

UBS global outlook

Wealth Management Research
Dicembre 2011

*Le nostre ultime analisi
ogni settimana in italiano, inglese,
tedesco e francese su
www.ubs.com/research-podcast*

2012

Cambiamento climatico



Prospettive d'investimento
*Il debito dominerà anche
il 2012*

Investimento
*Conservare o
incrementare
il patrimonio*

Azioni
Pazienti, ma vigili

Indice



5 *Prospettive d'investimento*



15 *Azioni*



18 *Valute*

Principali temi d'investimento 4

Prospettive d'investimento

Il debito dominerà anche il 2012 5

Investimento

Rischi globali nel 2012: Grandi e interconnessi 10

Conservare o incrementare il patrimonio 12

Geopolitica

Agitazioni sociali muovono i mercati finanziari 13

Categorie d'investimento

Azioni: Pazienti, ma vigili 15

Valute: La crescita in calo promette turbolenze sui mercati dei cambi 18

Reddito fisso: Cresce la differenza tra i tassi d'interesse delle nazioni industrializzate 21

Classi di attività non tradizionali:

Hedge fund 23

Immobiliare quotato 23

Materie prime 24

Private equity 24

Performance dei mercati finanziari 25

Selezione delle pubblicazioni research 26

UBS global outlook 2012

La presente pubblicazione è stata redatta da UBS SA. Le performance del passato non sono indicative dei rendimenti futuri. I prezzi di mercato riportati corrispondono ai corsi di chiusura della rispettiva borsa principale.

Immagine in copertina
staphy (Fotolia.com)

Capo economista e Global Head Wealth Management Research

Dottor Andreas Höfert

Editore

UBS SA, Wealth Management Research, casella postale, CH-8098 Zurigo

Caporedattore

Pierre Weill

Redazione

Fabio Trussardi, Cesare Valeggia

Gestione progetto

Reda Mouhid

Chiusura editoriale

1° dicembre 2011

Desktop

WMR Desktop

Foto

Fotolia

Stampa

Druckerei Flawil AG, Svizzera

Lingue

Publicato in italiano, inglese, tedesco, francese, spagnolo, portoghese, cinese tradizionale, cinese semplificato e russo

Contatto

ubs-research@ubs.com

UBS homepage: www.ubs.com

Ordinazione o abbonamento

I clienti UBS possono ordinare altre copie della presente pubblicazione o sottoscrivere un abbonamento a *UBS global outlook* contattando il proprio consulente o scrivendo alla mailbox di Printed & Branded Products: sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com. L'abbonamento elettronico può essere effettuato anche tramite il portale WMR. SAP n° 822511-1101

Editoriale



Andreas Höfert



Alexander S. Friedman

Nell'ultima carrellata di scenari catastrofici, qualcuno sostiene che gli antichi Maya avevano predetto la fine di un ciclo cosmico il 21 dicembre 2012, o addirittura la fine del mondo. Noi non arriviamo a simili livelli di pessimismo ma dobbiamo comunque riconoscere che stiamo assistendo a un cambiamento climatico e che il 2012 sarà probabilmente un altro anno di crescita debole a causa del continuo manifestarsi delle conseguenze della crisi finanziaria.

Descrivere il 2011 come un anno ricco di eventi sarebbe riduttivo. La primavera araba e la catastrofe nucleare di Fukushima in Giappone hanno dominato le cronache, ma i mercati sono rimasti fortemente focalizzati sui timori per il debito delle economie sviluppate. Basti pensare al protratto dibattito sul tetto del debito negli USA della scorsa estate, che ha portato al primo taglio del rating del credito nella storia americana. O alla serie di vertici europei di «ultima spiaggia», che non sono ancora riusciti a risolvere la crisi dell'euro.

L'agitazione politica e l'assenza di leadership attualmente dimostrata dai leader del mondo sviluppato possono essere spiegati molto semplicemente: i governi trovano le poten-

ziali soluzioni alla problematica del debito pubblico poco interessanti, non realizzabili o entrambe le cose. Inoltre, con le elezioni presidenziali imminenti in Francia e Stati Uniti non crediamo che ci si possano aspettare grandi mosse dai presidenti Obama e Sarkozy, se queste rischiano di pregiudicare le loro chance di essere rieletti.

Molti investitori vogliono sapere qual'è l'asset per eccellenza in un contesto ancora caratterizzato da elevata incertezza. Rispondiamo dicendo che un simile asset non esiste e che la vecchia regola di diversificazione resta valida anche dopo la crisi finanziaria. Ma la diversificazione non significa acquistare tutto e qualsiasi cosa: una tendenza difensiva in portafoglio nel 2012 non può assicurare agli investitori ampi rendimenti ma dovrebbe almeno aiutarli a evitare molte grandi insidie. E nel 2012, evitare la miriade di insidie dietro una simile volatilità sarebbe già un grande successo.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'A. Höfert'.

Andreas Höfert

Capo economista, UBS SA
Global Head Wealth Management Research

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Alexander S. Friedman'.

Alexander S. Friedman

Chief Investment Officer

Principali temi d'investimento

Diversificare ampiamente

Nel 2012, la crisi del debito in Eurozona e i timori per il crescente debito USA condizioneranno i rendimenti degli investimenti. Per gli investitori difensivi trovare asset rifugio che offrano rendimenti reali accettabili potrebbe diventare ancora più difficile. Gli investitori orientati alla conservazione del patrimonio non possono affidarsi a titoli di Stato o liquidità come investimenti centrali nei loro portafogli.

Per fronteggiare il doppio problema del deterioramento dei titoli sovrani negli USA e in Europa e della scoraggiante volatilità degli azionari è essenziale diversificare su titoli aziendali resistenti.

Per superare il difficile contesto d'investimento nel 2012 è essenziale creare portafogli prudenti e ampiamente diversificati. Qualsiasi portafoglio diversificato a livello globale non può ignorare la nuova solidità fiscale dei mercati emergenti. Può essere utile anche diversificare in categorie di investimento non tradizionali, come gli hedge fund. Un portafoglio ben diversificato dovrebbe trarre beneficio dai seguenti temi d'investimento.

Titoli aziendali resistenti: rendimenti e volatilità accettabili

Le solide multinazionali si distinguono per i robusti bilanci, caratterizzati da un modesto indebitamento e ampie riserve di liquidità. Questo consente loro di posizionarsi bene nell'attuale contesto. Le loro prospettive di utile sono anche più prevedibili, e i loro modelli aziendali creano dividendi interessanti e sostenibili per gli investitori azionari. Gli obbligazionisti possono trovare rendimenti stabili in emittenti societari non finanziari con rating elevato. Riteniamo che l'economia USA eviterà una recessione, e quindi è preferibile aggiungere obbligazioni high yield USA per ottimizzare il rendimento in un portafoglio diversificato a livello globale.

I rischi di cambio restano alti: concentrazione su monete minori

Le oscillazioni tra i principali cambi rimarranno marcate nel 2012. In generale consigliamo di evitare eccessive esposizioni a rischi di cambio. Occorre tenere conto delle preferenze specifiche del cliente per la moneta nazionale al fine di rispondere a specifiche esigenze personali. In un contesto di portafoglio, consigliamo di diversificare in monete minori. Preferiamo monete di paesi ricchi di risorse naturali, come Canada e Norvegia, o con fondamentali molto solidi, come le monete asiatiche, in particolare SGD e CNY, anche se ci aspettiamo un modesto potenziale di apprezzamento nel 2012. Consigliamo di analizzare le valutazioni per evitare punti di ingresso troppo costosi.

I mercati emergenti continuano a generare più crescita

Prevediamo che la crescita più lenta negli USA e una recessione in Eurozona influenzeranno i mercati emergenti. Tuttavia, la crescita dovrebbe resistere. L'esposizione a titoli sovrani dei mercati emergenti è un'opportunità interessante per diversificare rispetto a titoli di Stato USA e dell'Eurozona. Per gli azionisti, le prospettive di crescita maggiori delle economie emergenti sono motivo di ottimismo a lungo termine. La volatilità nei mercati azionari europei e statunitensi interesserà anche le azioni dei mercati emergenti, quindi gli investitori devono valutare attentamente la propria propensione al rischio. La crescente domanda nei mercati emergenti verso beni di consumo di base con marchio forte rappresenta un'opportunità per limitare la volatilità quando si creano esposizioni alla crescita dei mercati emergenti.

Sandro Merino
Head Wealth Management
Research Europe



Il debito dominerà anche il 2012

Andreas Höfert, capo economista, UBS SA
Global Head Wealth Management Research

Crediamo che anche il 2012 sarà contrassegnato dalle preoccupazioni per il debito sovrano. Sarà sempre più evidente che una ristrutturazione del debito e il rimpallo da un'istituzione all'altra non basteranno a farlo scomparire.

Le uniche tre soluzioni a lungo termine che potrebbero alleviare il problema sono una maggiore crescita, compito arduo quando l'intera economia riduce i livelli d'indebitamento, la monetizzazione del debito, con un conseguente rischio di inflazione, o una semplice inadempienza con possibile depressione. Mentre Stati Uniti e Gran Bretagna preferiscono mitigare la riduzione dell'indebitamento e monetizzare il debito, l'Eurozona ha scelto l'austerità e al momento marcia verso la reces-

sione. A questo punto solo i mercati emergenti hanno sufficiente forza per innescare i motori della crescita in caso di stallo.

USA: lacerati tra debito ed elezioni

La maggiore sorpresa nel 2011 è stata l'assenza di crescita negli Stati Uniti, diversamente dalle previsioni. Ricordiamo che nell'autunno 2010 regnava incontrastato il timore di una recessione a doppio minimo, che a dicembre 2010 ha spinto il governo statunitense a varare un taglio fiscale, riautorizzare l'assicurazione per disoccupazione ed emanare la legge sulla creazione di posti di lavoro, conferendo un complessivo stimolo all'economia da 858 miliardi di dollari USA. La Federal Reserve ha fiancheggiato queste iniziative con un programma di acquisto di titoli



di Stato da 600 miliardi di dollari, noto come «Allentamento quantitativo 2». Ma queste due imponenti misure hanno dato vita a un tasso di crescita media complessivamente modesta dell'economia nazionale, del 2% scarso nel 2011. Il tasso di disoccupazione del paese si è mosso appena e attualmente è ancora attorno al 9%.

L'autunno 2011 ha quasi replicato il 2010. Di nuovo si sono fatti strada timori di ricaduta recessiva. Molti analisti stimano la probabilità di una ricaduta in recessione degli Stati Uniti a circa un terzo. Ciò ha spinto il governo statunitense a valutare una nuova proposta di legge per la creazione di posti di lavoro per un valore di 447 miliardi di dollari USA (due terzi sotto forma di tagli fiscali, un terzo sotto forma di spese). La proposta è attualmente ferma al Congresso.

Anche la Fed ha avviato il proprio intervento di stimolo dell'economia con un programma chiamato «operation twist», volto a prolungare la scadenza di obbligazioni nel proprio bilancio e quindi ad abbassare i rendimenti sul braccio lungo della curva dei rendimenti. Noi restiamo scettici. Nessuno dei pacchetti fiscali o monetari sarà capace di stimolare l'economia statunitense, che prosegue sul percorso della riduzione del debito. Riusciranno solo a mitigare le pressioni deflazionistiche.

Stimolo monetario senza potere

Gli Stati Uniti sono alle prese con una trappola di liquidità, che annulla il potere dello stimolo monetario, e con un rapporto debito/PIL superiore al 100%, che ostacola seriamente qualsiasi tentativo di stimolo fiscale. Non prevediamo un ritorno della recessione negli Stati Uniti, ma il paese continuerà a registrare una

crescita piuttosto modesta nel 2012. I tassi dei Fed fund si aggireranno ancora attorno allo zero e, una volta esaurito l'operation twist a giugno 2012, potrebbero esserci ulteriori richieste di allentamento quantitativo che crediamo sarà difficile da realizzare, visto che a quel punto saremo già nel bel mezzo della campagna elettorale presidenziale.

La crisi europea del debito sovrano non è ancora finita

La crisi europea del debito sovrano è stato il tema principale per gran parte del 2011, con almeno tre nuovi piani (per un totale di sette) tesi a risolvere la crisi dell'euro una volta per tutte. Il minimo che possiamo dire è che il problema continuerà a dominare le cronache all'inizio del 2012. Ma condiziona anche il contesto macroeconomico europeo, frenando la crescita.

Tutti i piani di salvataggio finora hanno fallito nel dare una risposta definitiva alla crisi. Erano troppo esigui e sono giunti in ritardo. Vediamo tre assi di intervento per mettere fine a questo incubo. Innanzitutto deve essere concesso un taglio credibile sul debito greco. Altrimenti questa economia potrebbe fallire in modo disordinato, azionando i credit default swap, potrebbe essere costretta ad abbandonare l'Eurozona o entrambe le cose.

Poi bisogna evitare il contagio della crisi finanziaria qualora la Grecia dovesse dichiararsi inadempiente: gli intermediari finanziari europei necessitano di cospicue ricapitalizzazioni. I 106 miliardi di euro stanziati a Bruxelles nel mese di ottobre 2011 non ci sembrano sufficienti. Le nostre stime rivelano che servirebbe circa tre volte questo importo per stabilizzare le banche europee.



Infine, il fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF) finora è un contenitore vuoto, incapace di opporre resistenza al contagio geografico. Neppure un FESF incrementato a 1000 miliardi di euro ci sembra sufficiente per contrastare le esplosive dinamiche di debito in Italia e Spagna. Solo un impegno della Banca Centrale Europea può riuscire nell'intento. Tuttavia, nel momento in cui scriviamo, la Germania continua a opporsi fortemente contro qualsiasi misura che assomigli a una forma di monetizzazione di alcuni debiti tossici europei.

Le misure di austerità nella periferia dell'Eurozona hanno riportato queste economie in recessione, ammesso che l'abbiano mai superata, spingendole in alcuni casi sull'orlo della depressione. Nel 2012, la Grecia attraverserà il suo quinto anno consecutivo di crescita negativa, con un PIL inferiore di oltre il 20% rispetto al picco del 2007, una condizione paragonabile a quella della Grande Depressione negli Stati Uniti. Il tasso di disoccupazione in Spagna, intanto, oscilla sopra il 20%. Queste evoluzioni drammatiche sono state accompagnate da tensioni sociali, che potrebbero acuirsi nel 2012.

Persino la Germania...

Ma la recessione non è più confinata alla periferia. Anche la crescita in Germania, iniziata bene nel 2011, vacilla a causa del calo della domanda di esportazione dalla periferia europea; quindi dovrebbe tornare in recessione entro fine 2011, dove crediamo che rimarrà almeno per un altro trimestre nel 2012.

In questo retroscena, la Banca Centrale Europea terrà bassi i tassi d'interesse e potrebbe addirittura ridurli ancora. Tuttavia, come già accennato, non ci aspettiamo in questa fase nessuna misura

della BCE simile alle politiche di allentamento quantitativo di Stati Uniti e Gran Bretagna.

Gli indicatori anticipatori di grandi mercati emergenti, come Cina e Brasile, rallentano notevolmente a fine 2011. Ciononostante crediamo che esista una differenza ciclica fondamentale tra mercati emergenti ed economie sviluppate. Mentre a queste ultime mancano i mezzi fiscali e monetari per stimolare le proprie economie, i primi hanno margine per farlo, se necessario.

In questo contesto, la Cina giocherà nuovamente un ruolo determinante. Nel 2011, la seconda economia del mondo ha affrontato un rischio di surriscaldamento che si traduceva in elevati tassi d'inflazione, accelerata attività creditizia e un mercato immobiliare che in molte parti del Paese stava assumendo le dimensioni di una bolla speculativa. Attraverso una politica monetaria piuttosto restrittiva, le autorità cinesi sono riuscite ad abbassare l'inflazione a fine 2011. Anziché la solita crescita a doppia cifra, nel 3° trimestre 2011 la Cina è cresciuta «solo» del 9,1%.

Mentre molti analisti ed economisti indicano ancora il mercato immobiliare cinese come la «madre di tutte le bolle» e uno dei massimi rischi futuri per l'economia mondiale, noi siamo meno preoccupati, almeno a breve termine, riconoscendo il rischio ma anche segnalando che la Cina ha i mezzi per limitare il contagio dalle città di prima fascia alla nazione.

Più in generale ci attendiamo un continuo rallentamento della crescita del mercato emergente nella prima metà del 2012, anche se questi paesi potrebbero riaccelerare grazie a politiche più espansive nella seconda metà.

Nel complesso, la crescita mondiale sarà attorno al 3% nel 2012, quasi nello stesso ordine di quella del 2011. Nonostante cospicue politiche monetarie espansive, non crediamo che l'inflazione aumenterà su scala globale, uno sviluppo previsto solo in un orizzonte di cinque anni.

I rischi negativi per l'economia mondiale rimangono: un possibile aggravarsi incontrollato della crisi dell'euro, fino a raggiungere livelli che potrebbero costringere alcuni paesi ad abbandonare la moneta comune, una decelerazione più pronunciata dell'economia statunitense e un rallentamento dell'economia cinese più rapido del previsto a causa della crisi del credito nel paese.

Diversificazione difensiva

In un contesto di bassa crescita e rischi di ribasso, confermiamo la nostra preferenza per un portafoglio diversificato e difensivo. In considerazione del basso livello dei tassi, poi, preferiamo investimenti con rendimenti relativamente maggiori.

In un portafoglio equilibrato prediligiamo attualmente la componente a reddito fisso, che però si concentra su obbligazioni societarie di qualità elevata e sul debito sovrano dei mercati emergenti, mentre eviteremo obbligazioni delle economie sviluppate fortemente indebitate. Agli investitori propensi al rischio segnaliamo le obbligazioni high yield in dollari USA, che attualmente sono convenienti rispetto ad asset azionari statunitensi di pari rischio, visto che hanno già scontato una possibile recessione statunitense, diversamente dalle azioni.

Nella componente azionaria del portafoglio preferiamo settori difensivi, come salute, telecomunicazioni e beni di prima necessità. I settori ciclici al consumo e industriali dovrebbero sottoperformare per via dell'attuale rallentamento della congiuntura globale. Invitiamo ad essere prudenti sul settore finanziario, soprattutto quello europeo, che continua a lottare con le problematiche del debito. A livello regionale preferiamo gli Stati Uniti e la Svizzera all'Europa e ci concentreremo su alcuni mercati emergenti.

La crisi dell'euro scioglie vecchi tabù

All'alba della crisi dell'euro i politici europei non volevano neppure sentir parlare di: totale fallimento di Stato, monetizzazione del debito da parte della Banca Centrale Europea (BCE) e uscita di uno Stato membro dall'unione monetaria, temi tanto impensabili quanto una collettivizzazione dei debiti o il trasferimento fiscale. Ma la solidità di questi tabù è stata messa duramente alla prova: la BCE ha iniziato ad acquistare titoli di Stato, i politici dell'Eurozona hanno confezionato un pacchetto di aiuti bilaterale per la Grecia, approntato il fondo salva-Stati (EFSF), ampliandone anche la forza d'urto e, in occasione del G20, si studiano possibilità di stanziamento di risorse da parte del FMI. In autunno i politici hanno optato per una partecipazione «volontaria» dei creditori privati alla ristrutturazione del debito greco, e poco tempo dopo si è pubblicamente paventata una possibile inadempienza totale della Grecia. Al circolare delle voci su un possibile referendum greco, ci si è spinti fino a immaginare per la prima volta un'uscita della Grecia dall'Eurozona.

Prevediamo che al massimo entro marzo 2012, quando giungeranno a scadenza elevati obblighi di rimborso, arriveremo a un taglio del debito in Grecia. Ma non sarà certo questo l'ultimo tabù violato.

Nuove elezioni anticipate come valvola di sfogo

Da un anno a questa parte la crisi europea ha già prodotto numerose alternanze di governo. Dopo l'annuncio di inizio anno del governo irlandese di indire elezioni anticipate, altri sei paesi hanno interrotto anticipatamente le rispettive legislature: in Portogallo, Spagna, Slovenia, Slovacchia, Grecia e da ultimo in Italia. Emerge un modello che vede l'opposizione costringere a un cambio di governo, dichiarandosi disposta ad approvare misure di contrasto alla crisi solo a patto di dimissioni del governo in carica o di nuove elezioni. Crediamo che anche il prossimo anno la continuità politica soffrirà sotto il peso della crisi dell'euro.

Jürg de Spindler
Analista politico, UBS SA

Gesche Niggemann
Economista, UBS SA

Problemi specifici per le principali monete

Le principali monete continuano a soffrire di problemi specifici. L'euro dovrebbe restare sotto pressione nei prossimi mesi, ma questo non significa che a lungo termine preferiamo il dollaro USA, che crediamo dovrebbe svalutarsi ancora per via della politica monetaria espansiva. Lo yen giapponese è molto costoso e rischia ulteriori interventi da parte della Bank of Japan. Infine, la sterlina britannica è la moneta del primo paese ad attraversare una fase di stagflazione dopo la crisi finanziaria.

Con tassi di interesse a zero e una Banca Nazionale Svizzera impegnata a difendere con ogni mezzo il livello di 1,20 sull'euro, nemmeno il franco svizzero rientra tra le nostre monete preferite. Nei paesi sviluppati continuiamo a preferire le monete scandinave e il dollaro canadese, e guardiamo positivamente anche ad altre monete di mercati emergenti nel Sud-est asiatico. Prevediamo il continuo apprezzamento dello yuan cinese. Sia il real brasiliano sia il dollaro australiano offrono interessanti rendimenti ma sono molto costosi.

Crediamo che le materie prime cicliche come metalli di base e petrolio rimarranno sotto

pressione nei prossimi mesi per via del rallentamento globale. I metalli preziosi, soprattutto l'oro, continuano a ottenere il nostro favore in un contesto incerto, dove l'unica certezza a lungo termine si chiama inflazione.



Il 23 gennaio la Cina entra nell'anno del drago. La nazione dovrebbe riuscire a mantenere una buona crescita durante tutto il 2012.

Fig. 7: UBS previsioni economiche

		Crescita reale del PIL, in %			Inflazione, in %			Tassi		LIBOR a 3 mesi		Obbli. di stato 10 anni	
		2010F	2011F	2012F	2010F	2011F	2012F	in %	6 mesi	12 mesi	6 mesi	12 mesi	
Americhe	Stati Uniti	3,0	1,7	2,0	1,6	3,1	1,8	US	0,30	0,30	2,10	2,50	
	Canada	3,2	2,2	2,0	1,8	3,0	2,7	Eurozona	1,00	1,00	2,30	2,60	
	Brasile	7,5	3,1	3,8	5,9	6,6	6,1	Japan	0,20	0,20	1,20	1,50	
Asia/Pacific	Giappone	4,0	-0,3	2,5	-1,0	-0,3	-0,2	UK	0,80	0,80	2,50	2,90	
	Australia	2,7	1,7	3,3	2,8	3,4	2,7	Switzerland	0,01	0,01	1,10	1,30	
	Cina	10,4	9,2	8,0	3,3	5,4	3,5	Australia	4,50	4,50	4,40	4,80	
	India	8,5	6,9	7,3	12,1	7,4	6,8	Canada	1,30	1,50	2,30	2,50	
	Resto dell'Asia	8,7	6,7	6,0	4,9	5,2	3,9	Sweden	2,30	2,30	1,90	2,30	
Europe	Eurozona	1,8	1,6	-0,7	1,6	2,7	1,7	China ¹	5,60	4,60	3,10	3,50	
	Germania	3,6	3,2	0,6	1,1	2,5	1,7	Tassi di cambio	6 mesi	12 mesi	equilibrio ²		
	Francia	1,4	1,6	-0,8	1,5	2,0	1,5	EURUSD	1,34	1,45	1,30		
	Italia	1,2	0,9	-1,0	1,6	2,7	1,9	USDJPY	81	81	82		
	Spagna	-0,1	0,6	-1,5	1,5	3,0	1,3	GBPUSD	1,65	1,70	1,71		
	Regno Unito	1,8	0,9	-0,1	3,3	4,4	2,7	EURCHF	1,25	1,25	1,37		
	Swizzera	2,7	1,7	0,4	0,7	0,4	0,3	USDCAD	1,05	0,98	0,95		
Russia	4,0	4,1	3,0	6,8	8,7	6,8	AUDUSD	0,96	1,00	0,73			
World		4,3	3,2	2,7	3,0	3,9	2,9	NZDUSD	0,77	0,80	0,59		
								USDSEK	6,42	5,86	6,89		
								USDNOK	5,60	5,17	6,64		
								USDCNY	6,25	6,10	n.a.		

Note: F = stime all' 1° dicembre 2011

¹ Interbancario a 7 giorni invece che il LIBOR a 3 mesi

² Parità del potere di acquisto

Fonte: UBS

I rendimenti passati non sono indicativi dei rendimenti futuri.



Rischi globali nel 2012: *Grandi e interconnessi*

La crisi del debito sovrano in Eurozona potrebbe essere il maggiore, ma non l'unico, fattore di rischio che gli investitori dovranno gestire nel 2012. Come nel 2011, i mercati finanziari saranno condizionati principalmente dall'incertezza relativa alle sfide politiche ed economiche. Gestire il rischio è quindi oggi più importante che mai.

I singoli investitori hanno molte scelte per tutelarsi dal rischio (cfr. riquadro). In un contesto che si preannuncia aspro, gli investitori devono bilanciare in portafoglio significativi rischi politici e macroeconomici da un lato e opportunità di rendimento dall'altro, non da ultimo alla luce delle scarse previsioni di rendimento dei cosiddetti investimenti «privi di rischio» (in realtà «a basso rischio»). Un approccio pragmatico sarebbe quello di selezionare investimenti che possono far bene in uno scenario di base e in uno scenario di rischio.

La tabella nella pagina 11 presenta una classifica di potenziali pericoli per i mercati finanziari nel 2012. Anche se non esaustivo, crediamo che l'elenco aiuti a classificare i rischi per le decisioni d'investimento.

In generale il contesto chiaramente rischioso esige prudenza rispetto alle azioni. Visto che tutti i nostri rischi principali (rischi da 1 a 3) implicano una significativa resistenza ciclica nel

2012, gli investitori azionari dovrebbero preferire settori difensivi come salute, telecomunicazioni e beni di consumo.

Gli investitori obbligazionari potrebbero preferire società diversificate a livello globale (multinazionali) e obbligazioni di agenzie e istituti sovranazionali. Queste obbligazioni dovrebbero sovraperformare i titoli di Stato in un mondo caratterizzato dai continui timori per il debito sovrano (rischi 1 e 7).

L'attuale contesto di rischio regala opportunità per diversificare l'esposizione valutaria su monete minori. Benché non insensibili alle turbolenze globali, le monete scandinave e canadese potrebbero far meglio di quelle principali, che sono frenate da problemi specifici (rischi 1, 2 e 7). Questo vale soprattutto se dovessero intensificarsi le tensioni monetarie (n. rischio 6).

Questi esempi suggeriscono come gli investitori possono posizionarsi per le sfide attuali e future. Siamo convinti che una migliore comprensione delle problematiche di rischio possa migliorare le decisioni degli investitori. Tuttavia, gli investitori devono accettare un certo livello di rischio se vogliono ottenere obiettivi finanziari a lungo termine.

Dirk Effenberger
Stratega, UBS SA

Lena Lee Andresen
Stratega, UBS SA

Giorgio Cortiana
Analista, UBS SA

Posizione*	Rischio	Dimensioni di rischio**	Descrizione dello scenario di rischio	Potenziale impatto sugli investimenti
1	Cascata di inadempienze in Eurozona		Dopo l'inadempienza greca, altri paesi in difficoltà dell'Eurozona potrebbero seguire lo stesso destino. Questo provocherebbe gravi distorsioni del mercato finanziario globale e una prolungata recessione in Eurozona.	Tutte le categorie di investimento cicliche ne risentirebbero, in particolare modo le azioni del settore Finanza. I titoli di Stato dei paesi più stabili ne beneficerebbero.
2	Doppio minimo negli USA e QE3		Nuova recessione negli USA. Probabilmente la Fed statunitense reagirebbe con un terzo allentamento quantitativo (QE).	Impatto post QE3: dollaro USA sotto pressione, i prezzi delle materie prime aumenterebbero per via dell'inflazione. L'oro potrebbe essere la migliore copertura in un simile scenario.
3	Atterraggio duro dell'economia cinese		Un tasso di crescita del PIL inferiore al 6%, ad esempio in seguito a errori politici, produrrebbe una contrazione della domanda cinese. Questo frenerebbe molto le esportazioni verso la Cina.	In un simile scenario, soffrirebbero le categorie cicliche come le materie prime e le azioni, soprattutto se fortemente legate al commercio con la Cina.
4	Bolla immobiliare cinese		Il mercato immobiliare cinese è surriscaldato e aumenta il rischio di un drastico ridimensionamento dei prezzi. Potrebbe essere un duro colpo per l'economia cinese.	Ne risentirebbero soprattutto le azioni dei mercati emergenti, e più in generale le azioni cicliche. USD dovrebbe invece beneficiare del rimpatrio di fondi da parte degli investitori.
5	Debito in Ungheria		I mutui ipotecari e il prestito al consumo in franchi svizzeri da parte di banche austriache e tedesche rappresentano un rischio in Europa orientale, soprattutto in Ungheria.	Questo rischio interessa soprattutto i titoli finanziari dell'Eurozona, e più in generale le azioni di Eurozona ed Europa orientale. Potrebbero beneficiarne i titoli di Stato di paesi stabili.
6	Competizione tra monete		Una svalutazione concorrenziale delle monete di vari grandi paesi potrebbe alimentare una volatilità dei cambi, l'inflazione e ostacolare le relazioni commerciali internazionali.	Le monete dei paesi minori potrebbero apprezzarsi rispetto ai paesi con svalutazione monetaria. I metalli preziosi ne beneficerebbero in qualità di alternative alle monete.
7	Timori per il debito sovrano		Crescenti timori per il debito sovrano nei principali paesi al di fuori dell'Eurozona, come USA, Gran Bretagna e Giappone.	Ciò colpirebbe soprattutto il mercato locale dei titoli di Stato, che perderebbe il suo ruolo di porto sicuro (a seconda del grado di crisi).
8	Conflitto commerciale		Escalation delle attuali tensioni commerciali tra USA e Cina in una guerra del commercio globale, che è un rischio per l'attività commerciale mondiale e quindi per la crescita economica.	In una guerra commerciale, i titoli di paesi molto orientati alle esportazioni, come la Germania, soffrirebbero mentre quelli di economie piuttosto chiuse, come gli Stati Uniti, sarebbero avvantaggiati.
9	Agitazioni sociali***		Agitazioni sociali in paesi di importanza economica, con risorse di materie prime o di rilevanza geostrategica (cfr. p. 12-13).	Ne soffrirebbero i mercati azionari regionali. Nel caso di paesi produttori di materie prime, i prezzi delle materie prime salirebbero.

* Classificazione in base all'impatto di mercato atteso, che è la media delle 4 dimensioni di rischio (probabilità, dimensioni geografica e temporale e impatto sul mercato).

** I colori indicano l'intensità: verde = bassa, giallo = media, arancione = alta, rosso = molto alta,

*** Impatto di mercato e dimensione geografica dipendono dal paese effettivamente colpito da agitazioni sociali.

Perché monitorare il rischio per singoli investitori?

Un attento monitoraggio dei principali rischi di mercato globali è cruciale per qualsiasi decisione di investimento. In definitiva, questo mira principalmente a conservare il capitale degli investitori. Esponiamo di seguito alcuni modi per mitigare i rischi di mercato:

1. Abbandonare i mercati o ridurre l'esposizione:

una vendita totale degli asset esposti al rischio è probabilmente il modo più diretto per reagire a un rischio emergente. Tuttavia può essere una scelta problematica per investitori che desiderano solo ridurre temporaneamente l'esposizione. Bisogna considerare anche le difficoltà in termini di tempistica, visto che si corre il rischio di uscire troppo presto o troppo tardi dal mercato.

2. Copertura e strategie:

la copertura può spesso rivelarsi un metodo più efficace per ridurre l'esposizione al rischio, specialmente quando l'obiettivo è una protezione dal rischio di ribasso per un periodo limitato. Ma poiché molte strategie di copertura includono

derivati come opzioni, futures o prodotti strutturati, questa risposta richiede conoscenze sul funzionamento di queste soluzioni.

3. Diversificazione:

la diversificazione su più categorie e regioni di investimento resta una delle soluzioni preventive più semplici perché limita l'esposizione a diverse fonti di rischio. Tuttavia, visto che eventi significativi sul mercato finanziario hanno spesso una dimensione internazionale e tendono a interessare più di una categoria di investimento, i mercati denotano una forte correlazione e rendono impossibile sfuggire completamente alle distorsioni del mercato.

4. Una strategia per diverse circostanze:

per aggirare il problema della tempistica di cui alla prima e le complessità di cui alla seconda soluzione, una strategia pragmatica di compromesso potrebbe essere quella di preferire investimenti che dovrebbero registrare buone performance in uno scenario sia di base sia di rischio.

Fonte: UBS WMR, Global Risk Watch: Un approccio sistematico di monitoraggio del rischio di mercato, ottobre 2010, e UBS research focus: Come investire, aprile 2011.

Conservare o incrementare il patrimonio

Con i mercati che passano in pochi giorni dall'ottimismo al pessimismo, gli investitori non sanno più se salvaguardare i propri capitali o partecipare ai rialzi. Un orizzonte temporale a lungo termine è spesso la migliore soluzione.

Prima di decidere tra salvaguardare il capitale e farlo crescere, è opportuno che consideriate la vostra situazione finanziaria e le vostre esigenze. Qual è il vostro reddito standard e di quanto avete bisogno per garantirvi il tenore di vita desiderato? State investendo per conto delle generazioni future, il che aumenta il vostro orizzonte temporale?

Un utile esercizio consiste nel suddividere le esigenze finanziarie future tra diversi orizzonti. Ecco allora che, considerata la forte volatilità, il denaro destinato alle spese future verrà investito in attivi a basso rischio, mentre parte dei capitali destinati a consumi futuri, o addirittura a generazioni future, può essere investita in attivi più rischiosi.

Se per mantenere il vostro tenore di vita vi basta il normale reddito, vista la volatilità di questi tempi vi consigliamo puntare a realizzare un guadagno in linea con il tasso d'inflazione, salvaguardando così il valore reale del capitale. Potete anche destinare una piccola parte del capitale ad investimenti più rischiosi, ricordandovi che dovete anche essere in grado di far fronte ad un'eventuale perdita.

Se invece i vostri risparmi e il vostro capitale vi servono per vivere, scegliere tra salvaguardia e crescita diventa più complicato. Per evitare che il vostro patrimonio si riduca troppo in fretta, il rendimento dovrà essere maggiore di quello di altri. Inoltre, dovrete stare attenti a non subire troppe perdite. In questo caso dovrete destinare buona parte del capitale ad investimenti che offrano un potenziale di crescita. E dovrete comunque essere in grado di far fronte a perdite momentanee. Altrimenti dovrete scegliere la salvaguardia del capitale.

Market timing – un esercizio difficile

Per ottenere buoni risultati su un orizzonte temporale breve è necessario avere tempo e capacità; è per questo che molti investitori

optano per una prospettiva a più lungo termine, focalizzandosi o sulla salvaguardia del capitale o sulla sua rivalutazione. Mentre la rivalutazione del capitale sul più lungo termine può essere ottenuta mediante metriche di valutazione se si è pronti ad accettare una volatilità a breve termine, salvaguardare il capitale è diventato più difficile, considerati i rischi che oggi comportano anche i titoli di Stato di molti mercati sviluppati.

Salvaguardare il capitale

Se cercate un investimento privo di rischi, i libri vi consiglieranno di optare per i titoli di Stato a breve termine di un mercato sviluppato. Le recenti esperienze, però, soprattutto della Eurozona, confutano il tradizionale buon senso. Ma allora, come dev'essere un portafoglio sicuro?

Gli investimenti in quelli che sono considerati porti sicuri (titoli del Tesoro USA, bund tedeschi e oro) hanno fatto furore in periodi di turbolenze. Tuttavia, per ridurre i rischi del portafoglio, è opportuno diversificarlo scegliendo varie tipologie di asset. Una quota azionaria nel portafoglio può aiutare a ridurre il rischio globale, introducendo un elemento di copertura contro l'inflazione. Soprattutto in settori quali i beni di prima necessità, dove la visibilità degli utili è alta e i prezzi dei fattori produttivi, anche se alti, possono essere rovesciati sui consumatori con relativa facilità. In un portafoglio ben diversificato trovano posto anche categorie di asset non tradizionali quali le materie prime e gli immobili.

Far crescere il capitale

Se si ha un orizzonte temporale di lungo periodo, la metrica di valutazione è lo strumento ideale per cercare di ottenere interessanti rendimenti a lungo termine. Per quanto riguarda le azioni, il rapporto prezzo/utili viene spesso utilizzato come semplice unità di misura della loro attrattiva. Esso si rivela particolarmente interessante quando si utilizza una tendenza degli utili a lungo termine o un livello medio di utili. Attualmente, un simile modello lascerebbe intendere che le azioni presentano una valutazione più o meno equa, con ragionevoli prospettive di rendimento e alcuni elementi di copertura contro l'inflazione. I titoli di Stato presentano rischi maggiori su un orizzonte temporale più lungo, in quanto gli attuali rendimenti a malapena compensano l'inflazione.

Pierre Weill
Economista, UBS SA

Agitazioni sociali muovono i mercati finanziari

Nei paesi arabi l'aumento dei prezzi ha condotto alla primavera araba. Le misure di risparmio negli Stati fortemente indebitati d'Europa colpiscono ampie fasce di popolazione, dove crescono i malumori. In alcuni paesi asiatici, retti da un'economia di tipo centralista, cresce il rischio di disordini politici. In generale, il crescente potenziale di agitazioni sociali diventa sempre più rilevante per i mercati finanziari.

Nell'osservazione sistematica dei rischi di mercato da parte di WMR si registrano anche rischi a sfondo politico. Questi rischi sono etichettati come geopolitici e vengono stimati attraverso un particolare approccio analitico. Tra questi rischi figurano le agitazioni sociali che si sono moltiplicate nel 2011 e che saranno rilevanti per i mercati anche nel 2012.

In un paese afflitto da una profonda crisi, l'insoddisfazione della popolazione può facilmente sfociare in disordini sociali che possono assumere dimensioni tali da mettere in dubbio la stabilità e da ripercuotersi sui mercati finanziari. Gli investitori reagiscono a simili sviluppi fuggendo verso investimenti sicuri come l'oro e alienando posizioni rischiose, ad esempio in azioni. Se la regione colpita produce materie prime, come il petrolio, aumentano anche i relativi prezzi. È quanto accaduto nella primavera araba, quando a febbraio 2011 il barile di greggio è salito del 15%, da 100 a 115 dollari USA.

I rischi derivanti da disordini sociali possono assumere le seguenti forme, senza che si verifichino tutte contemporaneamente:

- La tutela della proprietà e la certezza del diritto non sono più garantite. Viene così meno una base fondamentale per la stabilità. Simili condizioni di base scoraggiano gli investimenti, pregiudicando lo sviluppo economico.
- La macroeconomia soffre perché la produzione nelle aziende industriali e l'erogazione di servizi sono limitate o addirittura sospese.
- La base economica esistente di un paese è a rischio quando nei disordini vengono

distrutti o danneggiati gli impianti di produzione e le infrastrutture.

Jürg de Spindler
Analista politico, UBS SA

Stimare le cause di agitazione sociale

È impossibile prevedere lo scoppio di agitazioni sociali come quelle della primavera araba. L'analisi e la valutazione di simili eventi rappresentano tuttavia la base per trarre conclusioni più mirate per il proprio comportamento di investimento. L'approccio politico-economico, come adottato da WMR, guarda da un lato agli attori e dall'altro ai loro interessi e alle loro motivazioni. Avendo chiaro questo contesto è possibile collocare e interpretare i fatti e gli eventi osservati.

Noi distinguiamo essenzialmente tra un terreno fertile per agitazioni sociali e cause scatenanti. Nella prima categoria rientrano le scarse condizioni relativamente alle tre dimensioni che definiscono il quadro sociale e politico-economico di un paese:

Selezione di eventi politici per il 2012

01.01.2012	UE: La Danimarca assume la presidenza del Consiglio
Gennaio-marzo 2012	Egitto: elezioni parlamentari (3° turno per l'assemblea popolare il 03.01, 1°/2°/3° turno per il Consiglio della Shura il 29.01, 14.02 e 04.03).
14.01.2012	Taiwan: elezioni parlamentari e presidenziali
22.01.2012	Finlandia: elezioni presidenziali (2° turno: 05.02.)
19.02.2012	Grecia: elezioni parlamentari (anticipate)
29.03.2012	Iran: elezioni parlamentari
04.03.2012	Russia: elezioni presidenziali
22.04.2012	Francia: elezioni presidenziali (2° turno: 06.05.)
Aprile 2012	Corea del Sud: elezioni parlamentari
Maggio 2012	Algeria: elezioni parlamentari
Giugno 2012	Egitto: elezioni presidenziali
10.06.2012	Francia: elezioni parlamentari (2° turno: 17.06.)
17./18.06.2012	G20: vertice a Los Cabos (Messico)
01.07.2012	UE: Cipro assume la presidenza del Consiglio
01.07.2012	Messico: elezioni parlamentari e presidenziali
Luglio 2012	India: elezioni presidenziali
Settembre 2012	Hong Kong: elezioni parlamentari
28.10.2012	Ucraina: elezioni parlamentari
Ottobre 2012	Cina: 18° congresso del partito comunista cinese
06.11.2012	USA: elezioni parlamentari e presidenziali
Dicembre 2012	Kazakistan: elezioni presidenziali
Dicembre 2012	Corea del Sud: elezioni presidenziali
Dicembre 2012	Venezuela: elezioni presidenziali

- le opportunità di sviluppo economico,
- certezza del diritto e
- la collaborazione politica.

Eventuali carenze in queste dimensioni creano una condizione che non pregiudica solo la vita quotidiana delle persone ma che limita anche pesantemente le attività economiche e rende poco proficuo investire. Sono fatti salvi gli investimenti che godono di una tutela privilegiata da parte di forze politiche dominanti. Ad esempio, la Corea del Nord ha creato zone economiche speciali.

Il ruolo delle condizioni quadro

Le carenze nelle tre dimensioni possono talvolta anche essere registrate con l'aiuto di indicatori. Un governo può compensare le carenze attraverso un sufficiente assistenzialismo economico alla popolazione, ad esempio con un vasto programma di costruzione di alloggi sociali, contenendo così il rischio di malumori. Al contrario, un cumulo di carichi aggiuntivi, come l'aumento dei prezzi dei generi alimentari, straordinarie carenze nel sistema assistenziale o un drammatico incremento del malessere sociale, può essere la goccia che fa traboccare il vaso. Queste cause scatenanti sono, per loro natura, difficilmente prevedibili e si verificano in modo abbastanza casuale. Così, il forte aumento dei prezzi dei generi alimentari nei paesi arabi all'inizio del 2011 è stato uno dei motivi delle rivolte.

Motivazioni ideologiche, come una generica volontà di ristrutturare la società, la realizzazione di un principio di equità, non ci sembrano sufficienti fattori scatenanti poiché non spingono le persone a organizzarsi e mobilitarsi. Malesseri concreti e comunemente avvertiti creano invece un'esigenza immediata di cambiamento, senza troppi sforzi di persuasione.

Agitazioni sociali e mercati

Nel caso peggiore, i disordini possono essere soffocati sul nascere dalla guida politica in carica. Ma se le agitazioni montano in una rivolta è possibile che producano cambi di regime. Un nuovo governo in sé non è comunque una garanzia di ristrutturazione politica e sociale se non è accompagnato da un programma di riforme delle condizioni economiche e socio-politiche.

Un miglioramento sostenibile è possibile solo se si verificano miglioramenti nelle tre dimensioni: opportunità di sviluppo economico, certezza del diritto e collaborazione politica. Ciò presuppone revisioni a livello costituzionale, che creino condizioni fondamentali per l'economia e la politica di un paese, tali da realizzare un contesto stabile sia per i cittadini sia per gli investitori.

Al momento, singoli paesi arabi come Tunisia, Egitto e Marocco stanno attraversando un simile cambiamento. Le elezioni, che in alcuni casi saranno veramente libere per la prima volta, e l'ammissione ufficiale del pluripartitismo sono indizi di possibili miglioramenti durevoli, anche se non è possibile esserne certi.

I paesi fortemente indebitati d'Europa, come Portogallo e Grecia, stanno attuando pesanti misure di risparmio che complicano le condizioni di vita a breve termine. Anche se queste misure sono appoggiate da un'ampia base parlamentare democraticamente eletta, esiste il rischio di agitazioni sociali che partono dalla parte più sofferente della popolazione.

In alcuni paesi asiatici, che presentano carenze nelle dimensioni di opportunità di sviluppo economico, certezza del diritto o collaborazione politica potrebbero nascere agitazioni sociali a medio e lungo termine. Eventuali cambiamenti di questo tipo nelle repubbliche dell'Asia centrale potrebbero ad esempio rappresentare grandi sfide anche per la Cina.

Per il 2012, nella sua osservazione dei rischi geopolitici, WMR presterà attenzione anche al potenziale diffondersi delle agitazioni sociali dal territorio arabo ad altre regioni.



Azioni: *Pazienti, ma vigili*

Quasi certamente la crisi del debito sovrano in Europa manterrà alta la volatilità anche nel 2012. Consigliamo di iniziare l'anno con un'esposizione all'azionario di USA, Regno Unito e mercati emergenti. Nel corso del 2012, valide opportunità potrebbero nascere nell'Eurozona.

In Europa, con la crisi del debito sovrano ormai al suo terzo anno, la volatilità sembra non abbandonare i mercati azionari. Se per buona parte del 2011, la rigida politica monetaria dei mercati emergenti ha costituito un fardello, un suo allentamento nel 2012 potrebbe rivelarsi benefico. Consigliamo quindi di iniziare il 2012, evitando l'azionario dell'Eurozona favorendo quello di USA, Regno Unito e mercati emergenti. In un contesto dominato da bassi tassi d'interesse, gli investitori potrebbero anche guardare a titoli azionari con tassi di rendimento elevati. Quanto ai settori, a inizio anno,

la nostra preferenza va a quelli difensivi: beni di prima necessità, salute e telecomunicazioni. Ma apprezziamo anche il settore IT, dove la crescita è interessante e le valutazioni modeste.

US – titoli IT e quelli di valore e a media capitalizzazione

Per il 2012, ci aspettiamo una crescita moderata dell'economia statunitense. Anche se non eccezionale, la domanda sarà comunque sufficiente a far crescere i ricavi delle aziende americane del 5% circa. I margini di profitto, già elevati, dovrebbero mantenersi stabili. A fronte di un tasso di disoccupazione elevato, le pressioni salariali rimangono contenute. Nel complesso, prevediamo per le aziende USA un tasso di crescita degli utili medio ad una cifra, tale da supportare l'azionario USA. Osserviamo una loro tendenza al rialzo, e confidiamo che a fine 2012, il S&P 500 arrivi intorno a 1250–1350.

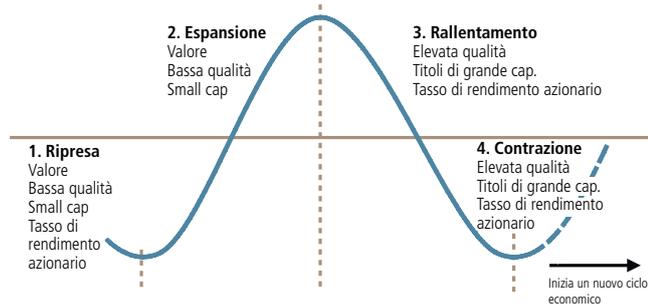
Markus Irngartinger
Stratega, UBS SA

Christopher Wright
Stratega, UBS SA

Carsten Schluffer
Stratega, UBS SA

Fig. 2: Tipo di stile azionario dipende dal ciclo congiunturale

Maggiore rischio nelle fasi 1 e 2, maggiore sicurezza in 3 e 4



Fonte: UBS WMR

I rendimenti passati non sono indicativi dei rendimenti futuri.

Fig. 3: Azioni dei mercati emergenti sostenute da solidità economica

MSCI ME rispetto a MSCI World (a/a, in %) e produzione industriale ME rispetto a G7 (a/a, in %, dx)



Fonte: Thomson Reuters, UBS WMR



In ambito statunitense, per il 2012 vediamo buone possibilità di performance per i titoli a media capitalizzazione e le strategie value.

Guardiamo con particolare favore al settore IT, dove la crescita è interessante e le valutazioni modeste. Grazie ad una combinazione di fattori di crescita secolari e di flussi di reddito ricorrenti, esso presenta caratteristiche sia offensive che difensive. Altri fattori positivi sono valutazioni ragionevolmente interessanti e posizioni cash solide. Consigliamo una combinazione di aziende leader di settore, con buona visibilità a breve termine, e società esposte a segmenti in rapida crescita quali smartphone e tablet PC, Internet e i mercati emergenti.

Sempre in ambito statunitense, per il 2012 vediamo buone possibilità di performance per i titoli a media capitalizzazione e le strategie value. A fronte delle continue dimostrazioni di solidità da parte degli utili aziendali, l'area del mercato a media capitalizzazione verrà premiata più di quella a grande capitalizzazione per la maggior crescita che consente. Analogamente, perché le strategie value possano avere buone performance, è necessario anche che gli investitori abbiano fiducia negli utili. Quindi, viste le nostre previsioni di stabilizzazione dei dati economici USA, il value investing

potrebbe diventare una valida strategia per tutto il 2012.

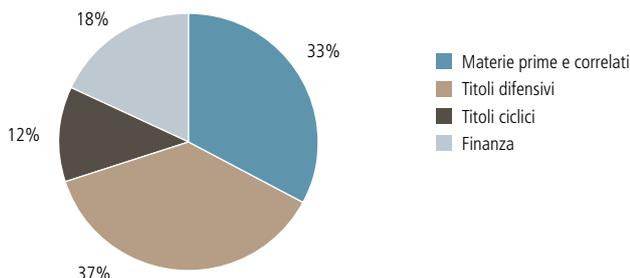
Europa – Regno Unito, dividendi e titoli a larga capitalizzazione

Nell'Eurozona, le misure di austerità adottate nel 2011 soffocheranno la crescita economica nel 2012, a nostro avviso con conseguenze negative sugli utili. La domanda estera, che rappresenta il 35% delle vendite delle aziende dell'Eurozona, compenserà solo in parte la debolezza della domanda interna. Per l'inizio del 2012, manteniamo quindi un atteggiamento cauto nei confronti dell'azionario di questa regione, rispetto a quello globale. Benché le valutazioni appaiano molto interessanti, bisognerebbe resistere alla tentazione di investire finché non si troverà una soluzione credibile alla crisi del debito sovrano. La primavera potrebbe rivelarsi un periodo decisivo, in quanto la Grecia avrà importanti capitali da rifinanziare e gli indicatori economici potrebbero raggiungere i livelli più bassi.

Per chi volesse investire a lungo termine nell'Eurozona, il nostro consiglio resta quello di puntare sulle azioni tedesche. Rispetto all'Europa

Fig. 4: Mercato britannico dominato da settori difensivi e correlati a materie prime

Percentuale di capitalizzazione di mercato ponderata

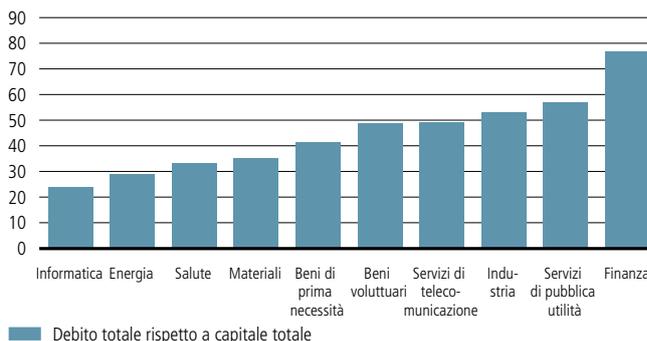


Fonti: Thomson Reuters, UBS WMR, al 31 ottobre 2011

I rendimenti passati non sono indicativi dei rendimenti futuri.

Fig. 5: IT è il settore meno indebitato

Debito totale rispetto a capitale totale, in %



Fonti: FactSet, UBS WMR

meridionale, la Germania resta un'economia relativamente forte. Le aziende tedesche beneficiano della domanda asiatica e statunitense.

La nostra preferenza va ancora alle azioni del Regno Unito. Il mercato offre un tasso di rendimento azionario elevato e viene reso difensivo dai settori salute e telecomunicazioni. In ragione della sua forte esposizione ai settori correlati alle materie prime quali l'energia e i materiali, la performance complessiva del mercato dovrebbe trarre beneficio dalle dinamiche economiche negli USA e nei mercati emergenti.

Benché anche le azioni svizzere presentino caratteristiche difensive, la forza della moneta pesa sulla loro competitività e sui margini di profitto. Consigliamo quindi un'esposizione solo selettiva a settori quali i beni di prima necessità e la salute.

Difficilmente i finanziari potranno migliorare i problemi strutturali. Le prospettive macroeconomiche, la crisi del debito e i bassi tassi d'interesse, ma anche regolamentazioni più rigide, stanno colpendo banche e compagnie di assicurazioni. La visibilità nelle prospettive economiche rimane bassa e la necessità di migliorare le posizioni in capitale, soprattutto per le banche dell'Eurozona, potrebbe rendere meno favorevoli i rapporti di valutazione. Eviteremmo quindi ancora l'industria.

In Europa, consigliamo una strategia difensiva per il primo trimestre, preferendo i titoli a larga capitalizzazione e quelli con tassi di rendimento azionario elevati e stabili quali quelli delle telecomunicazioni. Le ricapitalizzazioni delle banche

probabilmente porteranno ad un minor numero di crediti, e questo potrebbe essere un ostacolo per i titoli a bassa capitalizzazione. Anche quella value potrebbe essere una strategia vincente per l'Europa nel 2012, ma solo quando le società non vedranno più ridursi gli utili e i dati economici cominceranno a stabilizzarsi. Gli investitori quindi dovrebbero iniziare l'anno su posizioni difensive, pronti però a passare a strategie più a rischio ai primi segnali di stabilità economica.

Preferire l'Asia all'Europa orientale

Poiché per l'anno prossimo prevediamo una solida crescita economica nei mercati emergenti, anche gli utili societari hanno buone probabilità di registrare alti tassi di crescita ad una cifra. Le attuali valutazioni dei mercati emergenti indicano, secondo noi, che gli investitori verranno premiati a 12-18 mesi.

Per l'Asia prevediamo una buona performance purché i rischi globali, soprattutto in Europa, non si aggravino. A breve termine, ci piacciono i titoli orientati al mercato interno come quelli di alcuni materiali eccessivamente venduti, IT e banche, poiché restiamo convinti che il quadro di crescita per l'Asia resti intatto e che questi titoli beneficeranno del potenziale stimolo fiscale e dell'allentamento della politica monetaria nel 2012. Nel medio termine preferiamo i settori più difensivi quali i beni di prima necessità e le telecomunicazioni, in un contesto di crescita economica globale sotto la parità. Raccomandiamo cautela nei confronti dell'Europa orientale almeno per la prima metà del 2012, in ragione dei suoi stretti legami economici con l'Eurozona.

Come investire

Dividendi restano un tema favorito nel prossimo futuro. Gli investitori dovrebbero cercare società che pagano dividendi elevati e storicamente stabili. Se ne possono trovare nel **settore europeo delle telecomunicazioni**.

Mercati emergenti e le società con utili esposti ai mercati emergenti continueranno a beneficiare della crescita più marcata del PIL rispetto a quella nei mercati sviluppati.

L'azionario britannico è un mercato preferibile soprattutto grazie agli elevati tassi di rendimento azionario. Ma anche perché la Gran Bretagna è esposta ai mercati emergenti e le valutazioni sono convenienti.

L'azionario statunitense dovrebbe essere solido, visto che il paese dovrebbe riuscire ad evitare la recessione. Gli utili societari sembrano molto resistenti e sono ancora in crescita. Guardiamo con particolare favore al settore **IT**, favorito dalla solida domanda dalle economie asiatiche.

Materiali ed energia possono dover affrontare qualche mese di difficoltà all'inizio del 2012, ma le valutazioni scontano già una prospettiva piuttosto negativa. Crediamo quindi che si presenteranno interessanti punti di ingresso in questi settori nella prima metà dell'anno.

Valute: *La crescita in calo promette turbolenze sui mercati dei cambi*

Le prospettive dei mercati dei cambi per l'anno 2012 non rivelano chiare tendenze. L'investitore si trova di fronte a un bivio, visto che le monete più interessanti si sono apprezzate molto negli ultimi anni e pertanto il loro potenziale di utile è ormai limitato.

Le aree monetarie delle principali monete, euro, dollaro USA, sterlina e yen, presentano grandi problemi strutturali. Per la stabilità delle singole monete, l'indebitamento dello Stato e/o del settore privato rappresenta un rischio fondamentale, che non può essere arginato in poco tempo.

Per il prossimo anno i nostri scenari di base non prevedono né una disgregazione dell'Eurozona né una brutale svendita del dollaro USA. Ma i rischi di forti oscillazioni contro l'una o l'altra delle due grandi monete sono notevolmente aumentati. Entrambe le regioni devono abbattere il debito, compito che diventa più arduo se la crescita globale dovesse rallentare. In caso di recessione dell'Eurozona, gli obiettivi di riduzione del deficit e di ricapitalizzazione delle banche sono più difficili da raggiungere.

Il massimo debito estero

Dal canto suo, l'economia USA presenta il maggior livello di debito nei confronti dell'estero, ma i suoi organi decisionali non hanno ancora saputo presentare un piano convincente per ridurre i deficit della bilancia commerciale. Il paese è e resta pertanto dipendente dal finanziamento estero. La Cina, il Medio Oriente e altri potenziali acquirenti di titoli di Stato USA tendono ad acquistare meno in dollari USA in caso di un calo della crescita, frenando così la moneta statunitense. La campagna elettorale presidenziale negli Stati Uniti sarà poco favorevole al dollaro, visto che nessuno dei due grandi partiti sarà disposto a presentare un programma di risparmio in suo soccorso. Nei prossimi mesi prevediamo un calo dell'euro, seguito poi da maggiori perdite del dollaro e un aumento di EURUSD.

Se riconosciamo che l'indebolimento congiunturale rappresenta una minaccia per euro e dollaro USA, allora questo vale a suo modo anche per le monete alternative più liquide, dollaro australiano e canadese, franco svizzero e le due corone scandinave, che comunemente indichiamo come cinque favorite. Ci riesce difficile consigliare queste piccole monete viste le loro attuali sopravvalutazioni. Nel caso della Svizzera, la Banca Nazionale ha messo un rigido catenaccio. Per le altre monete, la sopravvalutazione è talmente elevata che esiste un grave rischio di correzione.

Thomas Flury
Analista, UBS SA



Tenere asciutte le polveri

Il consiglio migliore che in questo momento di incertezza ci sentiamo di dare è quello di tenere asciutte le polveri, attendere le correzioni e acquistare in caso di netti crolli di corso. Restiamo del parere che le nostre cinque favorite abbiano un elevato valore intrinseco, che promette stabilità a lungo termine. Questo vale parimenti anche per gli stabili paesi di diversificazione di America Latina, Asia o Europa Centrale, come Brasile, Singapore, Cina e Polonia. In tempi di turbolenza possono però certamente verificarsi pesanti svalutazioni su queste monete perché i timori di recessione e l'avversione al rischio sono una rischiosa combinazione che può ritorcersi contro le monete che negli ultimi anni ne hanno beneficiato. Cresce infatti la tentazione di prendere i benefici su queste monete non appena il contesto del mercato finanziario si fa più volatile.

Sono maturi i tempi per una sensibile svalutazione dello yen. Ma questo può avvenire solo se i tassi aumentano a livello globale. E difficilmente ciò accadrà nel 2012. L'apprezzamento dello yen viene così tenuto costantemente sotto controllo con interventi che però non sono sufficienti a realizzare una vera svalutazione. L'andamento del corso nel 2011 ha dimostrato che anche la sterlina è adatta come moneta di diversificazione. Anche se le prospettive su crescita e corso politico monetario appaiono poco convincenti, la sterlina dimostra sempre un buon apprezzamento quando tutte le altre monete soffrono.

Coprire e diversificare



L'investitore che vuole proteggere il portafoglio dalle fluttuazioni valutarie ha due strategie a sua disposizione: coprire e diversificare. Chi sceglie di coprire il proprio capitale potrà in essere una transazione con la quale un investimento in valuta estera viene convertito in moneta nazionale. Lo si può fare con un'operazione a termine, un'opzione o altra transazione analoga. L'obiettivo di questa copertura è ridurre la dipendenza dalle valute estere. In alternativa, l'investitore può optare per una ripartizione del suo impegno in valuta estera tra più valute, quindi una diversificazione. Così facendo riduce la dipendenza da un singolo tasso di cambio e diminuisce in media le oscillazioni di valore del portafoglio dovute ai tassi di cambio. Questa copertura riduce drasticamente i rischi di cambio. Per contro, limita i possibili guadagni che le valute estere possono offrire.

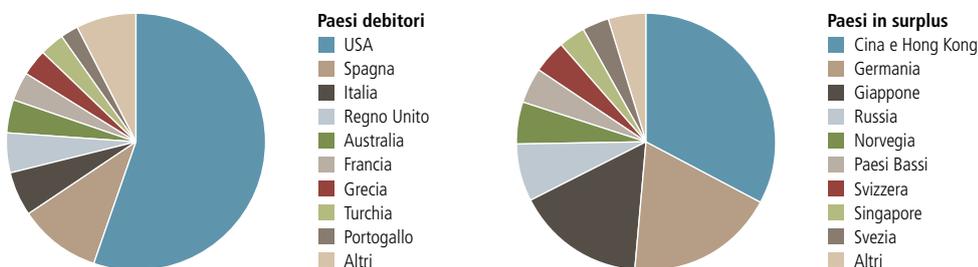
La bilancia delle partite correnti, indicatore di stabilità a lungo termine

La bilancia delle partite correnti misura il livello di risparmio di un paese rispetto all'estero. Se è positiva, significa che lo Stato, la popolazione e le imprese producono, tutti insieme, più di quanto non spendono in consumi e investimenti. Il valore aggiunto esportato all'estero genera un patrimonio risparmiato di cui i beneficiari esteri sono debitori nei confronti dei produttori nazionali. I grandi risparmiatori degli ultimi cinque anni sono principalmente la Cina, la Germania, il Giappone e la Russia. Se, per contro, le spese di un paese superano la produzione nazionale ne consegue immancabilmente un deficit della bilancia delle partite correnti, che dovrà essere finanziato con un'uscita di obbligazioni o altri titoli verso l'estero. Nei due

diagrammi vediamo un elenco di paesi che da anni risultano essere debitori da un lato o in surplus dall'altro. Quello che salta subito agli occhi è che i paesi in surplus sono anche quelli che meglio hanno superato la crisi finanziaria e che ancor oggi hanno le migliori prospettive economiche e valutarie. Restano fuori da questo quadro solo il Giappone e l'Australia; il primo, vittima di un eccessivo invecchiamento della popolazione, è secondo noi destinato a diventare a poco a poco un paese debitore, mentre l'Australia, grazie alle sue esportazioni di materie prime, dovrebbe a breve diventare un paese in surplus. Chi vuole un portafoglio contenente più valute estere dovrebbe assicurarsi che esso venga finanziato con titoli sani.

Fig. 6: Come separare chi vince da chi perde

Bilancia delle partite correnti, in miliardi di USD, valori medi tra il 2006 e il 2010



Fonti: Bloomberg, UBS WMR

I rendimenti passati non sono indicativi dei rendimenti futuri.

EUR o USD, qual è la migliore moneta di riferimento?

Molti clienti internazionali ci chiedono quale sia la migliore moneta di riferimento. I clienti dell'America Latina e asiatici con USD come moneta di riferimento sono preoccupati per la continua creazione di denaro da parte della Federal Reserve e per le ingenti perdite che USD ha incassato nell'ultimo decennio. I clienti che fanno riferimento all'euro, in gran parte dall'Europa centrale e orientale, temono la crisi europea del debito e i problemi strutturali della moneta unica. Il disagio verso queste regioni evidenzia semplicemente l'esigenza di una soluzione

praticabile, visto che la gente necessita di una moneta liquida come riferimento e quindi deve guardare a queste due monete. Secondo noi sarebbe bene avere un paniere che includa entrambe e, se possibile, anche altre monete. Non è facile tenere e gestire un simile paniere di riferimento ma i clienti che attuano questo approccio apprezzano la notevole riduzione di volatilità del riferimento e del portafoglio. Ciò aiuta a concentrare le posizioni strategiche e la copertura sui veri fattori della performance trascurando le deviazioni dalla media nella coppia EURUSD.

Cresce la differenza tra i tassi d'interesse delle nazioni industrializzate

Anche nel 2012, l'andamento degli interessi dei paesi industrializzati verrà influenzato principalmente dalla crisi del debito europea e dalle incerte prospettive sulla congiuntura globale. Dopo essersi estesa al cuore d'Europa, la crisi del debito pubblico si ripercuote ora sull'economia reale dell'intera Eurozona e frena anche le locomotive della crescita, come la Germania.

Se nel 2011, erano fortemente aumentati i premi di rischio per Stati come Portogallo, Irlanda e Spagna, nel 2012 questo sviluppo interesserà anche paesi «core» meno solidi come Italia, Belgio e Francia, dove potrebbe farsi minaccioso in assenza di interventi della BCE. Anche se nessuno di questi paesi presenta un problema di solvibilità a medio termine, la mancata fiducia degli investitori per via dell'elevato fabbisogno di finanziamento di Stati e banche potrebbe causare problemi di liquidità.

Diversamente da questi paesi problematici, la domanda di titoli di Stato di USA, Germania, Svizzera, Gran Bretagna e paesi scandinavi sembra inarrestabile e il loro livello di rendimento ha raggiunto minimi storici. A medio termine non dovrebbe cambiare molto e ci aspettiamo che gli interessi di USA, Gran Bretagna, Germania e Svizzera oscilleranno entro una fascia piuttosto stabile. Federal Reserve, Bank of England, Bank of Japan e Banca Nazionale Svizzera confermano le loro politiche monetarie espansive e la Fed ha addirittura annunciato senza mezzi termini di non avere intenzione di aumentare i tassi almeno fino a metà 2013. In un contesto di modesta crescita negli USA e di alta probabilità di contrazione in Eurozona, l'inflazione dovrebbe essere un problema meno urgente e quindi difficilmente eserciterà una forte pressione al rialzo sui tassi a lungo termine. Mentre in Europa basta anche solo l'affacciarsi di nuovi timori sulla periferia europea per intensificare la domanda di titoli di Stato più solidi e quindi per abbassare i tassi dei Bund, negli USA even-

tuali sorprese congiunturali potrebbero spingere gli interessi verso l'estremità alta del range.

Puntare sulla sicurezza ed evitare titoli di Stato

Gli investitori che non vogliono solo assicurare la propria liquidità a breve termine e che devono poter vendere in qualsiasi momento per soddisfare esigenze di liquidità dovrebbero continuare ad evitare i titoli di Stato. I bassi livelli dei tassi in molti casi non compensano nemmeno la perdita di potere d'acquisto. Chi cerca sicurezza ed è disposto a detenere obbligazioni fino a scadenza può approfittare dei premi di liquidità record offerti in questo momento. La banca di sviluppo KfW, garantita irrevocabilmente dalla Germania, offre un rendimento di circa lo 0,8% in più rispetto a Bund di pari qualità. Lo stesso vale per obbligazioni di banche di sviluppo multinazionali, in buona parte assistite da tutti i grandi paesi industrializzati. Tuttavia, visto che solo pochi paesi sono liberi da rischi di debito, consigliamo di puntare su obbligazioni fondiarie di qualità. La scelta dovrebbe orientarsi su un solido quadro normativo, che in caso di inadempienza della banca di emissione garantisca ai creditori delle obbligazioni fondiarie di accedere alle garanzie, su un'elevata qualità delle garanzie, per le quali preferiamo ipoteche private in regioni economi-

Daniela Steinbrink Mattei

Economista, UBS SA

Thomas Wacker

Analista, UBS SA

Fig. 7: Puntare sulla sicurezza ed evitare titoli di Stato

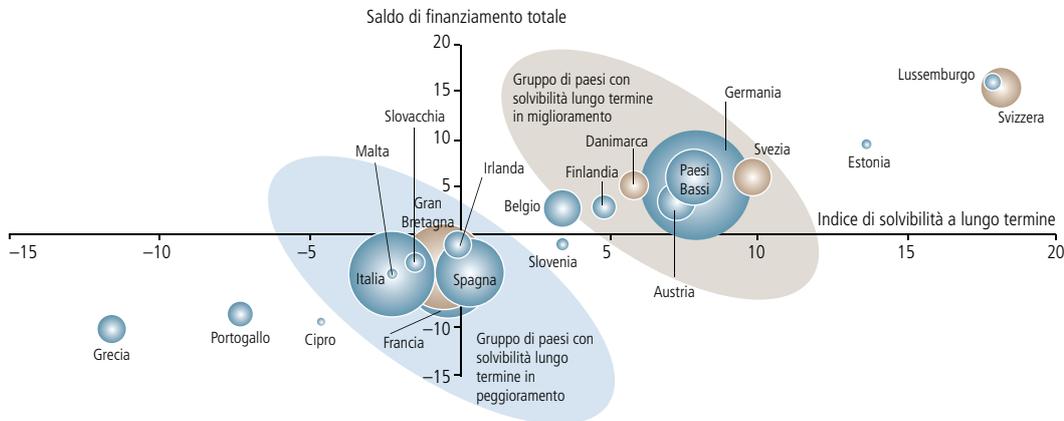


Fonti: Bloomberg, UBS WMR

I rendimenti passati non sono indicativi dei rendimenti futuri.

Fig. 8: Solvibilità a lungo termine dei paesi europei

Indice di solvibilità a lungo termine verso saldo di finanziamento totale (2010)



Fonti: Database AMECO, UBS WMR

I rendimenti passati non sono indicativi dei rendimenti futuri.

camente solide rispetto a crediti verso istituzioni pubbliche, e su una buona solvibilità della banca di emissione.

Rendimenti interessanti con rischio moderato

La conservazione del patrimonio resta il nostro obiettivo primario anche nel 2012. Le obbligazioni societarie di qualità emesse da società ben posizionate a livello mondiale e meno sensibili alla congiuntura dovrebbero conservare una buona stabilità anche nel 2012. A integrazione consigliamo anche alcune obbligazioni con minore solvibilità da settori non ciclici o di società ben diversificate con ridotta esposizione alla periferia europea. I titoli finanziari rimarranno molto volatili ma per il 2012 il nostro atteggiamento è meno critico rispetto a un anno fa. Da un lato i requisiti di capitale proprio più rigidi e le regole più

severe dovrebbero aiutare le banche a rafforzarsi e dall'altro i premi per il rischio sono fortemente aumentati sui titoli bancari di qualità e quindi i creditori obbligazionari riceveranno compensi decisamente migliori per il rischio assunto. Mentre le banche in Grecia rischiano il fallimento, non riteniamo credibile un simile esito con obbligazioni di qualità superiore di una grande banca europea. A fronte delle marcate oscillazioni di prezzo consigliamo dapprima un'esposizione più moderata alle società finanziarie rispetto alle obbligazioni societarie e puntiamo su banche più solide, ad esempio quelle di Canada, Australia e Scandinavia nonché su società di assicurazioni. Torneremo ad acquistare obbligazioni bancarie europee solo qualora la crisi del debito europea imboccasse una svolta positiva.

Hedge fund

Trading: il solito ritornello

Rispetto alle recenti riprese, quella attuale è condizionata e maggiormente dipendente da interventi politici. Tali manovre sono quindi più determinanti per le valutazioni degli asset. A fronte dei repentini sbalzi di fiducia e di umore sul mercato, i gestori che stimano il valore in base ai fondamentali bottom-up avranno enormi difficoltà nel 2012. Crediamo quindi che siano preferibili strategie di trading (global macro e managed futures), che sono meno ancorate a questo approccio d'investimento.

Gli investimenti societari hanno contribuito molto alla crescita del PIL statunitense nel 2011. Questi investimenti probabilmente erano dovuti al tentativo di recuperare dagli anni di stallo 2008–2009. Ma in ultima istanza, gli investimenti sono sostenuti dalla domanda sottostante di prodotti, che dovrebbe indebolirsi visto che l'attuale contesto spinge verso maggiori tassi di risparmio. Qualora si palesasse una recessione, i gestori che perseguono strategie di trading dovrebbero essere meglio posizionati soprattutto per la loro capacità di investire attivamente in diverse categorie di investimento e di ridurre la loro dipendenza dalle azioni.

Immobiliare quotato

L'indebolimento macroeconomico genera incertezza

Mentre gli immobili ritardano sul ciclo congiunturale, il rallentamento delle economie potrebbe abbassare i canoni di locazione locali. I dati indicano un rallentamento delle attività di locazione e l'accantonamento dei grandi capitali o dei piani di assunzione. Il rischio di irrigidimento degli standard del credito può fare sottoperformare le azioni immobiliari vista l'elevata correlazione tra disponibilità del credito e performance a breve termine. Attualmente, i titoli immobiliari sono convenienti rispetto a investimenti diretti e alle loro valutazioni storiche ma non nel confronto con le azioni. Diversifichiamo quindi i rischi a livello globale. Alcuni mercati scontano già riduzioni del valore capitale nei prezzi azionari. Non si esclude una ritrovata propensione al rischio. Ma la valutazione può ancora scendere prima che si concretizzi un nuovo percorso di crescita. Tuttavia, i mercati delle locazioni commerciali restano piuttosto robusti. L'offerta aggiuntiva è bassa. Vediamo quindi ancora prospettive relativamente positive per le società quotate, con immobili di buona qualità, contratti di locazione a lungo termine e bilanci solidi per affrontare la decelerazione di crescita.

Cesare Vallengia
Analista, UBS SA

Thomas Veraguth
Economista, UBS SA

Fig. 9: Strategie di trading battono l'oro nel 2011. Ben posizionate anche per il 2012

Performance da inizio anno e per il terzo trimestre di diverse strategie di hedge fund (in %)

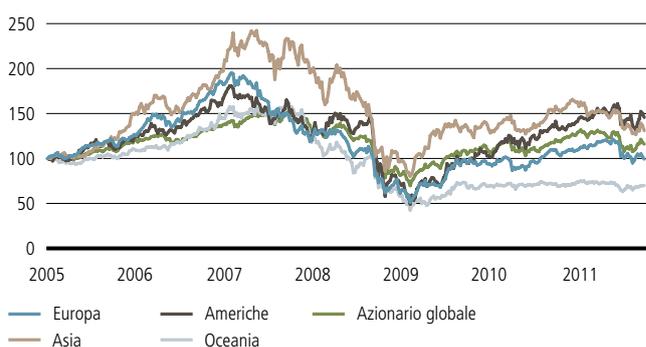


Fonti: Bloomberg, UBS WMR

I rendimenti passati non sono indicativi dei rendimenti futuri.

Fig. 10: Europa e Asia in territori di mercato ribassisti

Performance di azioni globali e immobiliari quotate globali (indicizzata: 1.1.2005 = 100)



Fonti: Bloomberg, MSCI, GPR, UBS WMR, all'11.11.2011

Materie prime

Opportunità di acquisto a inizio 2012

Prevediamo che gli indici generali e diversificati delle materie prime toccheranno il minimo alla fine del 1° o all'inizio del 2° trimestre 2012. Ci aspettiamo infatti che la crisi europea del debito sovrano culmini nel 1° trimestre 2012 e che le banche centrali emergenti tornino a sostenere la crescita. Con una minore pressione inflazionistica, le banche centrali dei mercati emergenti allenteranno la politica monetaria, soprattutto in Cina, incoraggiando così una solida domanda per le materie prime che compensi la debole domanda dai paesi OCSE. Le materie prime cicliche, vincolate nell'offerta, dovrebbero registrare una buona performance relativa dopo una correzione iniziale dei prezzi. Confermiamo la nostra previsione a 12 mesi sul Brent a USD 105/barile e sul rame a USD 8800/mt. Dovrebbero salire anche i prezzi dei beni agricoli. Le ridotte scorte negli USA richiedono eccellenti condizioni climatiche per essere ricostituite nel 2012, il che favorisce il grano. Oro e platino registreranno poche oscillazioni di prezzo. Con il crescente rischio di monetizzazione del debito in Eurozona e nessuna crisi di liquidità, il target di prezzo a 12 mesi per l'oro resta a USD 2200/oncia.

Private equity

Competenza gestionale sempre più importante

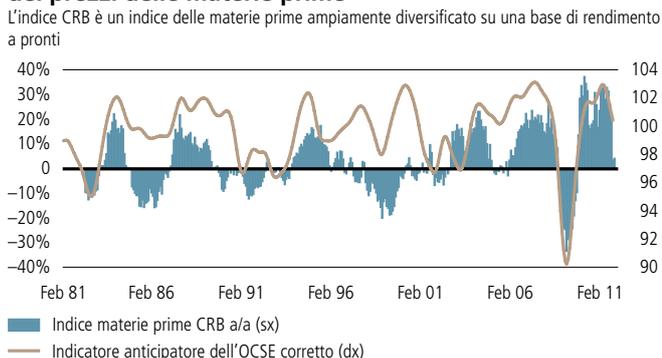
La riduzione globale del debito è appena iniziata: la capacità gestionale dovrebbe quindi diventare il fattore chiave per una buona performance, visto che il segmento private equity potrà fare meno affidamento sul debito. Gli ultimi anni hanno dimostrato che i gestori di fondo più efficaci sono coloro che sanno creare valore in periodi di incertezza e crescita fiacca (fig. 12). Consigliamo quindi agli investitori di optare per gestori esperti, con comprovate capacità gestionali.

Prevediamo valutazioni pressoché invariate nel 2012, e nessun incremento significativo finché il quadro economico non migliorerà. Dopo una significativa attività di uscita nel 2011, gli investitori dovrebbero prepararsi a un rallentamento delle distribuzioni. Tuttavia, l'attività d'investimento proseguirà visto che i gestori dispongono di oltre USD 900 miliardi di capitale non immobilizzato. A fronte della stagnazione dei mercati sviluppati consigliamo di continuare a esporsi a mercati emergenti. Tuttavia, le attuali distorsioni del mercato in Europa e Stati Uniti offrono anche interessanti opportunità a lungo termine per gestori capaci di individuare società sottovalutate e scarsamente gestite.

Dominic Schneider
Stratega, UBS SA

Stefan Brägger
Analista, UBS SA

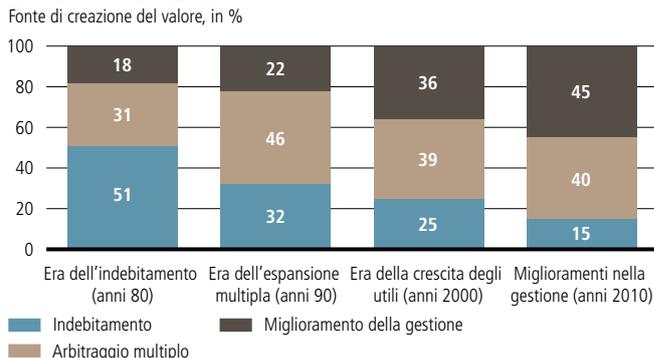
Fig. 11: L'indicatore anticipatore dell'OCSE indica un calo dei prezzi delle materie prime



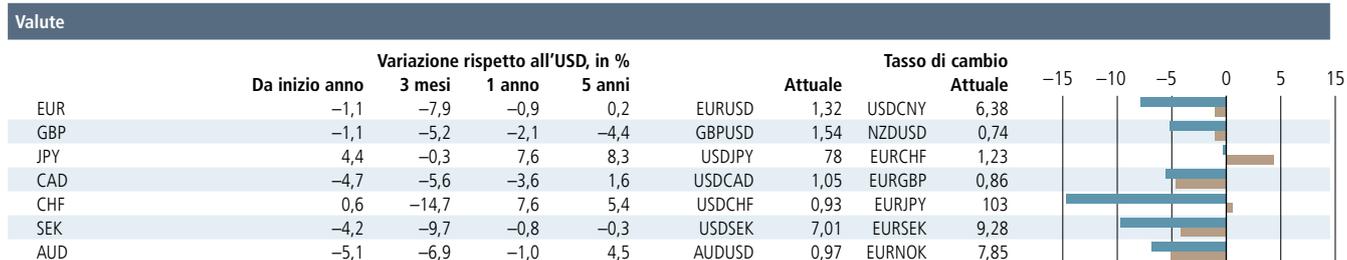
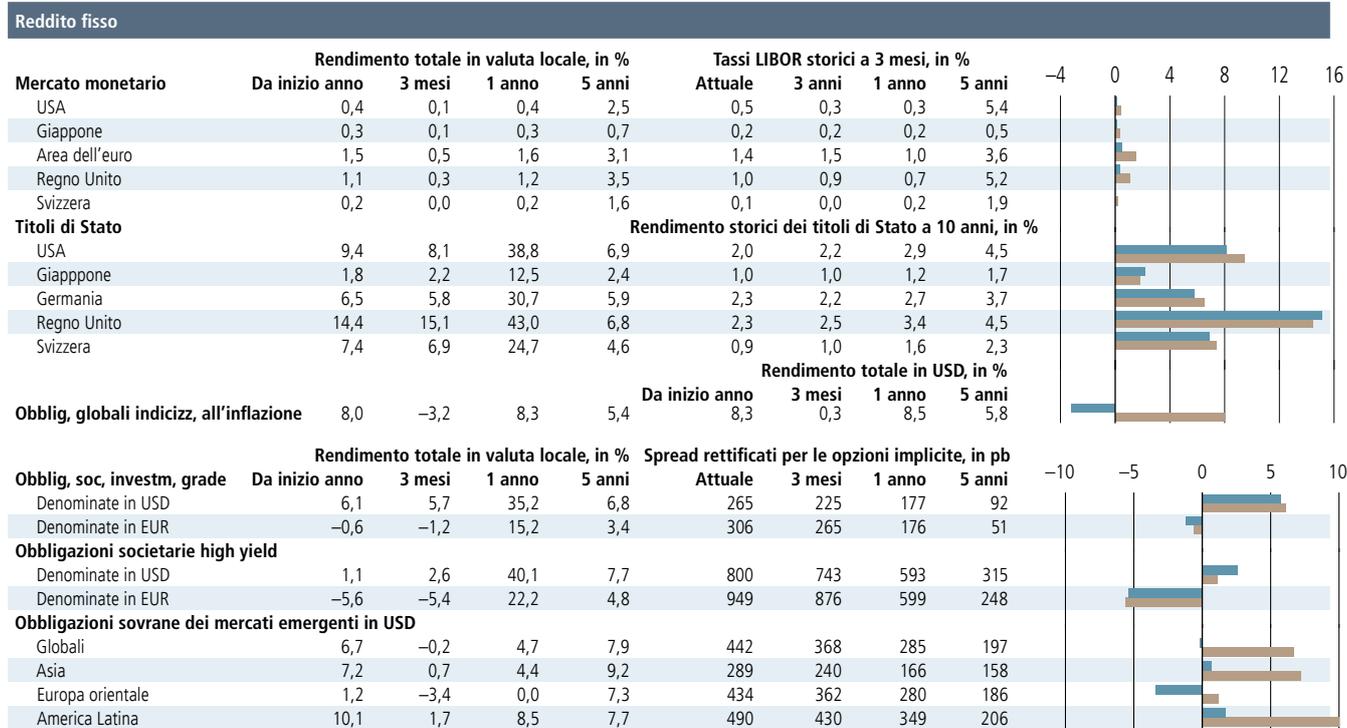
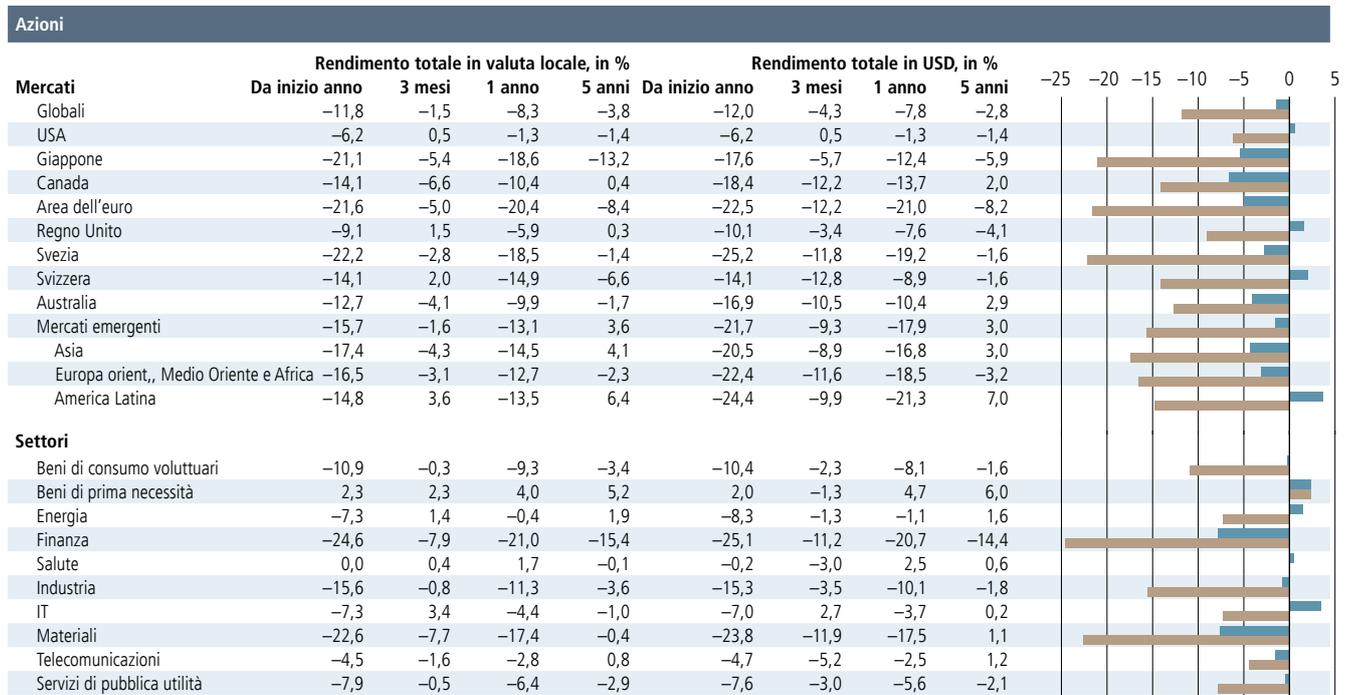
Fonti: Bloomberg, UBS WMR

I rendimenti passati non sono indicativi dei rendimenti futuri.

Fig. 12: Capacità gestionale è fondamentale, il ruolo del debito diminuisce



Fonti: Boston Consulting Group, Goldman Sachs, UBS WMR



Nota: Dati al 25 Novembre 2011. I rendimenti a cinque anni sono annualizzati. Le performance del passato non sono indicative dei rendimenti futuri. I prezzi di mercato riportati corrispondono ai corsi di chiusura della rispettiva borsa principale. Ciò vale per tutti i grafici e le tabelle relativi alla performance della presente pubblicazione. Fonti: Bloomberg, GPR, HFR, J.P. Morgan, Merrill Lynch, MSCI, Thomson Reuters, UBS WMR

Selezione delle pubblicazioni research

Quotidiano



Report WMR

Il *report WMR* sono la prima fonte di idee per investire e presentano la logica che sottende le nostre segnalazioni, arrivando a conclusioni praticabili. Vengono pubblicati nell'arco della giornata e per lo più sono dettati dall'andamento corrente dei mercati. Disponibili in inglese, tedesco, francese e italiano.

Settimanale



Investire in Svizzera

Investire in Svizzera è una guida agli investimenti per chi desidera investire nel mercato finanziario svizzero dedicata a diverse classi di attività, quali ad esempio azioni, obbligazioni, immobili e valute. Disponibile in italiano, inglese, tedesco, francese

Mensile



UBS investor's guide

La *UBS investor's guide* fa da sfondo alla strategia d'investimento corrente di UBS e informa sugli ultimi sviluppi economici mondiali, fornendo analisi di mercato e raccomandazioni su azioni, obbligazioni, monete e mercati emergenti. Disponibile in inglese, tedesco, francese, italiano, cinese tradizionale e cinese semplificato.

Trimestrale



UBS outlook Svizzera

UBS outlook Svizzera è primariamente destinato agli imprenditori e dirigenti svizzeri. Ciascun numero presenta i risultati dei sondaggi condotti da UBS Research Svizzera tra ditte industriali e di servizio per quanto riguarda le proprie prospettive aziendali e l'analisi delle monete, dei tassi di interesse e del mercato immobiliare. Il numero del quarto trimestre 2010 si concentra sulle questioni relative alla successione per le aziende a conduzione familiare. Disponibile in tedesco, francese e italiano.

Trimestrale



UBS equity compass

UBS equity compass fornisce una panoramica completa dei mercati azionari globali. Tenetevi aggiornati sulle tendenze di mercato e scoprite le strategie azionarie e i temi d'investimento più recenti supportati da chiare raccomandazioni e concrete opportunità d'investimento. (Come sopra solo per uso interno) Disponibile in inglese, tedesco

Tematico



UBS research focus

UBS research focus prende in considerazione come le principali tendenze globali possono avere un effetto sulle decisioni personali relative alla pianificazione del patrimonio. Ogni numero è dedicato a un argomento in ambito economico, dei mercati finanziari e degli investimenti. Disponibile in inglese, tedesco, francese, italiano, spagnolo e portoghese.

Giu. 2011 Inflazione

Torna una conoscenza sgradita

Ott. 2011

Inadempienza sovrana in Eurozona: Grecia e oltre

Online

Le pubblicazioni il cui contenuto è disponibile al pubblico possono essere reperite all'indirizzo www.ubs.com/research

I clienti possono accedere al nostro portale Wealth Management mediante l'e-banking. Il portale contiene la versione elettronica di tutte le nostre pubblicazioni e molto altro.

Ordini o abbonamenti

I clienti UBS possono ordinare o abbonarsi alle pubblicazioni di cui sopra. Chiedete come fare al vostro consulente oppure inviate un'e-mail all'indirizzo sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com Le pubblicazioni il cui contenuto è disponibile al pubblico possono essere reperite all'indirizzo www.ubs.com/research.

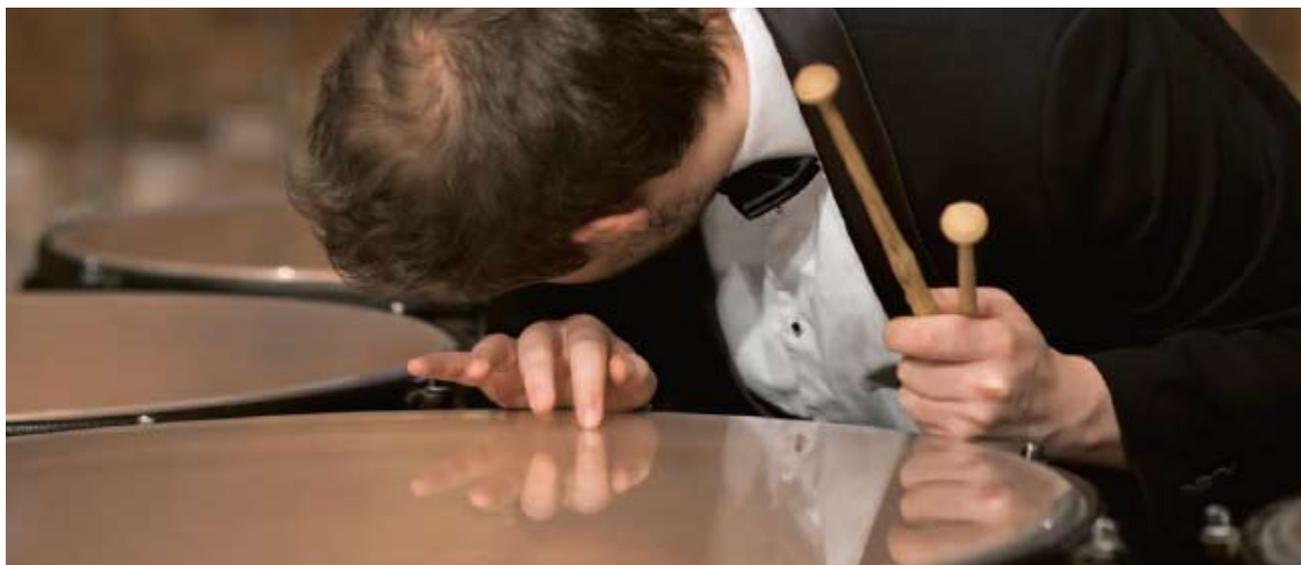


Wealth Management Research è pubblicato da Wealth Management & Swiss Bank e Wealth Management Americas, Divisioni d'affari di UBS AG (UBS) o da una sua affiliata. In alcuni paesi, UBS AG viene indicata come UBS SA. Questa pubblicazione viene distribuita al solo fine informativo e non rappresenta né un'offerta né una sollecitazione di offerta diretta alla compravendita di prodotti di investimento o di altri prodotti specifici. L'analisi contenuta nella presente pubblicazione si basa su numerosi presupposti. Presupposti diversi potrebbero dare risultati sostanzialmente diversi. 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 documento sono state ottenute da fonti ritenute attendibili e in buona fede, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita per mancanza di accuratezza o completezza (a eccezione delle divulgazioni d'informazione relative a UBS e alle sue affiliate). 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. Le opinioni qui espresse possono discostarsi o essere contrarie alle opinioni espresse da altre aree di attività o divisioni di UBS a seguito dell'utilizzo di presupposti e/o criteri diversi. In ogni momento UBS AG e altre società del gruppo UBS (o dipendenti di queste società) possono avere posizioni lunghe o corte in questi strumenti finanziari o effettuare operazioni in conto proprio o in conto terzi o fornire consulenza o altri servizi all'emittente di questi strumenti finanziari o a un'altra società collegata all'emittente. 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 ostacoli all'informazione per controllare il flusso di informazioni contenute in una o più aree in seno a UBS o in altre aree, unità, divisioni o affiliate di UBS. Operazioni su futures e opzioni sono particolarmente rischiose. Il risultato passato di un investimento non rappresenta alcuna garanzia della sua futura evoluzione. 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. Considerata la nostra impossibilità di tenere conto degli obiettivi d'investimento, della situazione finanziaria e delle esigenze particolari di ogni singolo cliente, vi raccomandiamo di rivolgervi a un consulente finanziario e/o fiscale per discutere le implicazioni, comprese quelle fiscali, dell'investimento in uno qualunque dei prodotti menzionati nel presente documento. Questo documento non può essere riprodotto e copie di questo documento non possono essere distribuite senza la preventiva autorizzazione di UBS o di un'associata di UBS. UBS proibisce espressamente la distribuzione e il trasferimento per qualsiasi ragione di questo documento a parti terze. UBS non si riterrà responsabile per reclami o azioni legali di parti terze derivanti dall'uso o dalla distribuzione di questo documento. Questo documento è destinato alla distribuzione solo secondo le circostanze permesse dal diritto applicabile.

Australia: 1) **Clienti di UBS Wealth Management Australia Ltd.** Il presente avviso viene distribuito ai clienti di UBS Wealth Management Australia Ltd, ABN 50 005 311 937 (titolare della Australian Financial Services Licence n° 231127), Chifley Tower. 2) Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000, da UBS Wealth Management Australia Ltd. Il presente Documento contiene informazioni e/o raccomandazioni di carattere generale e non costituisce una consulenza personale in materia di prodotti finanziari. Il contenuto del Documento è stato pertanto preparato senza tenere conto degli obiettivi, della situazione finanziaria o delle esigenze di alcun destinatario specifico. Prima di qualsiasi decisione di investimento, un destinatario dovrebbe richiedere consulenza personale sui prodotti finanziari a un consulente indipendente e prendere in considerazione qualsiasi documento di offerta pertinente (compresa qualsiasi informativa sul prodotto), qualora venga presa in considerazione l'acquisizione di prodotti finanziari. 2) **Clienti di UBS AG:** Il presente avviso viene emesso da UBS AG ABN 47 088 129 613 (titolare della Australian Financial Services Licence n. 231087): il presente Documento viene emesso e distribuito da UBS AG, nonostante eventuali indicazioni diverse nel Documento. Il Documento è destinato all'utilizzo esclusivo da parte di «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 «Client Retail» secondo la definizione della Sezione 761G 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 di investimento, finanziari né della situazione fiscale o di particolari esigenze di alcuna persona. **Austria:** Questa pubblicazione non costituisce né un'offerta pubblica né una sollecitazione di offerta ai sensi del diritto austriaco e sarà utilizzata esclusivamente in situazioni non equivalenti a quelle di un'offerta pubblica di titoli in Austria. Il documento può essere utilizzato esclusivamente dal destinatario diretto di tali informazioni e non può essere ceduto in alcun caso ad altri investitori. **Bahamas:** Questa pubblicazione è distribuita ai clienti privati di UBS (Bahamas) Ltd e non può essere distribuita a persone definite come cittadini bahamensi o residenti dalle «Bahamas Exchange Control Regulations». **Bahrain:** UBS SA è una banca svizzera non autorizzata, né sottoposta a vigilanza o regolamentata nel Bahrain dalla Banca Centrale del Bahrain e non intrattiene attività bancarie o di investimento nel Bahrain. Per questo motivo, i Clienti non godono di alcuna protezione relativamente alle leggi e ai regolamenti locali sui servizi bancari e di investimento. **Belgio:** La presente pubblicazione non costituisce né un'offerta pubblica né una sollecitazione d'offerta ai sensi del diritto belga, ma può essere messa a disposizione, a scopi informativi, di clienti di UBS Belgium NV/SA, una banca sottoposta al controllo della «Commission Bancaire, Financière et des Assurances», alla quale la presente pubblicazione non è stata sottoposta per approvazione. **Canada:** In Canada, la presente pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS Wealth Management Canada da UBS Investment Management Canada Inc.. **Dubai:** Research è pubblicato da UBS AG Dubai Branch all'interno del DIFC; è inteso unicamente per clienti professionali e non per un'ulteriore distribuzione negli Emirati Arabi Uniti. **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 Banca Centrale degli EAU 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. **Francia:** Questa pubblicazione è distribuita ai clienti attuali e potenziali di UBS (France) SA, «société anonyme» francese con capitale sociale di € 125.726.944,69, boulevard Haussmann F-75008 Parigi, R.C.S. Paris B 421 255 670. UBS (France) SA è un fornitore di servizi di investimento debitamente autorizzato secondo i termini del «Code Monétaire et Financier» francese e regolato dalle autorità bancarie e finanziarie francesi quali la «Banque de France» e la «Autorité des Marchés Financiers». **Germania:** La presente pubblicazione è distribuita ai sensi della legge tedesca da UBS Deutschland AG, Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Deutschland AG è autorizzata e regolata dalla «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht». **Hong Kong:** Questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS AG Filiale di Hong Kong da UBS AG Filiale di Hong Kong, banca autorizzata ai sensi della «Hong Kong Banking Ordinance» e istituto registrato ai sensi della «Securities and Futures Ordinance». **Indonesia:** La presente ricerca o pubblicazione non è intesa come offerta pubblica di titoli ai sensi della Legge indonesiana sui mercati dei capitali e delle sue disposizioni esecutive. I titoli menzionati in questo materiale non sono stati e non saranno registrati secondo la Legge indonesiana sui mercati dei capitali e le sue disposizioni. **Italia:** Questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS (Italia) S.p.A. Via del vecchio politecnico 3 – Milano, banca debitamente autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla «Banca d'Italia» e sottoposta alla supervisione della «Consob» e della «Banca d'Italia». **Jersey:** UBS SA, filiale di Jersey, è regolata e autorizzata dalla Commissione per i servizi finanziari di Jersey al fine di svolgere attività bancarie, di investimento e di gestione di fondi. **Lussemburgo:** La presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica ai sensi del diritto del Lussemburgo, ma può essere messa a disposizione a scopo informativo ai clienti di UBS (Luxembourg) S.A., una banca regolata e sotto la supervisione della «Commission de Surveillance du Secteur Financier» (CSSF), alla quale 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., ente non soggetto alla supervisione della Commissione Nazionale per la Banca e la Borsa Valori. UBS Grupo Financiero, S.A. de C.V. non fa parte di nessun altro gruppo finanziario messicano e le proprie obbligazioni non sono garantite da nessuna terza parte. UBS Asesores México, S.A. de C.V. non garantisce nessun rendimento. **Regno Unito:** Approvata da UBS AG, autorizzata e regolata nel Regno Unito dalla «Financial Services Authority». Membro della Borsa Valori di Londra. Questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS Londra nel territorio del Regno Unito. Laddove i prodotti o i servizi forniti provengano da paesi esterni al Regno Unito, gli stessi non saranno coperti dalla legislazione del Regno Unito o dal Financial Services Compensation Scheme. **Singapore:** Per qualsiasi questione derivante da o in connessione con l'analisi e il report, siete pregati 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 clienti di UBS Bank, S.A. da UBS Bank, S.A., banca registrata presso la «Banca di Spagna». USA: Distribuita alle cosiddette «US person» da UBS Financial Services Inc. UBS Securities LLC è una succursale di UBS AG e un'affiliate di UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services Inc. è responsabile del contenuto di una relazione elaborata da un'affiliate non statunitense quando distribuisce relazioni alle «US person». Tutte le transazioni effettuate da una «US person» e riguardanti i titoli citati in questa relazione devono essere eseguite da una società di negoziazione titoli registrata negli Stati Uniti e affiliata a UBS, e non da un'affiliate non statunitense. Versione aggiornata a maggio 2011.

© UBS 2011. Il simbolo della chiave e UBS figurano tra i marchi registrati e non registrati di UBS. Tutti i diritti riservati.





Finché non saremo in *perfetta* sintonia.

L'armonia si raggiunge solo quando
tutti sono in sintonia.

E per essere in sintonia, occorre ascoltare.

Ascoltare per davvero.

In UBS sappiamo tutto dell'ascolto.

Ascoltiamo ogni giorno.

Ascoltiamo le parole. Le pause. Persino i silenzi.

Certo, offriamo soluzioni di investimento
tagliate su misura per le vostre esigenze.

E mettiamo a vostra disposizione
l'esperienza e le risorse di un gruppo
globale, realmente integrato.

Ma tutto ciò non significherebbe nulla
se non ascoltassimo.

Voi.

Non ci fermeremo



ubs.com