

Market Focus



New York



London



Milan



Moscow



Hong Kong

Outlook

2015

Un 2015
trainato dagli
USA, aspettando
l'Europa

La vita è fatta di alti e bassi.
Noi ci siamo in entrambi i casi.

Benvenuto in
UniCredit
Private Banking

Indice

Outlook 2015

-  **05** Scenario
-  **10** Asset Allocation
-  **13** Azioni
-  **19** Obbligazioni
-  **25** Materie Prime
-  **27** Real Estate e Alternativi
-  **28** Valute
-  **29** Portafoglio



Scenario

Outlook 2015

🕒 SEGNALI DI MIGLIORAMENTO

L'economia mondiale si pone decisamente sulla strada del **rafforzamento della crescita** con una stima del 3,8% / 4% per il prossimo anno, in rialzo rispetto al 3,3% / 3,5% del 2014. Attese positive, quindi, dovute alle politiche fiscali meno stringenti, al proseguimento di politiche monetarie espansive, al calo dei prezzi del petrolio e ad un graduale allentamento delle tensioni geopolitiche. La ripresa sarà guidata dagli Stati Uniti, ma anche l'Eurozona contribuirà al trend rialzista, sebbene in maniera meno evidente. I paesi emergenti, con Cina e India in testa, saranno sostenuti invece da un miglior contesto internazionale.

In questo scenario la nostra **asset allocation** continua a privilegiare i titoli azionari, le obbligazioni dei paesi emergenti e, ancora una volta, gli investimenti alternativi, mentre il giudizio sull'Europa rimane neutrale. Come nello scorso trimestre spicca il **sovrappeso per il mercato azionario USA** sostenuto dai buoni utili delle aziende statunitensi. Confermato il giudizio positivo sul Giappone, il sottopeso sui mercati emergenti e la posizione neutrale sull'area del Pacifico.

Passando al **reddito fisso**, la nostra **preferenza va ancora una volta ai mercati emergenti**, a scapito delle obbligazioni governative dei paesi *core* e delle obbligazioni corporate nel loro complesso. Guardando all'Europa, registriamo un'altra conferma con il giudizio neutrale sui **mercati periferici** visto che i nostri target di spread verso i Bund sono stati raggiunti e ritenendo limitato lo spazio per ulteriori miglioramenti nel breve termine.

Sul fronte corporate, confermiamo il **sottopeso sulle obbligazioni high yield e su quelle investment grade** a causa del peggioramento della qualità delle nuove emissioni e del crescente rischio liquidità, per le prime, e delle valutazioni elevate rispetto all'azionario per le seconde. Passiamo invece a un **sottopeso sulle materie prime** a causa del rallentamento della domanda cinese e degli effetti della rivoluzione dello *shale gas* negli USA.

Per concludere, andranno monitorati un eventuale deciso rialzo dei rendimenti obbligazionari negli USA, che potrebbe rallentare la crescita, una brusca frenata da parte dell'economia cinese e il rischio dell'avvio di una spirale deflazionistica in Europa, oltre alle tensioni geopolitiche in Ucraina e Medio Oriente.

🕒 PER INVESTIRE BISOGNA AVERE LE IDEE CHIARE

L'economia mondiale rafforzerà la sua crescita nel 2015?

Prospettive, rischi, opportunità: la nostra strategia si basa su alcune ipotesi principali, formulate analizzando il recente andamento del mercato.

Manuela D'Onofrio, Responsabile Global Investments, ci aiuta ad analizzare la situazione nel dettaglio e a capire come si muoveranno le maggiori economie mondiali nei prossimi mesi.



Manuela D'Onofrio
Responsabile Global Investments

“Nel 2015 la **ripresa globale** sarà guidata in particolare dagli **Stati Uniti**, mentre per l'Eurozona si prevede una crescita modesta, alla costante ricerca di un equilibrio fra austerità e sviluppo e di una convergenza politica fra le diverse nazioni che costituiscono l'Unione. Attenzione particolare sarà riservata alle mosse della BCE che potrebbe mettere in atto un *quantitative easing*, anche acquistando il debito sovrano dei paesi membri. In Estremo Oriente, il Giappone è alla ricerca delle misure più efficaci per uscire da una deflazione ventennale, mentre la Cina continuerà a crescere a un buon ritmo, seppur più lento”.

L'**Europa**, dopo il rallentamento del 2014, in quale direzione andrà?

“Il Vecchio Continente tornerà a crescere attorno all'1%, un dato che, per quanto modesto, rappresenta la dimostrazione che è stata imboccata la via della ripresa. A sostenere l'economia dell'Eurozona, in particolare, l'allentamento delle politiche di austerità, che dovrebbero lasciare maggiore spazio agli investimenti, e una politica monetaria più espansiva rispetto al 2014. I mercati guardano alla BCE e alla possibilità che l'Eurotower adotti la misura “non convenzionale”, per usare le parole del governatore Mario Draghi, del *quantitative easing*. La Germania confermerà la propria solidità, mentre la Francia dimostrerà maggiore debolezza. L'Italia, dopo l'ennesimo segno negativo nel 2014, dovrebbe uscire dalla recessione”.

Gli **USA** si confermano in forte ripresa. A cosa è dovuta questa performance?

“**Il 2015 parlerà americano.** Gli Stati Uniti, infatti, con un PIL prossimo al 3%, saranno il motore della crescita globale, esercitando un positivo effetto traino per gli altri paesi sviluppati, a partire dall'Eurozona. La ripresa americana si fonda su solide basi, ovvero l'**aumento dei consumi** e degli investimenti, sia privati sia aziendali. Se a ciò si aggiungono i miglioramenti nel mercato del lavoro, il calo del prezzo del petrolio e la ripresa del “mattoni”, le prospettive per il prossimo anno sono molto incoraggianti”.

Il **Giappone** riuscirà a vincere la sfida della deflazione?

“Gli ambiziosi obiettivi di politica monetaria e fiscale dell’*Abenomics*, dal nome del suo promotore, il primo ministro Shinzo Abe, purtroppo non hanno ancora ottenuto i risultati sperati. E nonostante il sostegno deciso della Bank of Japan (BoJ) lo spettro della **deflazione** torna ad aleggiare sulla potenza asiatica, tanto che per il 2015 è già pronto un nuovo e consistente programma di espansione monetaria quantitativa e qualitativa. La **debolezza dello yen**, unico vero risultato positivo ottenuto, sta aiutando la competitività e la crescita degli utili delle imprese vocate all’export, aiutate anche dalla prevista riduzione della tassazione”.

La **Cina** riuscirà a voltare pagina incrementando i consumi interni?

“La Cina dovrebbe crescere del 7% circa, in leggero rallentamento rispetto al 2014. Una frenata per molti aspetti fisiologica e legata sia alla fase di transizione che sta attraversando l’economia cinese sia alla contrazione del settore residenziale. Il governo di Pechino nel prossimo anno ha l’obiettivo di rendere il paese meno dipendente dalle esportazioni e di incrementare il livello dei **consumi interni**, riducendo le imposte alle piccole e medie imprese e favorendo gli investimenti in infrastrutture. Le autorità scommettono in particolare sui mini stimoli fiscali e su una politica monetaria più accomodante per raggiungere i loro obiettivi economici”.



Asset Allocation

Outlook 2015

LA NOSTRA ASSET ALLOCATION

Asset Class

 Azioni
Fondi alternativi

 Real Estate

 Materie prime
Obbligazioni
Liquidità

Azioni

 USA
Giappone

 Europa
Pacifico ex Giappone

 Mercati emergenti

Materie prime

 Oro
Petrolio
Metalli industriali

Obbligazioni

 Paesi emergenti

 Governativi europei
periferici (BTP)

 Governativi *core*
Corporate *investment grade*
Corporate *high yield*

LEGENDA

 sovrappeso

 neutrale

 sottopeso

⌚ COSA TENERE SOTTO CONTROLLO

L'elemento più destabilizzante rispetto alle previsioni potrebbe essere il **ritorno della crisi nell'Eurozona**. Le ultime indagini congiunturali hanno evidenziato un importante indebolimento e il Fondo Monetario Internazionale ha sottolineato la debolezza della ripresa, mettendo l'accento sul rischio deflazione. Per non parlare del fatto che continuano a persistere differenze strutturali profonde fra i vari paesi dell'Unione, spesso divisi fra loro da forti disaccordi di carattere politico che potrebbero impedire alla BCE di espandere il suo bilancio fino a 1.000 miliardi di euro, come annunciato da Draghi.

Negli USA, il miglioramento della situazione economica che sta spingendo un aumento dell'occupazione, dei consumi e dell'inflazione, potrebbe portare la Federal Reserve ad avviare prima del previsto il **rialzo dei tassi ufficiali**, con la conseguenza che si potrebbe innescare una correzione del mercato.

In Asia, la Cina dovrebbe leggermente moderare la propria velocità di crescita di un punto percentuale. Se questo rallentamento si trasformasse in una **frenata decisa**, potrebbero registrarsi conseguenze a livello globale, come un calo del ritmo degli scambi commerciali con l'estero e ricadute negative per tutti gli emergenti.

Sullo sfondo rimangono sempre le forti tensioni geopolitiche. In particolare, l'ipotesi di un'escalation in Ucraina e in Siria e di un allargamento del rischio terrorismo nel bacino del Mediterraneo potrebbero causare un marcato rialzo dei prezzi del petrolio e del gas, con ripercussioni negative sulle prospettive di crescita globale, oltre a una corsa verso gli investimenti cosiddetti "sicuri".



Azioni

Outlook 2015

🕒 AZIONARIO, LA SCELTA È SU USA E GIAPPONE

L'economia USA come motore della crescita mondiale e le politiche monetarie espansive in Europa e Giappone supportano la **nostra preferenza per l'azionario**. Le valutazioni rimangono favorevoli nel confronto relativo con le obbligazioni, non sono care rispetto alla media di lungo periodo e offrono un rendimento sul dividendo molto interessante. Nonostante questo punto di partenza, nel 2015 i ritorni saranno a una cifra e molto probabilmente più volatili, in conseguenza delle preoccupazioni riguardanti un eventuale rallentamento della crescita, soprattutto in Europa, l'incertezza sulle tempistiche di rialzo dei tassi della FED e i rischi geopolitici.

Anche per il 2015 la nostra preferenza sull'azionario va in particolare agli **USA** e al **Giappone**. Nel primo caso convincono i buoni risultati dell'economia che metterà a segno una crescita solida, nel secondo pesa ancora il calo dello yen

che favorirà l'export. Rimaniamo invece neutrali su Pacifico ex Giappone e confermiamo il **sottopeso sui mercati emergenti**. I contenuti dati di crescita, uniti al rischio geopolitico nei paesi orientali, ci spingono a rimanere **neutrali sull'Europa**. Siamo però pronti a modificare il giudizio in positivo nell'eventualità dell'allentamento delle politiche di austerità e dell'avvio di un *quantitative easing* che preveda l'acquisto di titoli di stato da parte della BCE.

Fra i fattori da monitorare permane il rischio di una **spirale deflazionistica in Europa**, unita al pericolo di disaccordi politici fra i paesi che impediscano alla BCE di attuare una forte politica monetaria espansiva. Meno probabili, come evidenziato nei mesi scorsi, una **netta contrazione dell'economia cinese** e un forte rialzo dei rendimenti dei titoli del Tesoro USA. Sullo sfondo, infine, la situazione geopolitica con le tensioni in Ucraina, Siria e Iraq.

Le valutazioni delle azioni non sono care rispetto alla media di lungo periodo e offrono un interessante rendimento

	Price Earning Ratio			Price to Book Ratio		Dividend Yield	EPS Growth
	Livello attuale	Stime FY2015	Media a 10 anni	Livello attuale	Stime FY2015	Stime FY2015	2014/15
Globale	16,1	14,7	17,0	2,1	1,9	2,7%	9,9%
USA	17,1	15,6	16,4	2,8	2,5	2,1%	9,2%
Europa	15,0	13,4	17,2	1,8	1,6	3,8%	11,6%
Giappone	15,2	13,5	19,4	1,3	1,2	2,1%	11,8%
Pacifico ex Giappone	15,1	14,0	15,2	1,7	1,6	4,4%	8,0%
Emergenti	12,0	10,7	13,3	1,4	1,3	3,1%	12,0%

USA

IL MERCATO

Le aziende USA tornano a investire e ad assumere, mentre gli americani hanno ripreso ad acquistare, con **conseguenze ovviamente positive sugli utili** che nel 2015 saranno rivisti al rialzo. Sono questi gli effetti dell'elevato livello di liquidità e delle migliori condizioni di accesso al credito, frutto del piano di stimolo dell'economia avviato dalla FED.

LA NOSTRA STRATEGIA

La solida crescita prevista, con un dato del PIL in aumento del 2,8% / 3%, sarà guidata dai consumi e dagli investimenti. Le dinamiche dell'occupazione, il calo del prezzo del petrolio e l'aumento dei redditi delle famiglie sosterranno la dinamica dei consumi privati e, di conseguenza, gli utili delle imprese, anche se su questo fronte vi potrà essere volatilità, specie per le società con maggiore vocazione all'export, a causa dell'apprezzamento del dollaro rispetto alle altre valute. Alla luce di queste dinamiche, tra i settori che privilegiamo abbiamo i beni di consumo, i tecnologici, i finanziari e il farmaceutico.

COSA TENERE SOTTO CONTROLLO

Come previsto nei mesi scorsi, il pericolo maggiore è rappresentato da un brusco **picco di rendimento delle obbligazioni** che potrebbe danneggiare le prospettive di crescita dell'economia. Le valutazioni sull'azionario USA non sono a sconto rispetto a quelle di lungo periodo.

Europa

IL MERCATO

In Europa il timore maggiore è quello dell'avvio di una **spirale deflazionistica**, in particolare nelle economie periferiche. Il Vecchio Continente è ancora alle prese con un alto tasso di disoccupazione che impedisce la ripresa dei consumi, ma la situazione generale nel 2015 potrebbe migliorare, anche in scia alle probabili azioni espansive della BCE.

LA NOSTRA STRATEGIA

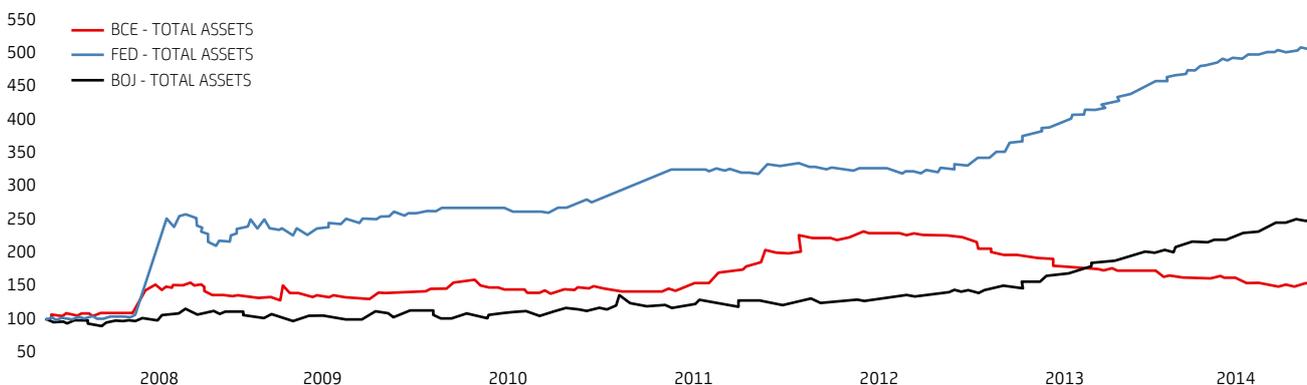
Confermiamo per il momento il **giudizio neutrale sull'azionario dell'Eurozona**, al quale siamo passati a luglio di quest'anno a causa dei deludenti dati di crescita e del rischio geopolitico in Ucraina e Medio Oriente. Tuttavia, proprio nel corso del 2015, l'Europa potrebbe beneficiare degli effetti positivi di un **quantitative easing**, che preveda l'acquisto di titoli di stato, e di ri-

duzione dell'impatto delle politiche di austerità fiscale. Il risultato dovrebbe essere un euro più debole, con un recupero di fiducia per investitori, imprenditori e cittadini. Tra le società preferite, quelle a elevata capitalizzazione e quelle che distribuiscono dividendi elevati, oltre al settore farmaceutico.

COSA TENERE SOTTO CONTROLLO

Oltre al rischio deflazione, i maggiori elementi da monitorare sono le tensioni geopolitiche in aree vicine e quelli legati a un eventuale **forte rallentamento dell'economia cinese**, con cui l'Europa ha stretti rapporti commerciali. Inoltre, l'incapacità di realizzare una vera **unione politica** potrebbe impedire l'implementazione delle riforme strutturali di cui l'Eurozona necessita.

Andamento dei Bilanci delle Banche Centrali



Fonte: Thomson Reuters, Datastream

Giappone

IL MERCATO

Nonostante le politiche messe in atto dal primo ministro Shinzo Abe dalla sua elezione a fine del 2013, il Giappone non è ancora riuscito a uscire dalla **dinamica deflazionistica** in cui si trova da vent'anni. Proprio per questo motivo, la Bank of Japan ha annunciato un nuovo rilevante programma di espansione monetaria quantitativa e qualitativa. Inoltre il governo ha deciso di posticipare ad aprile 2017 il nuovo incremento dell'Iva dall'8% al 10%.

LA NOSTRA STRATEGIA

Sovrappesiamo l'azionario giapponese a cambio coperto perché ci aspettiamo che l'ulteriore **debolezza dello yen favorisca gli utili delle aziende esportatrici**. Le imprese, inoltre, dovrebbero beneficiare della probabile decisione del governo di Tokyo di ridurre la tassazione a carico delle società.

COSA TENERE SOTTO CONTROLLO

Il successo dell'Abenomics dipenderà dalla realizzazione delle **riforme strutturali** messe in cantiere e dalla capacità della BoJ di muoversi con rapidità ed efficacia. Tutte iniziative sulle quali potrebbero pesare gli effetti negativi di una significativa **contrazione dell'economia cinese** e di un forte **apprezzamento dello yen**.

Pacifico ex Giappone

IL MERCATO

Anche nel 2015 i mercati azionari di quest'area saranno **influenzati positivamente** dalle buone notizie di un rafforzamento dell'economia che provengono dagli Stati Uniti e dalla stabilizzazione cinese. In particolare, l'Australia dovrebbe beneficiare dell'effetto traino esercitato dalle economie delle due superpotenze, come confermato dai recenti dati macroeconomici che indicano un trend di moderata crescita.

LA NOSTRA STRATEGIA

Manteniamo la **neutralità** su quest'area perché i mercati appaiono valutati correttamente. L'economia dell'Australia risente della **debolezza dei prezzi delle commodities** e la Banca Centrale è preoccupata per l'aumento dei prezzi degli immobili. Tuttavia l'elevato rendimento delle azioni (4,4%) sostiene il mercato di borsa.

COSA TENERE SOTTO CONTROLLO

Visti i forti legami commerciali con Pechino, il rischio principale da monitorare riguarda un'eventuale **brusco rallentamento della crescita in Cina**, così come delle principali economie sviluppate, Stati Uniti in primo luogo. Da monitorare anche il livello dei prezzi delle materie nel caso di ulteriori ribassi.

Mercati Emergenti

IL MERCATO

Sebbene per il 2015 le prospettive dei paesi emergenti siano **moderatamente positive**, grazie a una domanda sia interna sia esterna più sostenuta e al buon andamento del ciclo economico cinese, abbiamo un giudizio complessivamente negativo. Queste economie continuano a essere **vulnerabili** al rialzo dei rendimenti obbligazionari USA, a inaspettati **passi falsi** circa il raggiungimento dei loro target di crescita e, in particolare, al rischio geopolitico. Per la Cina ci aspettiamo un lieve rallentamento rispetto al 2014, con una crescita vicina al 7% e un impulso dei consumi interni rispetto alle esportazioni.

LA NOSTRA STRATEGIA

Per i motivi esposti sopra, abbiamo un sovrappeso sulle azioni di quei paesi asiatici che beneficiano del calo dell'inflazione legato al deprezzamento del petrolio e che hanno più stretti rapporti con l'economia statunitense. **I paesi produttori di materie prime rimarranno sotto pressione.**

L'India sarà avvantaggiata dalla diminuzione del prezzo del petrolio, che comporterà un calo dell'inflazione, mentre paesi con forte propensione all'export, come Corea e Taiwan, beneficeranno della crescita economica degli USA. In America Latina, la nostra posizione è neutrale. Il quadro macro è in miglioramento, ma si registrano inflazione e tassi di interesse eccessivi. Il Messico è una delle poche eccezioni positive, grazie allo stretto legame con gli USA e al processo di riforme già avviato. View negativa sull'est Europa, un'area particolarmente rischiosa in termini di investimento, con la crisi ucraina, la delicata situazione economica della Russia e gli squilibri di bilancio della Turchia.

COSA TENERE SOTTO CONTROLLO

Oltre al fattore geopolitico bisognerà monitorare i rischi di una "guerra valutaria" fra i paesi asiatici a seguito di un ulteriore **forte deprezzamento dello yen.**



⌚ SCENARIO DIVERGENTE

Per i Paesi G4 (USA, Regno Unito, Eurozona, Giappone) vi sono **aspettative di politiche monetarie divergenti**, anche alla luce del ciclo economico nelle diverse aree geografiche. Le obbligazioni governative e corporate USA saranno quindi vulnerabili alla politica di graduale normalizzazione dei tassi della FED, secondo le nostre previsioni a partire da metà 2015, mentre le obbligazioni europee saranno sostenute dalla politica espansiva prevista per la BCE. I *bond* dei paesi emergenti offriranno interessanti opportunità di rendimento su base selettiva.

Nello specifico, la nostra posizione resta **negativa** sui governativi USA, su quelli dei paesi *core* dell'Europa e sulle obbligazioni corporate a livello globale. Confermiamo il **sovrappeso sul debito emergente**, dove preferiamo le obbligazioni emesse dai paesi con i fondamentali più solidi, denominate sia in valuta forte sia in valuta locale. Politiche monetarie divergenti tra Europa e Stati Uniti manterranno probabilmente debole la pressione al rialzo sui rendimenti dei Bund, favorendo l'obbligazionario europeo rispetto a quello americano. Al momento manteniamo il posizionamento **neutrale sui governativi dei paesi periferici** che hanno raggiunto i nostri obiettivi in termini di spread rispetto ai Bund e in virtù del limitato spazio per ulteriori miglioramenti nel breve periodo. Abbiamo comunque un giudizio positivo di lungo periodo sui titoli di stato dei periferici, specialmente in caso di un *quantitative easing* da parte della Banca Centrale Europea, con l'acquisto di debito sovrano degli Stati membri.

Tra i possibili elementi di attenzione che potrebbero influenzare questo scenario, segnaliamo l'**inasprimento del rischio geopolitico**, con il conseguente aumento di interesse per i cosiddetti "porti sicuri" e diminuzione dei rendimenti, un eventuale ritorno della crisi in Eurozona e un forte rallentamento della Cina con ricadute per le condizioni economiche negli emergenti.

Obbligazioni

Outlook 2015

USA

IL MERCATO

Negli Stati Uniti, in scia al rafforzamento dell'economia, ci aspettiamo un **graduale rialzo dei rendimenti** verso livelli più normali. A ottobre, la FED ha decretato la fine del *quantitative easing*, tranquillizzando però il mercato sul fatto che i tassi resteranno bassi "per un periodo considerevole". Inoltre, nel definire il percorso della propria politica monetaria, la FED ha rimarcato la dipendenza dall'andamento dei dati macro, principalmente crescita, occupazione e inflazione. Questo offre più flessibilità alla FED sull'inizio del ciclo di rialzo dei tassi ufficiali, ma allo stesso tempo potrebbe trasmettere incertezza ai mercati e quindi prevediamo un incremento della volatilità nei rendimenti dei Treasury per i prossimi mesi.

LA NOSTRA STRATEGIA

Confermiamo il **sottopeso sull'obbligazionario USA** nel complesso e sui Treasury, i cui prezzi rimangono vulnerabili alla fase di miglioramento economico e al graduale processo di normalizzazione della politica monetaria della FED. Questi titoli, specie quelli su scadenze brevi e medie (fino a 5 anni), dovrebbero continuare a sottoperformare i Bund. In merito alle obbligazioni corporate, manteniamo la view negativa, sia per i titoli *investment grade* sia per quelli ad alto rendimento.

COSA TENERE SOTTO CONTROLLO

L'inasprimento dei rischi geopolitici, con una conseguente avversione al rischio da parte degli investitori e un aumento di interesse per i cosiddetti "porti sicuri", potrebbe mantenere ancora relativamente elevato l'interesse per i Treasury.

Europa

IL MERCATO

Le obbligazioni governative dei paesi *core* hanno confermato il buon momento, sostenute da una BCE decisamente espansiva e da una crescita economica inferiore alle attese. Alla luce delle politiche monetarie divergenti tra Europa e USA, la pressione al rialzo sui rendimenti dei Bund resterà debole su tutta la curva, specialmente sulle parti breve e intermedia, più sensibili alle dinamiche delle banche centrali. È probabile che la politica di bassi tassi per un lungo periodo - lo 0,05% è stato confermato nel meeting di novembre - e l'impegno della BCE a utilizzare misure non convenzionali in caso di necessità, continuino a **favorire il mercato del reddito fisso europeo rispetto a quello americano.**

LA NOSTRA STRATEGIA

In chiave tattica, confermiamo la **posizione neutrale sui governativi dei paesi periferici** dell'Eurozona, correttamente prezzati in termini di differenziale rispetto ai Bund. Per quanto riguarda i Btp, visto l'andamento deludente della crescita nel nostro Paese, a meno di un'accelerazione nel

cammino verso le riforme e salvo ulteriori misure espansive non convenzionali della BCE (come l'acquisto di obbligazioni corporate in settori diversi dai finanziari), vediamo improbabile una riduzione dello spread. In ogni caso, la politica della BCE e le opportunità legate al basso costo del denaro rappresentano importanti fattori a supporto e quindi non ci aspettiamo correzioni. Un sostegno dovrebbe derivare dall'ulteriore ampliamento della politica monetaria della Banca del Giappone. Manteniamo il nostro giudizio positivo di lungo periodo sull'*asset class*.

COSA TENERE SOTTO CONTROLLO

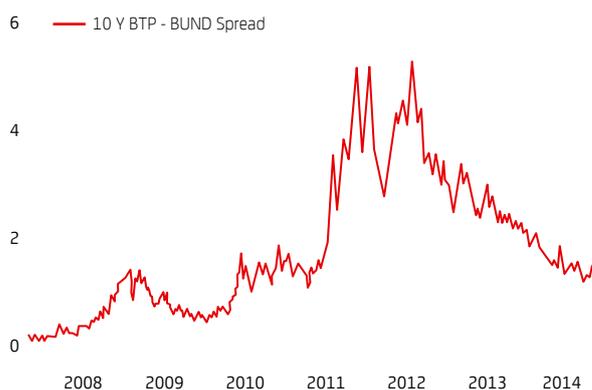
L'elemento che più continua a destare preoccupazione è la **prolungata debolezza dell'economia** nell'Eurozona. Attenzione poi in caso di inasprimento delle tensioni in Ucraina/Russia e in Medio-Oriente, con l'aumento dell'avversione al rischio degli investitori, che porterebbe a una maggiore domanda per "investimenti sicuri" e rendimenti in calo nelle obbligazioni governative *core*.

I governativi periferici (Btp) sono correttamente prezzati in termini di spread rispetto al Bund

Rendimento BTP & Spread vs. Bund



Fonte: Thomson Reuters, Datastream



Fonte: Thomson Reuters, Datastream

Obbligazioni

Outlook 2015

Corporate Investment Grade

IL MERCATO

In generale, le obbligazioni corporate *investment grade*, quelle con rating più elevato, continuano a beneficiare del contesto di bassi tassi d'interesse, ma agli attuali livelli **non sono attraenti** in quanto i rendimenti sono troppo bassi e spread più stretti non sono pienamente giustificati dai fondamentali. In prospettiva, queste obbligazioni sono vulnerabili a un incremento dei rendimenti nei paesi *core* e sono esposti a un crescente rischio liquidità.

LA NOSTRA STRATEGIA

Nonostante le politiche monetarie globali e gli scenari macro e microeconomico rimangano favorevoli alle obbligazioni corporate, confermiamo il **sottopeso sui titoli investment grade**, a causa delle valutazioni care rispetto all'azionario (la differenza tra il rendimento di queste obbligazioni e il rendimento sul dividendo delle azioni è sempre a vantaggio di queste ultime). All'interno di questa categoria preferiamo gli emittenti del settore finanziario.

COSA TENERE SOTTO CONTROLLO

Tra gli elementi da monitorare segnaliamo una **crescita inferiore alle attese negli USA**, che potrebbe indurre la FED a posticipare l'avvio della fase restrittiva della politica monetaria. Un inasprimento delle tensioni geopolitiche potrebbe aumentare l'**avversione al rischio** degli investitori e quindi aumentare la maggiore domanda per "investimenti sicuri", incluse le obbligazioni corporate *investment grade* dei paesi *core*, con un conseguente calo dei loro rendimenti.

Corporate High Yield

IL MERCATO

I fondamentali delle obbligazioni corporate ad alto rendimento (*high yield*) sono ancora solidi, con un tasso di *default* su livelli contenuti, gli investitori sono alla ricerca di fonti di rendimento e il quadro economico complessivo rimane favorevole a questi titoli. Nonostante ciò, vediamo **seri rischi a medio termine** dovuti alla qualità in peggioramento delle nuove emissioni, al crescente rischio liquidità e alla vulnerabilità legata alla politica monetaria della FED.

LA NOSTRA STRATEGIA

Confermiamo il **sottopeso su questa asset class**, anche se nel breve periodo questi titoli sono sostenuti da un rendimento più interessante rispetto ai *bond* governativi. In termini relativi, **le obbligazioni corporate dell'Eurozona dovrebbero essere favorite** rispetto a quelle USA dalle attese misure espansive non convenzionali della BCE e dalle minori pressioni sul fronte dei tassi di interesse ufficiali.

COSA TENERE SOTTO CONTROLLO

Il **crescente rischio liquidità** rappresenta una minaccia, con i bassi rendimenti dei governativi che spingono gli investitori a cercare altre fonti di ritorno. Il mercato di questi titoli, specie negli USA, sta assumendo dimensioni rilevanti e in caso di tensioni la capacità di assorbimento è limitata, con un rischio di correzioni maggiore che in passato.

Paesi Emergenti

IL MERCATO

Da un punto di vista fondamentale, sebbene vi sia una crescita inferiore rispetto al passato, **gli emergenti continueranno a guidare la ripresa globale** (secondo il Fondo Monetario Internazionale i paesi in via di sviluppo dovrebbero crescere del 5% nel 2015 rispetto al 2,3% atteso per i paesi sviluppati), con le ingenti riserve valutarie che mitigano il rischio-paese. Il peso del debito emergente nei portafogli è in aumento, grazie all'**interessante premio di rendimento sulle obbligazioni governative globali**. I *bond* dei paesi emergenti rimarranno comunque volatili, con gli investitori sempre più preoccupati della tempistica del primo rialzo dei tassi di interesse negli USA.

LA NOSTRA STRATEGIA

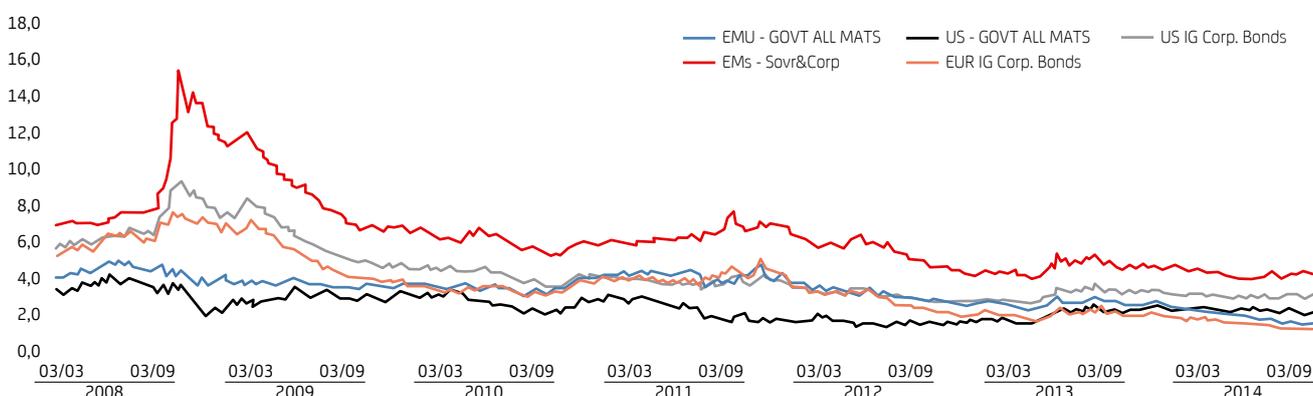
Il debito emergente rappresenta un'idea d'investimento di lungo termine e uno degli strumenti che privilegiamo per la diversificazione dei portafogli focalizzati sull'euro. Abbiamo un

sovrappeso su queste obbligazioni, sia quelle denominate in valuta locale sia quelle in valuta forte (dollaro, euro). L'incremento dei rendimenti atteso per i prossimi mesi negli USA dovrebbe colpire in particolare i paesi in via di sviluppo con gli squilibri di bilancio più forti e maggiormente dipendenti dai capitali esteri. Per questo motivo **preferiamo le emissioni dei paesi con i fondamentali più solidi** e ingenti riserve di divise estere.

COSA TENERE SOTTO CONTROLLO

In caso di **ulteriore inasprimento della crisi in Ucraina e in Medio Oriente** i risparmiatori potrebbero rivolgersi verso investimenti considerati più "sicuri", mentre un **forte rallentamento dell'economia cinese** avrebbe come conseguenza minori flussi di capitale su tutti i paesi emergenti. Tra i possibili rischi, anche una "guerra valutaria" innescata da un deciso deprezzamento dello yen.

Il debito emergente offre un interessante premio sul rendimento rispetto alle obbligazioni governative e societarie globali



Fonte: JP Morgan, AXA



Materie Prime

Outlook 2015

CAUTELA SU PETROLIO E ORO

Nel 2015 il fattore che maggiormente influenzerà il mercato delle materie prime sarà quello relativo alle prospettive di ripresa globale. Le **preoccupazioni riguardo alla crescita economica** in Europa e Cina, la forza del dollaro USA, l'abbondanza dei raccolti di cereali e il cambiamento strutturale nel rapporto domanda/offerta sono state le motivazioni principali alla base del debole andamento delle *commodity* nel 2014. La maggior parte di questi fattori dovrebbe persistere anche nel corso del nuovo anno e in mancanza di una pronta e sostenibile ripresa delle quotazioni, l'*asset class* avrà un **interesse limitato**.

Alla luce di questo scenario abbiamo una view negativa di lungo termine, seppur nel breve siano possibili rimbalzi tecnici, e quindi **adottiamo una posizione di sottopeso** rispetto a quella neutrale dell'ultimo trimestre del 2014. Sul fronte della domanda, il giudizio è legato al rallentamento che la Cina registrerà nel corso del 2015 e all'effetto delle politiche di risparmio energetico, mentre sul lato dell'offerta pesa la rivoluzione dello *shale gas* negli USA e l'aumento della produzione di greggio in alcuni paesi.

In particolare, rivediamo la nostra posizione sull'**oro** su cui siamo **prudenti**. Il rialzo, infatti, è frenato dal rafforzamento del dollaro USA e dalla prospettiva di rendimenti reali in aumento. Siamo **cauti anche sul greggio**: pensiamo infatti che sui mercati si stia profilando uno scenario di debolezza strutturale in quanto l'offerta record ha profondamente modificato i fondamentali del settore. Inoltre siamo **negativi sui metalli industriali** a causa dell'elevato livello delle scorte, del rallentamento della Cina e dell'eccesso di offerta, e **neutrali sulle materie prime agricole**.

I **maggiori elementi di rischio** rispetto a questo scenario sono un imprevedibile ritorno dell'avversione al rischio che potrebbe accrescere l'interesse degli investitori per l'oro come bene rifugio, un inasprimento delle tensioni geopolitiche e l'ipotesi di un accordo tra i paesi Opec per tagliare la produzione e causare un forte aumento del prezzo del petrolio.



Real Estate e Alternativi

Outlook 2015

🕒 FLESSIBILI E ABSOLUTE RETURN VALIDE ALTERNATIVE ALLE OBBLIGAZIONI

In uno scenario di graduale normalizzazione dei tassi e di rendimenti vicini allo zero sui mercati monetari, dovuto alla politica più espansiva della BCE, gli investimenti in fondi flessibili e a ritorno assoluto si confermano una **valida alternativa** ai classici prodotti specializzati sul reddito fisso e agli investimenti in liquidità. Per quanto riguarda il settore immobiliare assisteremo, soprattutto in USA, a un miglioramento del mercato, anche se a un ritmo più lento. Lo scenario si mantiene comunque positivo alla luce dell'incremento dei prezzi che, anche se più modesto, rappresenta un chiaro segnale di ripresa.

Confermiamo quindi il **sovrappeso sugli investimenti alternativi**, visto che questi fondi possono svolgere un importante ruolo di diversificazione rispetto alle obbligazioni, consentendo di puntare su strumenti come cartolarizzazioni sui mutui immobiliari e sul credito al consumo, di solito preclusi ai tradizionali prodotti obbligazionari. Confermiamo il **giudizio neutrale sul real estate**.

Gli **elementi di maggiore criticità** sono legati a una rinnovata instabilità sui mercati finanziari che potrebbe alimentare l'avversione al rischio degli investitori e incidere sulla domanda per i prodotti "sostanziosi". Un improvviso **rialzo dei rendimenti** negli USA, invece, avrebbe effetti negativi sul pieno recupero del mercato immobiliare.

Valute

Outlook 2015

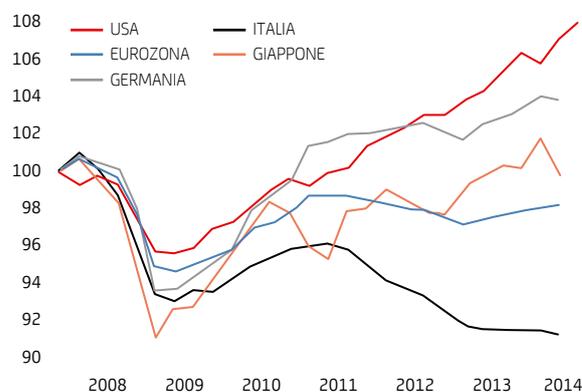
IL DOLLARO SI RAFFORZA, L'EURO CONFERMA LA SUA DEBOLEZZA

La solida crescita degli USA porterà a un **rafforzamento del dollaro**, soprattutto in rapporto all'euro. La dinamica tra le due valute è influenzata dal differenziale di crescita atteso nelle due aree e dalle politiche monetarie divergenti delle rispettive banche centrali. Nel 2015, infatti, la FED dovrebbe ridurre gli stimoli al mercato, mentre per la BCE ci si attende un atteggiamento decisamente espansivo.

Gli USA stanno registrando un solido miglioramento delle condizioni macroeconomiche con una previsione di crescita del PIL intorno al 3% il prossimo anno. Al contrario, una debole ripresa caratterizzerà l'Eurozona e anche il Giappone. Altro elemento a favore della moneta statunitense è il differenziale sui titoli a 2 anni USA-Germania che dovrebbe allargarsi ulteriormente. Tuttavia, i flussi degli investitori esteri diretti verso gli asset europei e il *surplus* delle partite correnti sono fattori che giocano contro una marcata flessione della moneta unica europea. Anche **lo yen giapponese dovrebbe continuare a deprezzarsi**. Le ulteriori misure accomodanti della Bank of Japan e la decisione del fondo pensione pubblico statale di aumentare il peso degli investimenti all'estero mettono nuovamente sotto pressione la valuta nipponica.

Gli elementi di rischio rispetto a questo scenario sono rappresentati dall'ipotesi che la **BCE adotti un atteggiamento meno espansivo** rispetto a quanto atteso dal mercato. Il risultato sarebbe un deciso apprezzamento della valuta europea. Inoltre, l'aumento delle tensioni geopolitiche potrebbe spingere i risparmiatori verso le "divise rifugio", in particolare lo yen.

Andamento del PIL - principali economie



Fonte: Thomson Reuters, Datastream

Portafoglio

Outlook 2015

🕒 LE NOSTRE SCELTE DI PORTAFOGLIO

CATEGORIA D'INVESTIMENTO	VALUTAZIONE	MOTIVAZIONI
Azioni	+	Rimaniamo positivi sulle azioni grazie al miglioramento del quadro macro (in particolare negli USA), alle politiche monetarie espansive e alle valutazioni convenienti rispetto alle obbligazioni.
Obbligazioni	-	Dati migliori delle attese negli USA e valutazioni care rispetto all'azionario rendono vulnerabile questa <i>asset class</i> .
Materie Prime	-	Passiamo da neutrali a sottopeso sulle materie prime. Il rallentamento della Cina, l'eccesso di offerta sul petrolio e il ricorso allo <i>shale gas</i> negli USA penalizzeranno i prezzi dei metalli industriali e del petrolio.
Investimenti Alternativi	+	Gli investimenti alternativi possono rappresentare un importante elemento di diversificazione rispetto alle obbligazioni.
Liquidità	-	Le politiche monetarie dei tassi a zero (ZIRP) penalizzano l' <i>asset class</i> .

AZIONI	VALUTAZIONE	MOTIVAZIONI
USA	+	La forza dell'economia USA e la buona visibilità sui futuri utili aziendali sono elementi a favore di un sovrappeso sulle azioni americane, anche se le loro valutazioni sono prossime a un valore corretto (<i>fair value</i>).
Europa	=	Rimaniamo neutrali sui mercati europei vista la debole congiuntura e i rischi geopolitici. Tuttavia, le politiche meno restrittive e il calo dei prezzi del petrolio e dell'Euro aiuteranno la redditività delle imprese.
Giappone	+	Sovrappesiamo le azioni giapponesi (a cambio coperto) sulle attese di un nuovo indebolimento dello yen che favorirà le esportazioni. Le valutazioni sono a sconto rispetto alla loro media a lungo periodo.
Pacifico ex Giappone	=	Il mercato australiano è correlato alle materie prime e la Banca Centrale continua a sottolineare i rischi connessi al rialzo dei prezzi nel mercato immobiliare. Tuttavia, l'elevato <i>dividend yield</i> (4,4%) sostiene i corsi.
Mercati Emergenti	-	Sebbene interessanti in termini di valutazione relativa rispetto ai paesi sviluppati, gli emergenti rimangono vulnerabili al rialzo dei tassi dei Treasury USA, a un loro rallentamento superiore alle attese e alle tensioni geopolitiche.

LEGENDA

⊕ sovrappeso

= neutrale

⊖ sottopeso

Portafoglio

Outlook 2015

AZIONARIO MERCATI EMERGENTI

VALUTAZIONE

MOTIVAZIONI

ASIA		Preferiamo le economie virtuose che esportano in Occidente e con fondamentali solidi.
<i>Corea</i>		Crescita positiva nel 2015 grazie alle esportazioni che traineranno gli investimenti. La Corea è il paese asiatico più esposto alla crescita USA, visto il peso dei titoli ciclici (esportatori) e la quota di profitti societari derivanti dalle vendite negli USA
<i>Taiwan</i>		La crescita ha accelerato e le esportazioni stanno recuperando. Insieme alla Corea, Taiwan è il maggior beneficiario in Asia della crescita USA.
<i>Cina</i>		Il governo centrale è focalizzato sulle riforme, con politica monetaria attesa più accomodante nel corso dell'anno.
<i>India</i>		Inflazione in calo e possibili importanti riforme pro-business del nuovo governo Modi potrebbero alimentare un'ulteriore espansione dei multipli di questo mercato.
LATAM		Quadro macro in miglioramento ma l'inflazione e tassi troppo elevati potrebbero penalizzare la crescita.
<i>Brasile</i>		Dati macro più deboli del previsto. Le prospettive per il 2015 dipenderanno in particolare dalle politiche economiche che determineranno il trend degli investimenti. Attesa per i possibili cambiamenti nella squadra del presidente Dilma Rousseff e nella sua politica futura.
<i>Messico</i>		Scenario macro positivo grazie alla ripresa degli USA e all'implementazione delle riforme. Le valutazioni sono neutrali.
CEEMEA		Area sensibile all'andamento dell'economia Europea. Le tensioni geopolitiche (crisi ucraina) e gli squilibri strutturali della Turchia rendono quest'area particolarmente rischiosa.
<i>Russia</i>		Economia sull'orlo della recessione, vulnerabile al calo del prezzo del petrolio, alle sanzioni internazionali e ai deflussi di capitale.

LEGENDA



sovrapeso



neutrale



sottopeso

OBBLIGAZIONARIO	VALUTAZIONE	MOTIVAZIONI
Obbligazioni governative Europa paesi core		Nel breve, i rendimenti dei Bund si manterranno sui livelli correnti, ma nel lungo termine la view è negativa.
Obbligazioni governative Europa paesi non core		In chiave tattica, al momento abbiamo una posizione neutrale sui governativi dei paesi periferici, avendo raggiunto i nostri target di spread verso i Bund e ritenendo limitato il margine per un ulteriore miglioramento nel breve termine. Tuttavia manteniamo il nostro giudizio positivo di lungo periodo sull' <i>asset class</i> .
Obbligazioni corporate investment grade		Vulnerabilità a un incremento dei rendimenti nei paesi <i>core</i> e valutazioni meno attraenti rispetto alle azioni.
Obbligazioni corporate high yield		Sottopesiamo le obbligazioni corporate <i>high yield</i> globali, non più attraenti in termini di rischio/rendimento dato il deterioramento della qualità delle nuove emissioni e la carenza di liquidità. Quest'ultimo aspetto ci induce ad anticipare l'uscita dagli HY sebbene, nel breve periodo, la ricerca di rendimento li potrebbe ancora favorire.
Obbligazioni mercati emergenti		Scenario in miglioramento e interessante premio di rendimento rispetto ai governativi <i>core</i> . Preferiamo le emissioni (sia in valute forti sia in divisa locale) dei paesi con fondamentali solidi e ingenti riserve in valuta estera.

MATERIE PRIME	VALUTAZIONE	MOTIVAZIONI
Oro		Domanda d'investimento in calo, il rafforzamento del dollaro e la prospettiva di rendimenti reali in aumento negli USA pesano sui prezzi dell'oro.
Petrolio		"New normal" per il petrolio: la produzione record e la rivoluzione dello <i>shale gas</i> negli USA hanno cambiato i fondamentali del mercato del petrolio. L'apprezzamento del dollaro penalizza l' <i>asset class</i> .
Metalli Industriali		L'elevato livello delle scorte, il rallentamento in Cina e l'eccesso di offerta penalizzeranno le quotazioni.
Commodity agricole		Nessun catalizzatore importante nel breve termine; eccesso di offerta.

LEGENDA

 sovrappeso  neutrale  sottopeso

La presente pubblicazione di UniCredit S.p.A. è indirizzata a un pubblico indistinto di investitori e viene fornita gratuitamente a titolo meramente informativo. Essa non costituisce raccomandazione o attività di consulenza da parte di UniCredit né, tantomeno, offerta o sollecitazione ad acquistare o vendere strumenti finanziari. UniCredit e le altre società del Gruppo UniCredit possono avere uno specifico interesse riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari o alle operazioni oggetto della pubblicazione od intrattenere rapporti di natura bancaria con gli emittenti stessi. Tutte le informazioni riportate sono date in buona fede sulla base dei dati disponibili, tratti da fonti attendibili, ma aventi valore puramente indicativo e suscettibili di variazioni in qualsiasi momento dopo la pubblicazione. Si invita pertanto a fare affidamento esclusivamente sulle proprie valutazioni delle condizioni di mercato nel decidere se effettuare un'operazione finanziaria. Nell'ambito dei possibili investimenti che l'investitore può scegliere si evidenzia che:

1. Le informazioni relative ai risultati passati di uno strumento finanziario, di un indice o di un servizio di investimento non sono indicativi di risultati futuri.
2. Se l'investimento è denominato in una divisa diversa dalla divisa dell'investitore il valore dell'investimento può subire delle forti oscillazioni in funzione delle variazioni dei tassi di cambio e avere un effetto indesiderato sulla redditività dell'investimento.
3. Investimenti che offrono alti rendimenti possono subire delle forti oscillazioni in termini di prezzo a seguito di eventuali declassamenti del merito di credito. In caso di fallimento dell'emittente l'investitore può perdere l'intero capitale.
4. Investimenti ad alta volatilità possono essere soggetti ad improvvise e notevoli diminuzioni di valore, potendo generare rilevanti perdite al momento della vendita fino all'intero capitale investito.
5. In presenza di eventi straordinari può essere difficile per l'investitore vendere o liquidare taluni investimenti o ottenere informazioni attendibili sul loro valore.
6. Se le informazioni si riferiscono a uno specifico trattamento fiscale, si evidenzia che il trattamento fiscale dipende dalla situazione individuale del cliente e può essere soggetto a modifiche in futuro.

Il presente documento non può essere distribuito, riprodotto anche parzialmente o pubblicato salvo specifica autorizzazione di UniCredit S.p.A. UniCredit S.p.A. non è responsabile dei danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento.



ONLINE
unicredit.it



TELEFONO
Numero Verde 800.710.710



MOBILE
m.unicredit.it

La vita è fatta di alti e bassi.
Noi ci siamo in entrambi i casi.

Benvenuto in
UniCredit
Private Banking