioni altrui. In altre parole, gli investitori possono dare troppo credito alle informazioni con cui si trovano già d'accordo, alle ultime notizie di stampa o a ciò che fanno gli altri, trascurando l'analisi fondamentale.

L'accesso istantaneo ai dati di mercato e di portafoglio può modificare le preferenze di un investitore in termini di rischio e anche generare confusione tra segnali e interferenze. Probabilmente gli investitori che controllano l'andamento del proprio portafoglio ogni giorno o settimana si espongono a informazioni



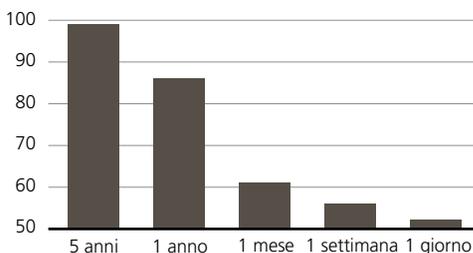
Getty Images

superflue. Ad esempio, un fondo con un ottimo information ratio (rapporto rendimento/rischio) di 1x ha una probabilità dell'86% di produrre una performance positiva in un periodo di un anno. Ma la probabilità che registri una performance positiva in un dato mese è solo del 61% e quella per un dato giorno scende addirittura al 52% (cfr. figura 3.3). La generazione di rendimenti positivi o negativi a breve termine è piuttosto casuale. Gli investitori che controllano spesso la performance devono anche fare i conti più di frequente con le perdite di portafoglio e questa esperienza può renderli più avversi al rischio (e quindi ridurre la loro capacità di

Figura 3.3

La performance giornaliera non dà quasi nessuna informazione utile

Probabilità di rendimento positivo di un fondo con information ratio pari a 1x in un dato orizzonte temporale, in %



Fonte: UBS

ottenere rendimenti a lungo termine), un fenomeno noto come avversione miope alle perdite.

Inoltre, l'aumento di informazioni e l'accesso ai dati possono indurre nella tentazione di negoziare più spesso, ma è dimostrato che il trading frequente danneggia i portafogli. Secondo uno studio condotto da Barber e Odean (2000), ogni anno gli investitori privati modificano in media il 75% del proprio portafoglio azionario e sottoperformano le strategie buy-and-hold dell'1,5% l'anno. La nostra analisi delle decisioni di acquisto e di vendita degli investitori in fondi comuni tra aprile 2007 e marzo 2016 indica una sottoperformance dello 0,9% l'anno per gli investitori in fondi di azioni «core» rispetto al fondo stesso. A nostro avviso, per investire con successo l'anno prossimo sarà essenziale mantenere la calma nonostante il bombardamento di informazioni; ma rendersene conto è una cosa, farlo è un'altra. Diamo agli investitori tre consigli operativi che possono essere di aiuto in questo senso.

Primo: cercare fonti di informazioni che giungano a conclusioni diverse dalle proprie o che vadano controcorrente rispetto alla propria visione degli investimenti può contribuire a eliminare il bias di conferma e il recency bias. Il nostro processo d'investimento comprende

l'UBS Investor Forum, durante il quale le nostre opinioni vengono dibattute e messe in discussione da gestori esterni all'azienda.

Secondo: stabilire controlli regolari ma poco frequenti della performance del portafoglio può ridurre l'esposizione a un eccesso di informazioni superflue che altrimenti potrebbero essere scambiate per segnali. Se il portafoglio d'investimento è adeguatamente bilanciato, controllarlo troppo spesso non apporta alcun beneficio.

Terzo: è essenziale rimanere pazienti e disciplinati. L'inizio dell'anno è un buon momento per ripensare alla propria strategia d'investimento, dando risposta alle seguenti domande: come investire in chiave strategica per realizzare i propri obiettivi e le proprie ambizioni, in quale misura discostarsi dal proprio piano a lungo termine per sfruttare opportunità inattese, come comportarsi in caso di perdite e con quale frequenza ribilanciare il portafoglio. Rispettare la strategia stabilita è essenziale per il successo degli investimenti nel lungo periodo. Un'asset allocation strategica sbagliata, l'involontaria modifica dei pesi delle singole asset class in portafoglio e, soprattutto, non rimanere investiti sono alcune delle principali cause di distruzione del patrimonio a lungo termine.

Azioni

In apertura di 2018

- **Sovrappeso nelle azioni globali:** cominciamo l'anno con un sovrappeso nelle azioni globali. La vigorosa crescita dell'economia mondiale dovrebbe generare un'espansione degli utili dell'8–12% e ci aspettiamo che le banche centrali procedano con gradualità sulla strada dell'inasprimento monetario.
- **Preferenza per le azioni dell'eurozona:** a livello geografico privilegiamo le azioni della zona euro, che manteniamo in sovrappeso rispetto a quelle del Regno Unito. Gli indicatori anticipatori dell'economia dell'eurozona si attestano ai livelli più alti da diversi anni e le società della regione sono altamente esposte a un miglioramento del ciclo economico globale.
- **Enfasi su smart beta e tecnologia:** tra i nostri temi preferiti figurano le strategie smart beta statunitensi e le tecnologie trasformative.

A lungo termine

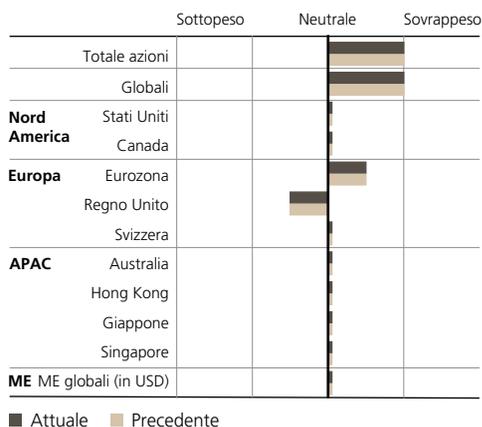
Pur essendo esposte a eventuali sorprese di breve termine sul fronte della crescita economica, della politica monetaria e degli sviluppi geopolitici, le azioni hanno dimostrato di essere gli strumenti più efficaci per far aumentare il patrimonio nel lungo periodo, con un rendimento del mercato statunitense del 9,6% annualizzato negli ultimi 90 anni. L'anno prossimo i rendimenti saranno probabilmente inferiori ai livelli degli ultimi anni (circa 6-8%), ma comunque superiori a quelli di altre asset class.

Temi per il 2018

- **Smart beta Stati Uniti:** l'esposizione diversificata a fattori «smart beta», quali momentum, qualità, bassa capitalizzazione, peso in funzione del rischio, valore e rendimento, può produrre una sovraperformance di lungo periodo. In base al backtesting storico dei risultati dal 2001 ad oggi, un portafoglio statunitense che attribuisce pari pesi a questi sei fattori avrebbe sovraperformato l'indice MSCI USA del 2,1% l'anno.
- **Tecnologie trasformative:** a nostro avviso, le società che partecipano attivamente alle grandi innovazioni tecnologiche possono sovraperformare il mercato più ampio. Siamo ottimisti nei confronti dei titoli tecnologici statunitensi, che figurano tra i nostri settori preferiti, e raccomandiamo investimenti a più lungo termine in aree quali automazione e robotica, dati digitali e mobilità intelligente.

Posizionamento TAA

Preferenze (a 6 mesi)



Preferenze su base coperta (esclusi i movimenti valutari)

Fonte: UBS, dati al 16 novembre 2017

Obbligazioni

In apertura di 2018

- **Leggero aumento dei rendimenti obbligazionari:** nel quadro della stretta monetaria, ci aspettiamo un moderato aumento dei rendimenti per le obbligazioni a breve e media scadenza, mentre quelli a lungo termine sono più vicini al valore equo.
- **Scarse opportunità nelle obbligazioni high yield:** il potenziale di rialzo dell'high yield statunitense è limitato dai bassi livelli degli spread, mentre i rendimenti dell'high yield europeo (in sottopeso) si attestano ai minimi storici a quota 3,0%.
- **Opportunità selezionate negli emergenti:** le valutazioni risultano più convenienti che in altre regioni e dovrebbero essere sostenute dall'accelerazione della crescita economica.

A lungo termine

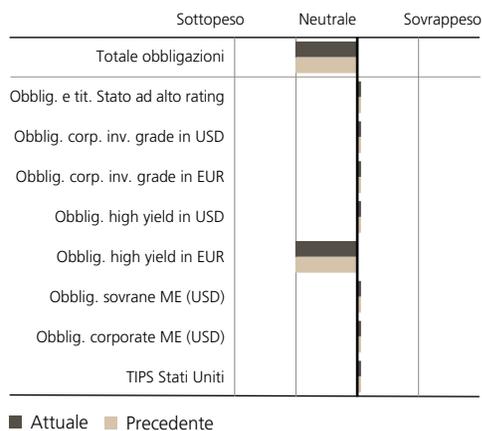
Dati i livelli estremamente bassi dei rendimenti, difficilmente le performance di lungo periodo saranno in linea con la media storica. Tuttavia, il reddito fisso dovrebbe beneficiare di alcuni fattori strutturali, come la bassa crescita economica a lungo termine, l'invecchiamento della popolazione e le pressioni normative. Nel lungo periodo ci aspettiamo ritorni dello 0-5% (a seconda della valuta e del rischio di credito) e crediamo che il reddito fisso rimanga tuttora una componente essenziale all'interno dei portafogli ben diversificati.

Temi per il 2018

- **Singole obbligazioni emergenti:** il contesto globale dovrebbe continuare a sostenere il ciclo economico e del credito dei mercati emergenti e intravediamo opportunità su alcuni titoli specifici. A nostro avviso, un portafoglio a gestione attiva di obbligazioni sovrane e corporate emergenti potrebbe produrre rendimenti del 5% circa nei prossimi 12 mesi. Nei portafogli a reddito fisso, sovrappesiamo le obbligazioni emergenti rispetto all'high yield in euro.

Posizionamento TAA

Preferenze (a 6 mesi)



Fonte: UBS, dati al 16 novembre 2017

Investimenti alternativi

In apertura di 2018

- **La bassa correlazione dovrebbe favorire la generazione di alfa:** la correlazione tra singoli titoli dell'S&P 500, che si attesta ai minimi degli ultimi 10 anni, dovrebbe rimanere molto bassa con la conclusione delle politiche monetarie espansive. Storicamente questo fattore favorisce la generazione di alfa.
- **La dispersione delle valutazioni genera opportunità di ritorno verso la media:** la dispersione dei rendimenti azionari è ancora esigua, ma – alla luce dell'elevata dispersione dei multipli valutativi – potrebbe aumentare se i mercati cominciassero a concentrarsi sulle valutazioni relative.
- **Pronti per la stretta monetaria:** storicamente gli hedge fund tendono a sovraperformare le altre asset class nelle fasi d'inasprimento della politica monetaria.

A lungo termine

Secondo i nostri calcoli, la maggior parte degli investitori dovrebbe destinare il 14-18% del proprio portafoglio al settore degli hedge fund. Gli operatori che tollerano meglio l'illiquidità possono impiegare fino al 40% del capitale sui mercati non tradizionali. Un investimento in hedge fund può contribuire a migliorare i rendimenti e ridurre la volatilità di un portafoglio composto solo da azioni e obbligazioni. Anche i mercati privati dovrebbero a nostro avviso sovraperformare i mercati quotati a lungo termine grazie al premio per l'illiquidità. La diversificazione a livello di gestori e stili è essenziale per stabilizzare i rendimenti e ridurre il rischio legato ai singoli gestori.

Posizioni più convincenti

Continuiamo a raccomandare strategie che attuano approcci d'investimento differenziati a bassa direzionalità e che mirano a generare rendimenti decorrelati rispetto a quelli dei mercati tradizionali. Intravediamo alcune opportunità anche tra le strategie azionarie event driven.

Valute

In apertura di 2018

- **Sovraperformance delle valute ad alto beta rispetto alle valute rifugio:** il contesto favorevole della crescita mondiale dovrebbe nel complesso sostenere le valute percepite come più rischiose (ad es. SEK, EUR e valute emergenti) rispetto alle valute rifugio (CHF, JPY e USD).
- **Probabile aumento della volatilità:** l'incertezza circa il ritmo e l'ordine degli interventi compiuti dalle banche centrali sul fronte dell'inasprimento della politica monetaria dovrebbe generare un aumento della volatilità dei cambi, accrescendo l'importanza delle coperture.

A lungo termine

Se a breve termine (3-6 mesi) gli investitori possono trarre vantaggio dai movimenti valutari, nell'universo del G10 non sono a nostro parere disponibili rendimenti sul carry trade sufficienti a compensare il rischio di cambio. Inoltre, l'esposizione valutaria non offre la possibilità di realizzare extra rendimenti sugli investimenti azionari od obbligazionari a lungo termine. In generale consigliamo quindi agli investitori di fare ricorso alle coperture perché le valute delle loro attività corrispondano a quelle delle loro passività e spese regolari.

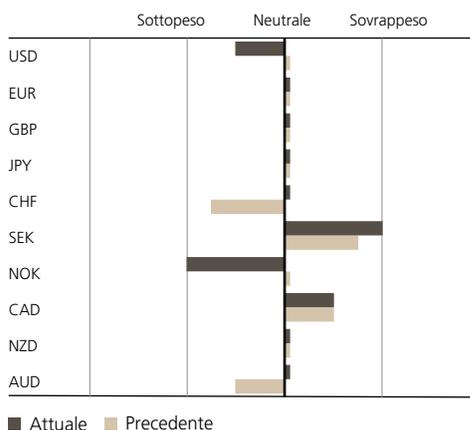
Posizioni più convincenti

Nell'ambito dell'asset allocation tattica, in apertura d'anno deteniamo due posizioni valutarie.

- **Sovrappeso nella SEK rispetto alla NOK:** la corona svedese è la nostra prima scelta per i prossimi 12 mesi. In Svezia, la robusta crescita economica e l'accelerazione dell'inflazione dovrebbero indurre la banca centrale ad alzare i tassi d'interesse, a vantaggio della SEK. In Norvegia, invece, il calo del mercato immobiliare e dell'inflazione giustifica un andamento stabile dei tassi e influisce negativamente sulla NOK.

Posizionamento TAA

Preferenze (a 6 mesi)



Fonte: UBS, dati al 16 novembre 2017

- **Sovrappeso nel CAD rispetto all’USD:** siamo ottimisti nei confronti del dollaro canadese. Alla luce della robusta crescita economica e dell’aumento dei salari in Canada, ci aspettiamo che la banca centrale alzi i tassi a un ritmo pari, se non superiore, a quello della Federal Reserve statunitense. Il CAD dovrebbe registrare un apprezzamento in base agli attuali differenziali swap reali e, a parità di potere d’acquisto, ci sembra sottovalutato rispetto all’USD.
- **Sterlina britannica:** a nostro giudizio la sterlina rimarrà stabile rispetto al dollaro, ma si indebolirà nei confronti dell’euro. Nel breve periodo la valuta britannica sarà sostenuta dal recente rialzo dei tassi d’interesse locali, ma a lungo termine verrà penalizzata dal deterioramento dell’economia del Regno Unito e dall’incertezza legata alla Brexit.
- **Yen giapponese:** a fine 2018 la Bank of Japan potrebbe essere l’unica banca centrale ad attuare ancora una politica di quantitative easing, con un impatto negativo sullo yen. La portata del deprezzamento della valuta giapponese dipenderà dal ritmo dell’inasprimento monetario statunitense.

Singole valute

- **Dollaro statunitense:** ci aspettiamo un moderato indebolimento del biglietto verde nel corso dell’anno. A breve termine l’USD potrebbe essere sostenuto dalle riforme fiscali, ma nel lungo periodo dovrebbe risentire del doppio deficit di bilancio e delle partite correnti.
- **Euro:** la solida espansione dell’eurozona, la crescente fiducia nella capacità della BCE di gestire i rischi politici, l’avanzo di parte corrente elevato e in aumento e il ritmo moderato della stretta monetaria americana dovrebbero dare sostegno alla moneta unica l’anno prossimo e anche oltre.
- **Franco svizzero:** ci attendiamo un moderato deprezzamento del franco rispetto all’euro, poiché l’accelerazione della crescita mondiale riduce la domanda di valute rifugio.

Materie prime

In apertura di 2018

- **Un buon inizio:** nel primo semestre dell'anno, la vigorosa attività economica globale in tutte le regioni dovrebbe dare impulso alla domanda e alle quotazioni delle materie prime. La crescita della domanda petrolifera è superiore alla media tendenziale e il calo della produzione di metalli industriali in Cina fornirà sostegno ai prezzi.
- **Una fine meno brillante:** ci aspettiamo che i guadagni del primo semestre sfumino entro fine anno. La maggiore domanda di greggio sarà più che compensata dall'incremento dell'offerta nelle Americhe e da parte dell'OPEC nel secondo semestre.

A lungo termine

La nostra asset allocation strategica non include un'esposizione alle commodity, poiché gli indici diversificati delle materie prime non compensano adeguatamente gli investitori per la volatilità che comportano a lungo termine.

Posizioni più convincenti

La robusta crescita della domanda e i perduranti problemi dal lato dell'offerta dovrebbero favorire un aumento dei prezzi del rame e dell'alluminio nel 2018. La chiusura di alcuni centri di produzione di alluminio in Cina potrebbe contribuire in modo particolare. Le quotazioni dell'oro e dell'argento beneficeranno invece del deprezzamento dell'USD e delle rinnovate pressioni inflazionistiche.

I tassi reali negativi negli Stati Uniti sostengono un rialzo dei metalli preziosi.

Singole materie prime

- **Petrolio:** le quotazioni petrolifere dovrebbero segnare un picco nella prima parte dell'anno. La crescita della domanda si mantiene al di sopra della media tendenziale, ma sarà più che compensata dall'incremento dell'offerta nelle Americhe e da parte dell'OPEC nel secondo semestre. Ci aspettiamo che il Brent scambi a 57 dollari il barile tra 12 mesi.
- **Metalli industriali:** il calo della produzione in Cina e l'aumento della domanda da parte del settore industriale forniranno sostegno ai prezzi. Dato che la riduzione dell'offerta interessa alcuni metalli più di altri, le performance non saranno omogenee.
- **Oro:** l'inasprimento monetario e la crescita mondiale metteranno alla prova le quotazioni aurifere, ma l'incertezza geopolitica, l'aumento dell'inflazione e l'indebolimento del dollaro dovrebbero sostenerne la domanda, soprattutto nel 2018. Ci aspettiamo che l'oro raggiunga 1325 dollari l'oncia tra 12 mesi.
- **Merci agricole:** i prezzi dei prodotti agricoli si apprestano a risalire dai minimi. I rapporti tra scorte e consumi hanno raggiunto il punto massimo, secondo le nostre stime, e le crescenti probabilità di un evento La Niña accrescono i rischi meteorologici.

Previsioni economiche

	Crescita del PIL (%)				Inflazione (%)			
	2016	2017P	2018P	2019P	2016	2017P	2018P	2019P
Americhe								
Stati Uniti	1,5	2,2	2,2	2,3	2,1	1,9	2,0	2,3
Brasile	-3,6	0,5	3,1	2,7	6,3	3,1	3,7	4,2
Canada	1,5	3,6	2,5	2,3	1,5	1,3	2,1	2,2
Europa								
Eurozona	1,8	2,3	1,9	1,7	1,1	1,1	1,6	1,6
- Germania	1,9	2,2	1,9	1,6	1,7	1,1	2,0	1,7
- Francia	1,1	1,8	1,8	1,6	0,8	1,0	1,6	1,5
- Italia	1,1	1,5	1,3	1,0	0,5	0,8	1,4	1,2
- Spagna	3,3	3,1	2,3	1,9	1,4	0,9	1,4	1,5
Regno Unito	1,8	1,5	1,1	1,1	1,2	3,0	2,5	2,1
Russia	-0,2	1,9	1,7	1,8	5,4	3,0	4,2	4,0
Svizzera	1,4	0,8	1,8	1,8	-0,4	0,5	0,6	0,9
Asia								
Cina	6,7	6,8	6,4	6,3	2,1	1,5	2,2	1,9
Giappone	1,0	1,8	1,8	1,1	0,1	0,8	1,5	3,4
India	7,1	6,6	7,4	7,7	3,6	4,4	4,0	4,2
Corea del Sud	2,8	3,0	3,0	3,0	1,3	2,0	2,1	2,8
Economie avanzate	1,6	2,2	2,1	2,0	1,4	1,5	1,9	2,2
Mercati emergenti	4,4	5,1	5,2	5,3	3,9	3,3	3,4	3,2
Mondo	3,1	3,8	3,8	3,8	2,8	2,5	2,7	2,8

Fonte: UBS, dati al 20 novembre 2017

Tassi e titoli di Stato

	Tassi di riferimento			Rendimenti a 10 anni (%)		
	Attuali	Fine 2017	Fine 2018	Spot	6m	12m
USD	1,00-1,25	1,25-1,50	1,75-2,00	2,36	2,50	2,50
EUR	-0,40	-0,40	-0,40	0,36	0,60	0,70
CHF	-0,75	-0,75	-0,50	-0,16	0,00	0,10
GBP	0,50	0,50	0,50	1,29	1,50	1,70
JPY	-0,05	-0,05	-0,05	0,03	0,15	0,20

Fonte: UBS, dati al 20 novembre 2017

Materie prime

	Spot	6 mesi	12 mesi
Greggio Brent (USD/bbl)	62.0	57.0	57.0
Greggio WTI (USD/bbl)	56.2	53.0	53.0
Oro (USD/oz)	1288	1250	1325
Argento (USD/oz)	17.0	17.5	18.5
Rame (USD/mt)	6777	7100	7100

Fonte: UBS, dati al 20 novembre 2017

Valute

Mercati sviluppati

	Spot	6 mesi	12 mesi	PPA
EURUSD	1.18	1.22	1.25	1.26
USDJPY	112	115	115	76
GBPUSD	1.32	1.36	1.36	1.59
USDCHF	0.99	0.97	0.95	0.96
EURCHF	1.17	1.18	1.19	1.21
EURGBP	0.89	0.90	0.92	0.80
AUDUSD	0.76	0.79	0.79	0.70
USDCAD	1.28	1.20	1.20	1.19
EURSEK	9.97	9.20	9.20	9.06
EURNOK	9.75	9.60	9.80	9.95

Fonte: UBS, dati al 20 novembre 2017

Mercati emergenti

	Spot	6 mesi	12 mesi
USDCNY	6.64	6.55	6.50
USDIDR	13 529	13 500	13 500
USDINR	65.00	64.00	64.00
USDKRW	1100	1080	1060
USDRUB	59.40	58.00	55.00
USDTRY	3.90	3.60	3.80
USDBRL	3.26	3.00	2.90
USDMXN	19.00	18.50	19.00

Fonte: UBS, dati al 20 novembre 2017

Eventi principali

2017

- Nov** — ■ 30 novembre, riunione OPEC
- Dic**
- ■ 8 dicembre, tetto del debito statunitense
- ■ 13 dicembre, riunione FOMC
- ■ 14 dicembre, riunione BCE
- ■ 14 dicembre, revisione al Congresso dell'accordo con l'Iran sul nucleare

2018

- Gen**
- ■ 23–26 gennaio, 48° incontro annuale World Economic Forum
- ■ 23 gennaio, riunione BoJ
- ■ 25 gennaio, riunione BCE
- ■ 31 gennaio, riunione FOMC
- Feb**
- ■ 8 febbraio, riunione BoE
- Mar**
- ■ 8 marzo, riunione BCE
- ■ 9 marzo, riunione BoJ
- ■ 13-15 marzo, World Economic Forum sull'America Latina
- ■ 21 marzo, riunione FOMC
- ■ 22 marzo, riunione BoE
- ■ Fine marzo, elezioni politiche in Italia
- Apr**
- ■ 26 aprile, riunione BCE
- ■ 27 aprile, riunione BoJ
- Mag**
- ■ 23 maggio, riunione FOMC
- ■ 10 maggio, riunione BoE
- Lug**
- ■ 1° luglio, elezioni politiche in Messico
- Set**
- ■ 13 settembre, riunione BCE (possibile fine QE)
- Ott**
- ■ Ottobre, scadenza accordo sui negoziati per la Brexit
- Nov**
- ■ 6 novembre, elezioni di metà mandato Stati Uniti
- Dic**

Categorie di rischio

- Politica monetaria
- Credit crunch in Cina
- Politica mercati emergenti
- Politica Europa
- Sviluppi geopolitici
- Ascesa del protezionismo
- Trumponomics
- Politica Stati Uniti

Monitoraggio costante

- **Politica monetaria**
 - Dichiarazioni dei maggiori esponenti delle banche centrali
 - Dati legati all'inflazione (es. IPC, crescita dei salari, disoccupazione)
- **Credit crunch in Cina**
 - PMI e produzione industriale
 - Investimenti fissi e in infrastrutture
 - Riserve valutarie
- **Politica Europa**
 - Negoziati sulla Brexit
 - Indipendenza Catalogna
 - Elezioni politiche in Italia
 - Crisi dei rifugiati nella UE
- **Sviluppi geopolitici**
 - Relazione tra Stati Uniti e Cina (ad es. Politica di una sola Cina, Mar Cinese Meridionale)
 - Sviluppi geopolitici, tranne la relazione tra Stati Uniti e Cina (ad es. Medio Oriente)
 - Attacchi informatici
 - Sanzioni (ad es. Russia, Iran)
- **Ascesa del protezionismo**
 - Negoziati sugli accordi di libero scambio nuovi e in essere (ad es. NAFTA)
 - Nuovi dazi su beni e servizi (es. dazio del 45% sulle merci cinesi)
 - Negoziati tra UE e Regno Unito
- **Trumponomics**
 - Politiche di Trump
 - 1) Riforma fiscale
 - 2) Deregulation
 - 3) Spesa pubblica
 - 4) Impegno globale

Year Ahead 2018 – UBS House View

Questo rapporto è stato redatto da UBS SA, UBS Switzerland AG e UBS Financial Services Inc. («UBS FS»).

Editor in chief

Kiran Ganesh

Editor

Tom Gundy
Russell Comer

Design/Desktop publishing

CIO Content Design

Stampa

Neidhart + Schön AG

Chiusura redazionale

21 novembre 2017

Lingue

Pubblicato in italiano, inglese, tedesco, francese, spagnolo, portoghese, russo, cinese (tradizionale e semplificato) e giapponese.

Contatto

ubs-cio-wm@ubs.com
ubs.com/cio

Ordini e abbonamenti

In qualità di cliente UBS può abbonarsi alla versione stampata di Year Ahead 2018 – UBS House View rivolgendosi al suo Client Advisor o scrivendo alla mailbox Printed & Branded Products: sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com.

Può anche effettuare l'abbonamento elettronico nella sezione Investment Views della piattaforma e-banking di UBS.

SAP-Nr. 822511-1701

Disclaimer

Ricerca finanziaria generica – Informazioni sui rischi: le opinioni d'investimento di UBS Chief Investment Office WM sono elaborate e pubblicate da Wealth Management e Personal & Corporate Banking o Wealth Management Americas, divisioni di UBS AG (disciplinata dalla FINMA in Svizzera) o da una sua affiliata o consociata («UBS»). In alcuni paesi, UBS AG viene indicata come UBS SA. Questo materiale viene distribuito solo a fini informativi e non rappresenta un'offerta né una sollecitazione di offerta diretta per l'acquisto o la vendita di prodotti d'investimento o di altri prodotti specifici. Alcuni prodotti e servizi sono soggetti a restrizioni legali e non possono essere offerti in tutto il mondo in modo incondizionato e/o potrebbero non essere idonei alla vendita a tutti gli investitori. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo materiale sono state ottenute da fonti ritenute attendibili e in buona fede; tuttavia, si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per l'eventuale mancanza di correttezza o completezza (a eccezione della divulgazione di informazioni relative a UBS). Tutte le informazioni e le opinioni così come i prezzi indicati si riferiscono unicamente alla data della presente pubblicazione e sono soggetti a cambiamenti senza preavviso. I prezzi di mercato riportati nei grafici e nelle tabelle di performance corrispondono ai corsi di chiusura della rispettiva borsa principale. L'analisi contenuta nella presente pubblicazione si basa su numerosi presupposti. Presupposti diversi potrebbero dare risultati sostanzialmente diversi. Le opinioni qui espresse possono discostarsi o essere contrarie alle opinioni espresse da altri dipartimenti o divisioni di UBS a seguito dell'utilizzo di presupposti e/o criteri diversi. UBS e ogni suo dirigente o dipendente possono in ogni momento essere autorizzati a detenere posizioni lunghe o corte in strumenti d'investimento menzionati in questa pubblicazione, effettuare operazioni che coinvolgono tali strumenti d'investimento in conto proprio o in conto terzi o fornire qualsiasi altro servizio o avere funzionari che operano in qualità di dirigenti nei confronti dell'emittente, dello strumento d'investimento stesso o di una società commercialmente o finanziariamente collegata a tali emittenti. In ogni momento, le decisioni d'investimento (compresa la scelta di acquistare, vendere o detenere titoli) prese da UBS e dai suoi dipendenti possono differire o essere contrarie alle opinioni espresse nelle pubblicazioni di ricerca di UBS. Alcuni investimenti possono non essere immediatamente realizzabili, dal momento che lo specifico mercato può essere illiquido, e di conseguenza la valutazione dell'investimento e la determinazione del rischio possono essere difficili da quantificare. UBS fa affidamento su barriere all'informazione per controllare il flusso di informazioni contenute in una o più aree di UBS verso altre aree, unità, divisioni o affiliate di UBS. Le operazioni su future e opzioni non sono idonee a tutti gli investitori poiché comportano un elevato rischio di perdita e possono generare perdite superiori all'investimento iniziale. I risultati passati di un investimento non rappresentano una garanzia dei suoi rendimenti futuri. Maggiori informazioni saranno rese disponibili su richiesta. Alcuni investimenti possono essere soggetti a improvvisi e consistenti perdite di valore e allo smobilizzo dell'investimento è anche possibile ricevere una somma inferiore a quella inizialmente investita o dover effettuare un versamento integrativo. Le variazioni dei corsi di cambio possono avere un effetto negativo sul prezzo, sul valore o sul rendimento di un investimento. L'analista/Gli analisti responsabili della preparazione di questo rapporto può/possono interagire con il personale del trading desk, il personale di vendita e altre unità allo scopo di raccogliere, sintetizzare e interpretare informazioni di mercato. Il trattamento fiscale dipende dalla situazione personale e potrebbe subire variazioni in futuro. UBS non fornisce consulenza legale o fiscale e non rilascia alcuna dichiarazione circa il trattamento fiscale degli attivi o dei loro rendimenti d'investimento, né a titolo generale né in riferimento alla situazione e alle esigenze specifiche del cliente. Ci è impossibile tenere conto degli obiettivi d'investimento, della situazione finanziaria e delle esigenze particolari di ogni singolo cliente e pertanto vi raccomandiamo di rivolgervi a un consulente finanziario e/o fiscale per discutere le implicazioni, comprese quelle fiscali, dell'investimento in qualunque prodotto menzionato nel presente materiale. È vietata la riproduzione o la distribuzione di copie di questo materiale senza la preventiva autorizzazione di UBS. UBS vieta espressamente la distribuzione e il trasferimento di questo materiale a terzi per qualsiasi ragione. UBS non accetta alcuna responsabilità per eventuali pretese o azioni legali di terzi derivanti dall'uso o dalla distribuzione di questo materiale. Questo materiale è destinato alla distribuzione solo secondo le circostanze permesse dal diritto applicabile. Per lo sviluppo delle previsioni economiche del Chief Investment Office (CIO), gli economisti del CIO hanno collaborato con gli economisti impiegati presso UBS Investment Research. Tutte le previsioni e le stime si riferiscono unicamente alla data della presente pubblicazione e sono soggette a cambiamenti senza preavviso. Per informazioni circa le modalità con cui UBS CIO WM gestisce i conflitti e mantiene l'indipendenza delle opinioni d'investimento e della sua gamma di pubblicazioni, e circa le metodologie di ricerca e di rating, si rimanda a www.ubs.com/research. Per ulteriori informazioni circa gli autori della presente pubblicazione e di altre pubblicazioni del CIO eventualmente citate nel presente documento e per richiedere copie di studi passati sullo stesso argomento si prega di rivolgersi al proprio consulente alla clientela.

Gestori patrimoniali esterni/Consulenti finanziari esterni: qualora la presente ricerca o pubblicazione sia fornita a un gestore patrimoniale esterno o a un consulente finanziario esterno, UBS vieta espressamente che questa sia ridistribuita dal gestore patrimoniale esterno o dal consulente finanziario esterno e che sia resa disponibile ai rispettivi clienti e/o terzi. **Arabia Saudita:** la presente pubblicazione è stata autorizzata da UBS Saudi Arabia (una controllata di UBS SA), una società per azioni chiusa dell'Arabia Saudita costituita nel Regno dell'Arabia Saudita, iscritta al registro commerciale con il numero 1010257812 e avente sede legale presso Taweer Towers, Casella postale 75724, Riad 11588, Regno dell'Arabia Saudita. UBS Saudi Arabia è autorizzata e disciplinata dalla Capital Market Authority of Saudi Arabia. **Australia:** il presente avviso viene pubblicato da UBS AG ABN 47 088 129 613 (titolare della licenza Australian Financial Services n. 231087). Il presente documento viene pubblicato e distribuito da UBS AG, nonostante eventuali indicazioni diverse contenute nel documento. Il documento è destinato all'utilizzo esclusivo da parte dei Clienti Wholesale secondo la definizione della Sezione 761G («Wholesale Clients») del Corporation Act 2001 (Cth) (Corporations Act). In nessun caso UBS AG potrà mettere il documento a disposizione di un Cliente Retail secondo la definizione della Sezione 761G («Retail Clients») del Corporations Act. I servizi di ricerca di UBS AG sono offerti unicamente ai Clienti Wholesale. Il documento è costituito da informazioni di carattere generale e non tiene conto degli obiettivi d'investimento o finanziari né della situazione fiscale o di particolari esigenze di una persona specifica. **Austria:** la presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica ai sensi del diritto austriaco, ma a scopo informativo può essere messa a disposizione dei clienti di UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, con sede in Wächtergasse 1, A-1010 Vienna. UBS Europe SE, Niederlassung Österreich è una filiale di UBS Europe SE, un istituto di credito costituito ai sensi del diritto tedesco sotto forma di Societas Europaea, debitamente autorizzato dall'autorità federale tedesca di vigilanza sui servizi finanziari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) e soggetto alla vigilanza congiunta della BaFin, della banca centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e dell'autorità di vigilanza austriaca (Finanzmarktaufsicht, FMA), alle quali la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. **Bahamas:** questa pubblicazione è distribuita ai clienti privati di UBS (Bahamas) Ltd e non può essere distribuita a persona definita come cittadino o residente delle Bahamas dalle Bahamas Exchange Control Regulations. **Bahrain:** UBS è una banca svizzera non autorizzata né sottoposta a vigilanza o regolamentata nel Bahrain dalla Central Bank of Bahrain e non intrattiene attività bancarie o d'investimento nel Bahrain. Per questo motivo, i Clienti non godono di alcuna protezione relativamente alle leggi e ai regolamenti locali sui servizi bancari e d'investimento. **Brasile:** la presente pubblicazione è redatta da UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, entità regolamentata dalla Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Canada:** in Canada, la presente pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS Wealth Management Canada da UBS Investment Management Canada Inc. **Danimarca:** la presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica ai sensi del diritto danese, ma può essere distribuita da UBS Europe SE, Denmark Branch, filial af UBS Europe SE, con sede in Sankt Annæ Plads 13, 1250 Copenhagen, Danimarca, iscritta alla Danish Commerce and Companies Agency con il numero 38 17 24 33. UBS Europe SE, Denmark Branch, filial af UBS Europe SE è una filiale di UBS Europe SE, un istituto di credito costituito ai sensi del diritto tedesco sotto forma di Societas Europaea, debitamente autorizzato dall'autorità federale tedesca di vigilanza sui servizi finanziari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin). UBS Europe SE, Denmark Branch, filial af UBS Europe SE è soggetta alla vigilanza congiunta della BaFin, della banca centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e dell'autorità di vigilanza finanziaria danese (Finanstilsynet), alle quali la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. **EAU:** il presente rapporto di ricerca non costituisce un'offerta, una vendita o una consegna di azioni o altri titoli ai sensi della legislazione degli Emirati Arabi Uniti (EAU). Il contenuto di questo rapporto non è stato e non sarà approvato da alcuna autorità degli Emirati Arabi Uniti, ivi compresa la Central Bank of United Arab Emirates oppure la Dubai Financial Services Authority, la Emirates Securities and Commodities Authority, il Dubai Financial Market, l'Abu Dhabi Securities Market o qualsiasi altra borsa degli EAU. Il presente materiale è destinato solo ai clienti professionali. UBS AG, Dubai Branch è disciplinata dalla DFSA nel DIFC. UBS AG/UBS Switzerland AG non è autorizzata dalla Central Bank of the UAE a fornire servizi bancari negli EAU e non è autorizzata dalla UAE Securities and Commodities Authority. L'Ufficio di rappresentanza di UBS AG ad Abu Dhabi è autorizzato dalla Central Bank of the UAE a operare quale ufficio di rappresentanza. **Franca:** questa pubblicazione è distribuita da UBS (France) S.A.,

société anonyme francese con un capitale sociale di € 125 726 944,69, boulevard Haussmann, F-75008 Parigi, R.C.S. Paris B 421 255 670, ai clienti esistenti e potenziali. UBS (France) S.A. è un fornitore di servizi d'investimento debitamente autorizzato ai sensi del Code Monétaire et Financier e regolamentato dalle autorità bancarie e finanziarie francesi come l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution. **Germania:** la presente pubblicazione è distribuita ai sensi della legge tedesca da UBS Europe SE, Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Francoforte sul Meno. UBS Europe SE è autorizzata e regolamentata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. **Hong Kong:** questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS AG, Hong Kong Branch da UBS AG, Hong Kong Branch, banca autorizzata ai sensi della Hong Kong Banking Ordinance e istituto registrato ai sensi della Securities and Futures Ordinance. **India:** il presente documento è distribuito da UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. Telefono: +912261556000. Numeri di registrazione SEBI: NSE (segmento del mercato dei capitali): INB230951431, NSE (segmento di F&O) INF230951431, BSE (segmento del mercato dei capitali) INB010951437. **Israele:** UBS Switzerland AG è registrata come «Foreign Dealer» in collaborazione con UBS Wealth Management Israel Ltd, un'affiliata interamente controllata da UBS. UBS Wealth Management Israel Ltd è una società di gestione di portafogli autorizzata che svolge anche attività di commercializzazione degli investimenti ed è disciplinata dalla Israel Securities Authority. Questa pubblicazione non sostituisce la consulenza d'investimento e/o la commercializzazione degli investimenti fornita da un soggetto autorizzato in base alle specifiche esigenze dell'investitore. **Italia:** questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS Europe SE, Succursale Italia, via del Vecchio Politecnico 3, 20121 Milano, filiale di una banca tedesca debitamente autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht a prestare servizi finanziari e sottoposta alla supervisione della Consob. **Jersey:** UBS AG, Jersey Branch è regolamentata e autorizzata dalla Jersey Financial Services Commission al fine di svolgere attività bancarie, d'investimento e di gestione di fondi. Qualora i servizi vengano forniti al di fuori di Jersey, non saranno coperti dal quadro regolamentare di Jersey. UBS AG, Jersey Branch è una filiale di UBS AG, una società per azioni quotata in borsa costituita in Svizzera e avente sede legale in Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basilea e Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurigo. La sede principale di UBS AG, Jersey Branch è in 1, JFC Jersey, St Helier, Jersey, JE2 3BX. **Lussemburgo:** la presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica ai sensi del diritto lussemburghese ma a scopo informativo può essere messa a disposizione dei clienti di UBS Europe SE, Luxembourg Branch, con sede in 33A, Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Lussemburgo. UBS Europe SE, Luxembourg Branch è una filiale di UBS Europe SE, un istituto di credito costituito ai sensi del diritto tedesco sotto forma di Societas Europaea, debitamente autorizzato dall'autorità federale tedesca di vigilanza sui servizi finanziari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) e soggetto alla vigilanza congiunta della BaFin, della banca centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e dell'autorità di vigilanza lussemburghese (Commission de Surveillance du Secteur Financier, CSSF), alle quali la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. **Messico:** questo documento è stato distribuito da UBS Asesores México, S.A. de C.V., entità che non fa parte di UBS Grupo Financiero, S.A. de C.V. o di alcun altro gruppo finanziario messicano e le cui obbligazioni non sono garantite da terzi. UBS Asesores México, S.A. de C.V. non garantisce nessun rendimento. **Nuova Zelanda:** il presente avviso è distribuito ai clienti di UBS Wealth Management Australia Limited ABN 50 005 311 937 (titolare della licenza Australian Financial Services n. 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000, da UBS Wealth Management Australia Ltd. La presente pubblicazione o il presente documento UBS le viene fornito poiché lei ha comunicato a UBS di essere un cliente certificato quale investitore wholesale e/o investitore idoneo («Certified Client») con sede in Nuova Zelanda. La presente pubblicazione o il presente documento non è destinato ai clienti che non sono clienti certificati («Non-Certified Client») e se lei è un cliente non certificato non deve farvi affidamento. Se, nonostante questo avviso, farà comunque affidamento sulla presente pubblicazione o sul presente documento, (i) riconosce che non può fare affidamento sui contenuti della presente pubblicazione o del presente documento e che le eventuali raccomandazioni od opinioni contenute nella presente pubblicazione o nel presente documento non sono rivolte né fornite a lei e (ii) nella misura consentita dalla legge (a) tiene indenni UBS e le sue consociate o entità collegate (e i rispettivi amministratori, funzionari, agenti e consulenti, ciascuno una «Relevant Person») per eventuali perdite, danni, passivi o pretese che possano sostenere o subire a seguito di o in relazione al fatto che lei faccia affidamento senza autorizzazione sulla presente pubblicazione o sul presente documento e (b) rinuncia a ogni diritto o facoltà di rivalsa nei confronti delle persone rilevanti per (o in relazione a) eventuali perdite, danni, passivi o pretese che lei possa sostenere o subire a seguito di o in relazione al fatto che lei faccia affidamento senza autorizzazione sulla presente pubblicazione o sul presente documento. **Paesi Bassi:** la presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica o una sollecitazione analoga ai sensi del diritto olandese, ma a scopo informativo può essere messa a disposizione dei clienti di UBS Europe SE, Netherlands Branch, filiale di una banca tedesca debitamente autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht a prestare servizi finanziari e soggetta nei Paesi Bassi alla vigilanza della Autoriteit Financiële Markten (AFM), alle quali questa pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. **Regno Unito:** la presente pubblicazione è approvata da UBS AG, autorizzata e regolamentata dalla Financial Market Supervisory Authority in Svizzera. Nel Regno Unito, UBS AG è autorizzata dalla Prudential Regulation Authority ed è soggetta alla vigilanza della Financial Conduct Authority e alla vigilanza limitata della Prudential Regulation Authority. I dettagli riguardanti la portata della vigilanza da parte della Prudential Regulation Authority sono disponibili su richiesta. Membro del London Stock Exchange. Questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS London nel territorio del Regno Unito. Laddove i prodotti o i servizi forniti provengono da paesi esterni al Regno Unito, gli stessi non saranno coperti dalla legislazione del Regno Unito o dal Financial Services Compensation Scheme. **Repubblica Ceca:** UBS non è una banca autorizzata nella Repubblica Ceca e pertanto non le è consentito fornire servizi bancari o d'investimento regolamentati nella Repubblica Ceca. Il presente materiale è distribuito a scopi di marketing. **Singapore:** per qualsiasi questione derivante da o in connessione con la presente analisi o relazione, si prega di contattare UBS AG, Singapore Branch, un «Exempt Financial Adviser» ai sensi del Singapore Financial Advisers Act (Cap. 110) e banca autorizzata in base al Singapore Banking Act (Cap. 19) sottoposta alla vigilanza della Monetary Authority of Singapore. **Spagna:** questa pubblicazione è distribuita ai propri clienti da UBS Europe SE, Sucursal en España, con sede legale in Calle María de Molina 4, C.P. 28006, Madrid, soggetta alla vigilanza del Banco de España e della Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. UBS Europe SE, Sucursal en España è una filiale di UBS Europe SE, un istituto di credito costituito sotto forma di Societas Europaea, autorizzato e disciplinato dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. **Svezia:** la presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica ai sensi del diritto svedese, ma può essere distribuita da UBS Europe SE, Sweden Bankfilial, con sede in Regeringsgatan 38, 11153 Stoccolma, Svezia, iscritta allo Swedish Companies Registration Office con il numero 516406-1011. UBS Europe SE, Sweden Bankfilial è una filiale di UBS Europe SE, un istituto di credito costituito ai sensi del diritto tedesco sotto forma di Societas Europaea, debitamente autorizzato dall'autorità federale tedesca di vigilanza sui servizi finanziari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin). UBS Europe SE, Sweden Bankfilial è soggetta alla vigilanza congiunta della BaFin, della banca centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e dell'autorità di vigilanza finanziaria svedese (Finansinspektionen), alle quali la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. **Taiwania:** Questo materiale le è stato fornito dietro richiesta pervenuta a UBS da parte sua e/o di persone autorizzate a effettuare tale richiesta per conto suo. Qualora abbia ricevuto il presente materiale per errore, UBS la invita a cancellare l'e-mail e a informare immediatamente la stessa UBS. Il materiale potrebbe non essere stato tagliato, approvato, rifiutato o supportato da alcuna autorità finanziaria o di regolamentazione nella sua giurisdizione. Gli investimenti saranno soggetti a restrizioni e obblighi in materia di trasferimento, come indicato nel materiale. Mediante la ricezione del materiale, lei si impegna a rispettare integralmente tali restrizioni e obblighi. La invitiamo a leggere con attenzione e accertarsi di comprendere il materiale e ad esercitare la dovuta perizia e cura nel valutare il suo obiettivo d'investimento, la sua propensione al rischio e la sua situazione personale rispetto al rischio dell'investimento. In caso di dubbi le consigliamo di ricorrere a una consulenza professionale indipendente. **Taiwan:** il presente documento è fornito da UBS AG, Taipei Branch ai sensi delle leggi di Taiwan, in accordo con i clienti esistenti/potenziali o dietro loro richiesta. **USA:** questa pubblicazione non potrà essere diffusa nel territorio degli Stati Uniti d'America, né potrà essere distribuita a persone di nazionalità statunitense né da collaboratori di UBS con sede negli Stati Uniti d'America. UBS Securities LLC è una succursale di UBS AG e un'affiliata di UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services è una succursale di UBS AG.

