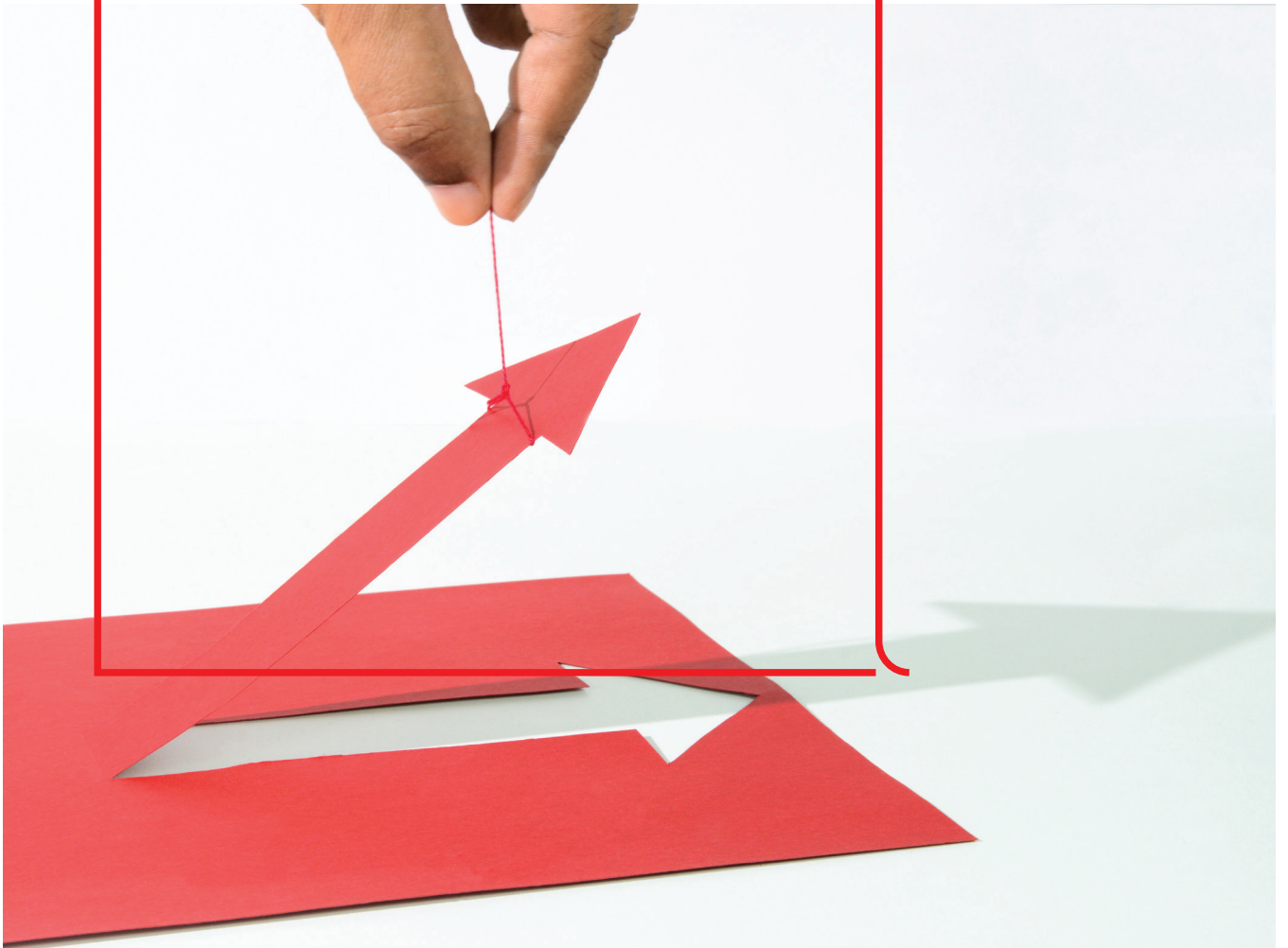


Panorama

Outlook di metà anno 2022 | UBS Asset Management

Inflazione: una sfida da raccogliere



02 | La fine degli
anni "NICE"

04 | Inflazione elevata
= meno crescita

12 | Transizione
climatica e
value investing

18 | Hedge Fund
come strumento
di diversificazione

In questa edizione di Panorama, i nostri esperti di investimento valutano le potenziali sfide e opportunità di un contesto di investimento caratterizzato da elevati livelli di inflazione e le risposte delle banche centrali per affrontarlo.

Le pagine seguenti offrono punti di vista distinti e approfondimenti sugli investimenti in tutte le nostre capacità globali.

Per contenuti aggiuntivi e edizioni precedenti di Panorama, inclusi video e approfondimenti sugli investimenti, visita ubs.com/panorama o scansiona il QR code di seguito.



Informazioni editoriali: Panorama è una pubblicazione semestrale di UBS Asset Management. Chiusura redazionale: giugno 2022. Caporedattrice: Claire Evans Editore: Melanie Archer Design: Marie-Agnès Lajonie

Indice

- 01 Investire per affrontare le dinamiche inflazionistiche in evoluzione
L'introduzione di Barry Gill al nuovo Panorama
- 02 La fine degli anni "NICE"
L'ospite speciale Manoj Pradhan spiega l'impatto di una forza lavoro in diminuzione sull'inflazione
- 04 Inflazione elevata = meno crescita
Il team di Macro asset allocation analizza quattro potenziali scenari economici
- 08 La fine della "Fed put"
Riflettori puntati sull'obbligazionario
- 12 Transizione climatica: aprire le porte agli investimenti sostenibili che creano valore
Percorso "Net Zero": la decarbonizzazione delle industrie più inquinanti
- 16 Asset allocation ESG: performance sotto pressione
Come una maggiore aderenza ai principi di sostenibilità può contribuire a creare un'economia più solida.
- 18 Hedge Fund come strumento di diversificazione
Diverse strategie per condizioni di mercato difficili
- 22 Real estate: puntare su un'ampia diversificazione
Potenziale copertura dall'inflazione?
- 24 Private markets: un'apprezzata alternativa
Uno sguardo alle infrastrutture e al settore agroalimentare
- 27 Perché UBS Asset Management

Investire per affrontare le dinamiche inflazionistiche in evoluzione



Barry Gill
Head of Investments

Il 2022 avrebbe dovuto svolgersi in modo molto diverso: il COVID-19 stava passando dallo stato di pandemia a quello di endemia, consentendo ai Paesi e ai cittadini di tutto il mondo di viaggiare e socializzare più liberamente, mentre alcuni degli effetti ciclici dell'inflazione erano destinati ad attenuarsi con la normalizzazione delle catene di approvvigionamento.

Le aziende avrebbero dovuto essere in grado di pianificare il futuro, dando forse il via a un'ondata di fusioni. Questa combinazione di fattori avrebbe portato a un boom finale di crescita e ottimismo a conclusione del ciclo. Il momento avrebbe dovuto essere positivo per gli asset di rischio, con gli spread del credito ancora ristretti e le azioni che hanno continuato a muoversi al rialzo.

Purtroppo, nulla di tutto ciò si è concretizzato. Le ripetute ondate di COVID-19 in Cina hanno continuato a stravolgere le catene di approvvigionamento, mentre la Russia ha avviato un conflitto armato in Ucraina che ha messo a nudo la fragilità di un sistema commerciale globale generalmente dato per scontato. Questi fattori hanno rafforzato le dinamiche inflazionistiche già in atto, l'ottimismo è stato sostituito dal pessimismo e la chiarezza che iniziava a emergere è stata offuscata da nuova incertezza. La fiducia che i banchieri centrali nutrivano nei confronti della transitorietà dell'inflazione ha lasciato il posto alla sensazione che siano rimasti dietro la curva nel domare il drago dell'inflazione.

I mercati e gli investitori si sono affannati a ridefinire il prezzo del rischio, con un repricing che ha interessato in particolare i settori in forte crescita della disruption tecnologica. L'S&P 500 è entrato ufficialmente in un mercato ribassista, e per la prima volta da oltre vent'anni obbligazioni e azioni hanno iniziato a evidenziare una correlazione positiva. Le domande principali a cui gli investitori stanno cercando di rispondere riguardano la durata delle pressioni inflazionistiche e la possibilità che i banchieri centrali, nel loro zelo, facciano accidentalmente precipitare l'economia globale in recessione.

Questa edizione di Panorama passa in rassegna gli scenari all'orizzonte se l'inflazione diventerà un problema persistente. Apriamo con un'intervista a Manoj Pradhan, capo economista di Talking Heads Macro, incontrato di recente al Forum trimestrale sugli investimenti di UBS. Manoj ha scritto un libro eccellente nel quale sostiene il ritorno dell'inflazione strutturale, con un particolare approfondimento nel contesto dell'asset allocation: che cosa implica l'inflazione strutturale per gli investitori azionari e obbligazionari? E cosa significa per l'adozione degli investimenti sostenibili, vista la recente attenzione verso i rendimenti dei cosiddetti settori "brown" e la loro esclusione da molti mandati ambientali, sociali e di governance (ESG).

L'ottimismo è stato sostituito dal pessimismo e la chiarezza che iniziava a emergere è stata offuscata da nuova incertezza

Gli strumenti alternativi svolgono chiaramente un ruolo importante come elemento di diversificazione del portafoglio, dato che il beta azionario e obbligazionario sono entrambi in calo; i team Hedge Funds Solutions e Real Estate and Private Markets esplorano le opportunità e i vantaggi potenziali di queste allocazioni se l'inflazione dovesse persistere.

Vi auguriamo buona lettura con questa edizione di metà anno di Panorama, invitandovi come sempre a rivolgervi al vostro interlocutore di fiducia in UBS Asset Management per una consulenza più approfondita.

Barry



Manoj Pradhan
Founder and CEO
of Talking Heads
Macro

La fine degli anni 'N!CE'

Barry Gill, Head of Investments di UBS AM, intervista Manoj Pradhan, fondatore e CEO di Talking Heads Macro, sui temi del suo libro *The Great Demographic Reversal*, scritto a quattro mani con Charles Goodhart.

Barry: Il vantaggio della Cina in termini di inflazione sta per finire?

Manoj: In una parola, sì. Negli ultimi 30-35 anni si è verificato uno spostamento della produzione dalle economie avanzate alle economie di mercato emergenti, in particolare la Cina, con un conseguente shock sui salari reali globali e sull'inflazione globale. La Cina ha di fatto fissato il salario di equilibrio globale, e i salari delle economie caratterizzate da livelli salariali più elevati sono diminuiti verso l'equilibrio globale. Questo processo ha finito per ridurre l'inflazione indipendentemente da ciò che accadeva nell'economia globale: secondo la definizione di Mervyn King, ex governatore della Banca d'Inghilterra, sono stati gli anni "NICE": niente inflazione, costante espansione.

Ma adesso le cose sono cambiate. Con una forza lavoro in calo, la Cina non può più avere l'impatto deflazionistico di un

tempo. Inizia inoltre ad affermarsi il "re-shoring" per motivi geopolitici, ovvero un ritorno della produzione ai mercati nazionali, con conseguenti effetti inflazionistici.

Le economie si presentano sempre più spesso come silos separati, che devono quindi assoggettarsi ai propri vincoli demografici locali. E dato che la forza lavoro si sta riducendo a livello globale, stiamo entrando in un periodo che sarà probabilmente in netto contrasto con i trent'anni precedenti, durante i quali la demografia ha fatto scendere l'inflazione.

Barry: Perché gli investitori non prestano sufficiente attenzione ai dati demografici?

Manoj: Il problema è duplice. In primo luogo, si tratta di un processo che si sviluppa con estrema lentezza. Gli investitori sono ovviamente consapevoli dell'importanza della demografia – nessuno la considera una questione banale – ma si pensa siano cose che potranno accadere tra 15 o 20 anni. Da tempo, però, siamo arrivati a un punto di inflessione strutturale: la contrazione della popolazione cinese ha segnato l'inizio, ma adesso, a livello mondiale, l'intero complesso manifatturiero sta invecchiando e la contrazione dell'offerta di lavoro globale è stata aggravata dalla pandemia. Ciò significa che siamo passati da decenni di effetti

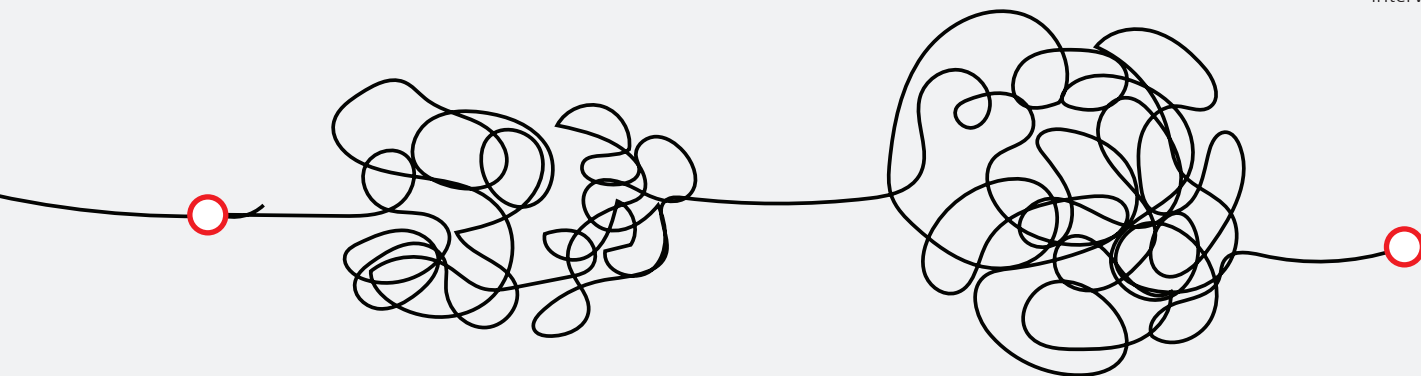
positivi sull'offerta di lavoro alla fine di queste influenze positive, proprio mentre il mondo sta attraversando cambiamenti tumultuosi. Forse è per questo che non abbiamo prestato molta attenzione a questi aspetti.

In secondo luogo, il motivo per cui le istituzioni finanziarie come le banche centrali non si concentrano sulla demografia è legato alla difficoltà di inserirla in un modello di previsione. Su un orizzonte temporale di due anni la variazione della popolazione non sarà sufficiente a influenzare i modelli, sarebbe necessario un mix di modelli strutturali e ciclici. È un processo incredibilmente difficile da esprimere in termini numerici.

Barry: L'inflazione è la soluzione più appetibile agli elevati saldi del debito attuali?

Manoj: Esistono diverse "soluzioni". Potremmo uscirne con la crescita, ma una forza lavoro in calo significa una crescita relativamente modesta (la crescita è pari infatti al tasso di crescita della forza lavoro più la produttività) che non sarà sufficiente. La produttività migliorerà, ma saremo fortunati se riusciremo a fare meglio del Giappone, il che, ancora una volta, non sarà sufficiente a finanziare il debito.

Poi c'è l'imposizione fiscale. Ma a prescindere dalla sensatezza economica dell'imposta, la tassazione non è mai



una soluzione politica facile. Quelle che sarebbero altrimenti considerate strategie economiche sensate – aumentare la produttività, aumentare le tasse, aumentare l'età pensionabile – sono tutte opzioni politicamente difficili, e l'inflazione diventa una soluzione più accettabile e politicamente conveniente.

Sebbene non possiamo permettere che l'inflazione rimanga all'8-10%, con un'inflazione più modesta, in un range del 3-4%, è possibile ridurre l'onere reale del debito per un certo periodo di tempo. C'è un motivo per cui Milton Friedman la chiamava "tassazione senza legislazione". Penso che sia il meglio che possiamo fare.

Barry: Perché il Giappone è un modello inadeguato per valutare i cambiamenti demografici?

Manoj: Abbiamo iniziato a scrivere il nostro libro solo dopo aver risposto a questa domanda. C'è un intero capitolo dedicato al Giappone, ed è il primo che abbiamo scritto.

Spesso si sente dire che il Giappone è il modello per il futuro, tuttavia noi sosteniamo che il cambiamento demografico del Paese sia avvenuto in un momento in cui il mondo era letteralmente sommerso dalla manodopera.

L'analisi di tre decenni di dati del Ministero dell'Economia, del Commercio e dell'Industria giapponese ha dimostrato che in Giappone il settore corporate ha compreso cosa stava succedendo con la demografia globale molto meglio di quanto si pensi. Le aziende giapponesi hanno capito che l'integrazione della Cina nel sistema economico globale non rappresentava solo un nuovo e massiccio mercato, ma anche un forte shock per l'offerta di lavoro, troppo grande per essere ignorato visti i problemi che il Giappone aveva in patria. La Japan Inc. ha utilizzato gli investimenti diretti esteri in uscita (O-FDI) come "valvola

di sfogo". Hanno prodotto in Cina e in altre economie di mercato emergenti per approfittare della manodopera abbondante e a basso costo, mantenendo in patria i ruoli altamente qualificati ed esportando all'estero il maggior numero possibile di lavori meno qualificati.

Spesso si parla del debito del Giappone come di una storia unica, ma nemmeno questo è vero. La dinamica del debito giapponese è molto simile a quella di altri Paesi: i tassi di interesse sono diminuiti in modo persistente, di conseguenza anche il rapporto di servizio del debito si è ridotto, consentendo al rapporto tra debito e PIL di aumentare drasticamente. In poche parole, il Giappone "è successo" quando la Cina stava curando tutti i mali. Oggi non ci sono posti dove nascondersi.

Barry: L'indice di dipendenza (ossia il rapporto tra popolazione attiva e non attiva) sta aumentando in tutto il mondo. Quali sono le implicazioni per la produttività?

Manoj: Consideriamo i lavoratori e i non lavoratori. I non lavoratori consumano, ma non si aggiungono all'offerta: su base netta tendono a essere inflazionistici. Il lavoratore, d'altra parte, produce una certa quantità di offerta e, a partire da questa offerta, riceve un salario inferiore al suo prodotto marginale, con il quale deve risparmiare per il futuro. Il divario tra il prodotto marginale del lavoro e ciò che il lavoratore finisce per consumare è quindi abbastanza disinflazionistico, poiché il lavoratore produce molto di più di quanto consuma. Negli ultimi trent'anni, mentre si assisteva a un'enorme ondata di manodopera proveniente dalla Cina, anche l'indice di dipendenza stava diminuendo con l'ingresso dei baby boomer nella forza lavoro. Il numero dei lavoratori è cresciuto più rapidamente rispetto a quello dei non

lavoratori e il risultato è stato un impulso disinflazionistico.

Oggi, mentre il numero dei lavoratori continua a diminuire, si prevede un aumento del numero di anziani, di conseguenza gli indici di dipendenza stanno aumentando drasticamente. Poiché i consumi degli anziani si spostano verso servizi specifici per l'invecchiamento, questi dovranno essere almeno in parte finanziati dai governi. I numeri del debito che ne deriveranno in futuro sono enormi. Le proiezioni del Congressional Budget Office degli Stati Uniti¹ suggeriscono che il debito contratto durante la pandemia sarà solo una piccola parte dell'indebitamento che dovremo sostenere nei prossimi tre decenni.

Il finanziamento del debito richiederà una quantità significativa di inflazione per essere considerato sostenibile. Così il processo di inflazione diventa una storia politica.

Le dinamiche della produttività sono intrinsecamente intrecciate con il processo di invecchiamento. Senza produttività, la sostenibilità del debito sarà seriamente compromessa: nessuno vuole possedere una cambiale finanziata esclusivamente dall'inflazione. Per fortuna ci sono buone notizie sul fronte della produttività: in caso di carenza di lavoratori, il settore privato cercherà di proteggere i profitti riducendo l'impatto della manodopera e aumentando la produttività attraverso gli investimenti.

Ma ci sarà un limite a ciò che potrà ottenere. Il Paese con la migliore performance degli ultimi trent'anni è il Giappone, dove la produzione per lavoratore è aumentata in modo significativo per proteggere i profitti, eppure non lo consideriamo un esempio di produttività. Non è neanche lontanamente paragonabile a quello di cui avremo bisogno per combattere le condizioni demografiche avverse, ma è comunque una dinamica apprezzabile.

¹ Fonte: Congressional Budget Office degli Stati Uniti, Prospettive di bilancio a lungo termine 2021, 4 marzo 2021

Inflazione elevata = meno crescita

La persistenza di pressioni elevate sui prezzi è un fattore cruciale che differenzia questo ciclo economico da quello dei due decenni precedenti. Data l'incertezza macroeconomica così elevata, come ci stiamo posizionando per i diversi scenari economici?



Evan Brown
Head of Macro
Asset Allocation
Strategy



Ryan Primmer
Head of Investment
Solutions



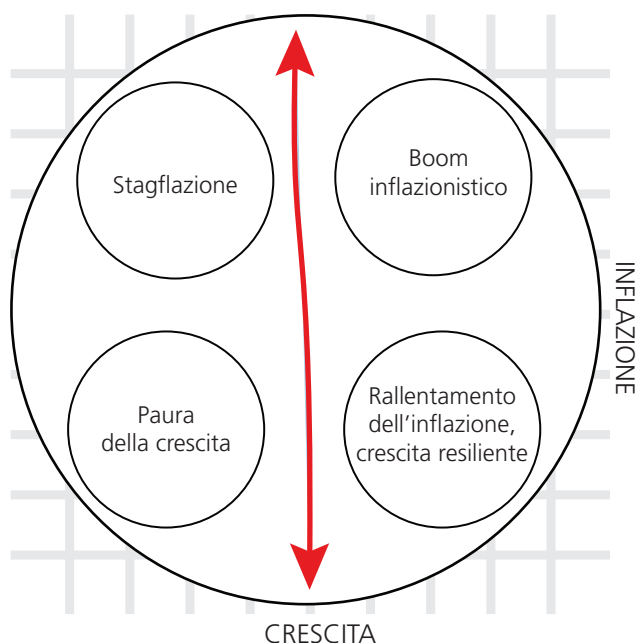
Louis Finney
Research Analyst
Investment
Solutions

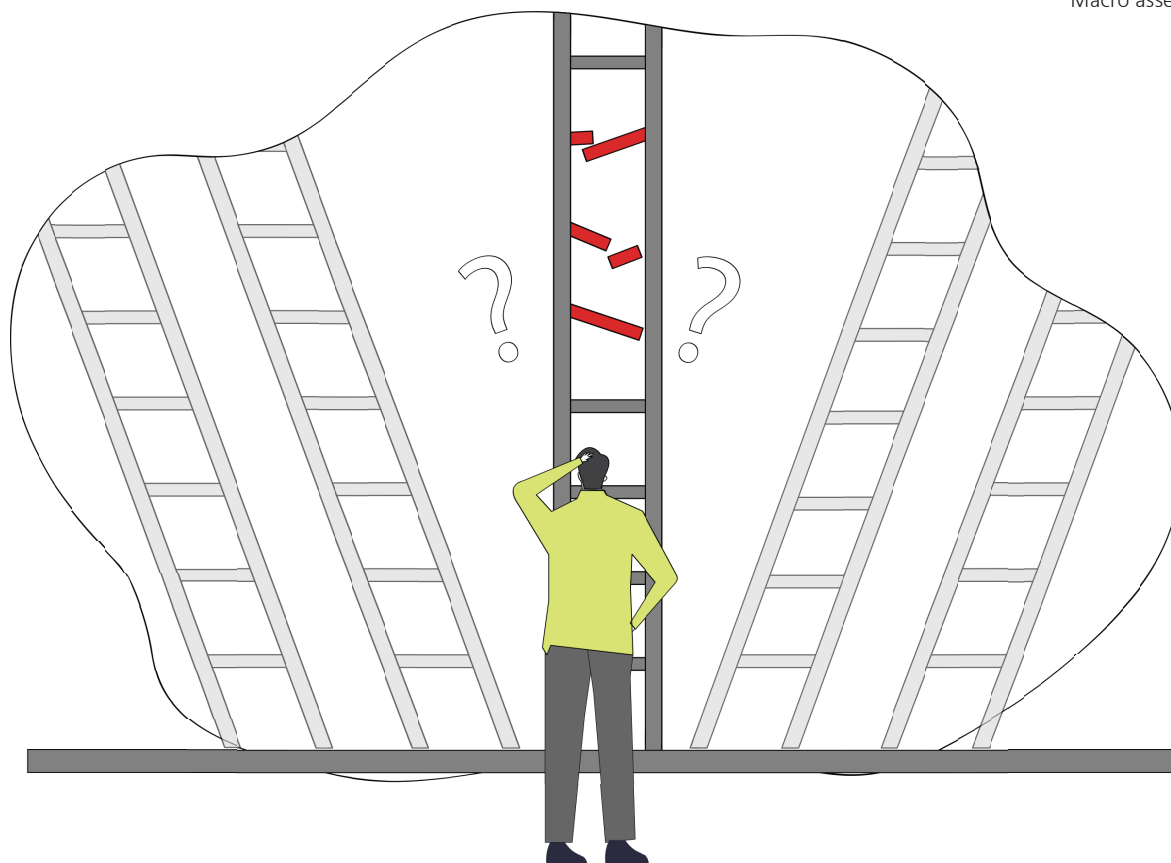
Le numerose forze che mantengono alta l'inflazione in tutto il mondo aumentano i rischi che la crescita economica globale si riduca. Il quadro macroeconomico è molto incerto perché gli investitori rivalutano costantemente l'entità e la velocità dei rialzi dei tassi con cui le banche centrali intendono frenare l'inflazione e l'attività economica, per capire se l'inasprimento sarà eccessivo e se saranno costrette a invertire la rotta. La persistenza di pressioni elevate sui prezzi è un fattore cruciale che differenzia questo ciclo economico da quello dei due decenni precedenti.

È probabile che gli operatori di mercato possano prevedere un'ampia gamma di risultati in base alle traiettorie di inflazione e crescita per il resto del 2022. Di seguito valutiamo quattro potenziali scenari macro: paura della crescita, soft landing, stagflazione e boom inflazionistico.

Siamo aperti riguardo al regime in cui i mercati finiranno per assestarsi nei prossimi sei-dodici mesi, sarà una scelta al limite tra una paura della crescita culminante in una recessione e un soft landing. Ma la sequenza è importante. Un atterraggio morbido è certamente possibile, ma il percorso per arrivarci potrebbe essere caratterizzato da una forte decelerazione dei dati che rende difficile, per gli operatori di mercato, distinguere tra un finale benevolo e una recessione. In altre parole, è più probabile che nei prossimi mesi il mercato inizi a scontare un rischio maggiore, anziché minore, di recessione, anche se alla fine si eviterà una recessione. La possibilità di un ulteriore shock inflazionistico (stagflazione) complica questo quadro e potrebbe inserirsi nel percorso verso la zona di atterraggio finale, sia esso "soft" o "hard".

Per questo motivo, la nostra asset allocation tattica per il momento è più orientata verso trade che possano dare buoni risultati in caso di paura della crescita e/o stagflazione.





Riteniamo non interessanti le azioni globali e preferiamo il settore energetico su base relativa. La combinazione di rallentamento della crescita e inflazione elevata e vischiosa ci porta a essere neutrali sui titoli governativi globali. Riteniamo che le azioni cinesi rappresentino un'opportunità unica, soprattutto perché la politica di stimolo è incrementale, a differenza di altre grandi economie. Prevediamo che in futuro il nostro posizionamento sarà guidato in prevalenza dai dati sull'inflazione e dalle loro implicazioni per i responsabili politici.

Paura della crescita

L'attività globale sta già rallentando e le banche centrali segnalano la necessità di un'ulteriore decelerazione per ridurre l'inflazione in modo sostenibile. Negli ultimi mesi, l'aumento della velocità e dell'entità dell'inasprimento, annunciato dai responsabili della politica monetaria per imporre una crescita più lenta e un'inflazione più bassa, sta aumentando le probabilità che alla fine si verifichi una recessione economica. E agli occhi dei banchieri centrali una recessione potrebbe essere addirittura un risultato preferibile se l'alternativa è lasciare che le aspettative di inflazione sfuggano di mano. Per questo motivo, riteniamo che la paura della crescita sia il regime economico che gli operatori di mercato sconteranno con maggiore probabilità nella seconda metà del 2022.

Finora vi sono più segnali di rallentamento della crescita che non dell'inflazione, motivo per cui le banche centrali continuano a muoversi verso una politica restrittiva. Le vendite di case e i nuovi cantieri sono crollati, così come la disponibilità dei proprietari di case a togliere denaro alle loro abitazioni per alimentare i consumi. La spesa reale, sia negli Stati Uniti che in Europa, è stata piuttosto contenuta e non c'è motivo di aspettarsi un'accelerazione. Negli Stati Uniti la crescita aggregata del reddito da lavoro si è attenuata, riducendo la capacità delle famiglie di aumentare la spesa

in futuro. L'accumulo di scorte al dettaglio (escluse le auto) implica un indebolimento delle prospettive per la produzione di beni. Con l'aumento dei rendimenti e degli spread e il rallentamento della domanda di beni, è più probabile che le imprese diano priorità alla riduzione del debito rispetto ai piani di espansione.

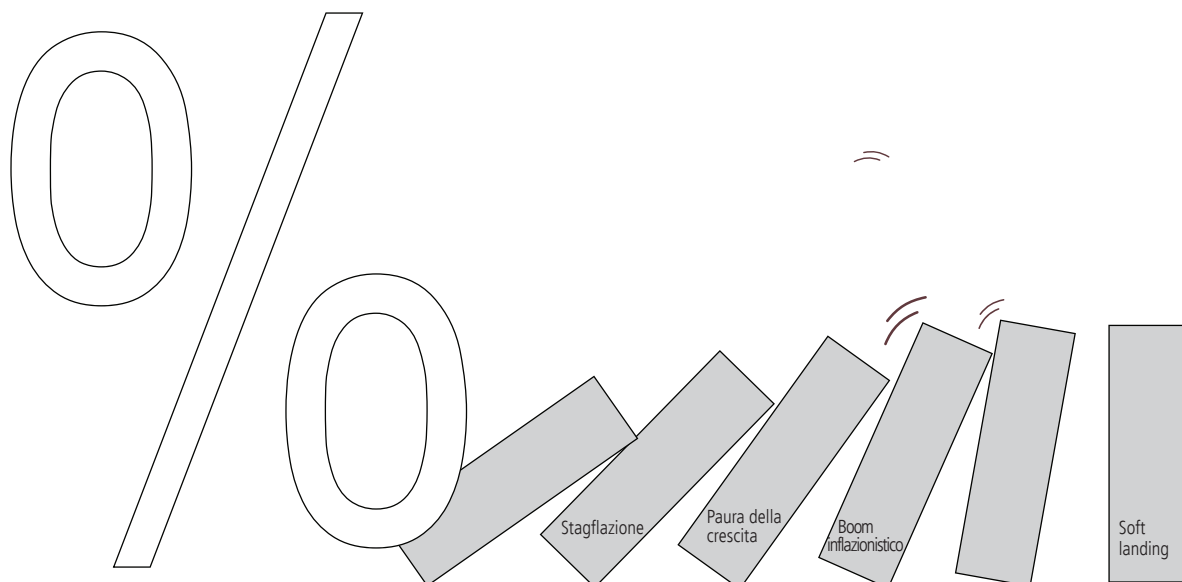
Stagflazione

I prezzi delle materie prime, e il desiderio delle banche centrali di proteggere le aspettative di inflazione dal rischio di un rialzo senza freni (grafico 1), sono la principale fonte di rischio di stagflazione per l'economia globale. I mercati energetici potrebbero trovarsi ad affrontare ulteriori vulnerabilità dal lato dell'offerta prima che la domanda si raffreddi sensibilmente. Dato che l'attività è in fase di moderazione, a nostro avviso l'eventuale passaggio a un contesto di stagflazione sarebbe un cambiamento relativamente temporaneo prima che i mercati scontino in modo aggressivo il rischio di una caduta della crescita e dell'inflazione attraverso una recessione.

Grafico 1: L'inflazione rimarrà elevata anche dopo il probabile picco



Fonte: UBS AM, Federal Reserve Bank di Minneapolis al 15 giugno 2022



Negli Stati Uniti, ciò dipende dal livello di esaurimento delle scorte di benzina e dalla riduzione della capacità delle raffinerie, fattori che minacciano di esacerbare la frustrazione delle famiglie di fronte ai prezzi del carburante. Il presidente della Federal Reserve, Jerome Powell, ha ribadito che un aumento preoccupante delle aspettative di inflazione sta contribuendo al ritmo incalzante dei rialzi dei tassi. Queste aspettative sono fortemente influenzate dal prezzo della benzina, il cui rialzo potrebbe indurre la Federal Reserve ad aumentare il grado di inasprimento e, di conseguenza, i rischi di rallentamento della crescita.

In Europa, questo rischio è dovuto ai prezzi elevati del gas naturale e alla potenziale carenza nel caso in cui l'accesso alle forniture russe venga bruscamente limitato, poiché le importazioni da altri Paesi difficilmente riuscirebbero a colmare la differenza. Nel corso dell'anno potrebbe essere previsto un severo razionamento delle forniture per uso industriale in caso di carenza di gas naturale, mentre lo shock negativo dell'offerta peserà sui redditi reali e ridurrà i consumi discrezionali.

Soft landing

Come discusso in precedenza, riteniamo che il mercato sconterà un rischio maggiore di recessione prima del potenziale sollievo rappresentato da un soft landing. A prima vista, non sembra esserci uno scenario più probabile. Quando in passato è accaduto che l'inflazione superasse così ampiamente l'obiettivo, le misure restrittive adottate dalle banche centrali per ridurre la pressione sui prezzi si sono tradotte, nell'80% dei casi, in una recessione. Fortunatamente, è quasi altrettanto improbabile che si verifichi una recessione quando i bilanci del settore privato partono da una posizione tanto solida.²

Le stesse forze che attualmente contribuiscono al rallentamento della crescita, nel tempo possono anche spingere al ribasso l'inflazione. Il riorientamento della spesa verso i servizi dovrebbe favorire una normalizzazione dei prezzi dei beni core, probabilmente in maniera rapida. L'eventuale risoluzione della guerra russa in Ucraina comporterebbe probabilmente anche un'inversione parziale, ma non completa, di alcuni degli shock negativi sul fronte dell'offerta che caratterizzano i mercati delle materie prime. L'intero apparato politico degli Stati Uniti – sia fiscale che monetario – sembra concentrato sulla riduzione dei prezzi della benzina: il primo potrebbe arrivare a una soluzione legislativa o geopolitica prima che il secondo incida a tal punto sull'economia da determinare una contrazione della domanda.

Naturalmente i responsabili della politica monetaria potrebbero anche essere flessibili e cambiare rotta nel caso in cui l'inflazione dovesse rallentare più del previsto. A nostro avviso, però, le banche centrali diventeranno accomodanti solo a fronte di un deterioramento nettamente più importante delle prospettive economiche e degli asset di rischio, non semplicemente in presenza di una benigna dinamica di "immacolata disinflazione".

Boom inflazionistico

Nel 2022 le economie dei mercati sviluppati si sono dimostrate sorprendentemente resilienti agli shock negativi sul fronte dell'offerta. Ma quanto più l'attività regge in presenza di un'inflazione alle stelle, tanto più le banche centrali saranno incoraggiate a contenere entrambi i fenomeni. A nostro avviso, il mantenimento di una sorta di boom inflazionistico è il risultato meno probabile in futuro data la persistenza di shock negativi sul fronte dell'offerta.

¹ Goldman Sachs, The Odds of a Soft Landing: Lessons from G10 Economies, 17 aprile 2022

e vista la stretta delle condizioni finanziarie indotta dalle politiche. L'eccesso di risparmio negli Stati Uniti e i sussidi in Europa per proteggere i consumatori sono utili ma insufficienti per compensare queste perturbazioni.

La Cina si distingue invece come una regione pronta a far accelerare il tasso di crescita globale nei prossimi tre-sei mesi. Il miglioramento della situazione sanitaria dovrebbe consentire agli stimoli adottati da Pechino di sostenere più visibilmente l'attività economica, sebbene riteniamo che questo impulso positivo alla crescita sarà ampiamente compensato dal rallentamento in atto altrove. Nondimeno, il previsto miglioramento della performance macroeconomica della Cina rispetto al resto del mondo rappresenta, a nostro avviso, un'opportunità di investimento.

Implicazioni per l'asset allocation

Dal punto di vista del mercato, l'inflazione alle stelle è un problema senza valide soluzioni in un orizzonte di breve periodo. Le pressioni dell'inflazione complessiva scoraggeranno probabilmente le banche centrali dall'assumere un orientamento accomodante. Inoltre è probabile che i dati economici subiscano un netto peggioramento, aumentando i rischi per gli utili, prima che i responsabili della politica monetaria prendano in considerazione una svolta alla luce del deterioramento delle prospettive di crescita.

Le azioni globali si confermano poco interessanti in questo contesto macroeconomico. L'inflazione, e la reazione delle banche centrali per placarla, sono le ragioni principali per cui le azioni sono ancora costose su base cross-asset nonostante la flessione del 20%. Il premio al rischio azionario – ossia la differenza tra i rendimenti degli utili attesi per le azioni globali e i rendimenti obbligazionari – è prossimo al minimo dell'ultimo decennio, con le azioni che quindi risultano care rispetto al debito pubblico.

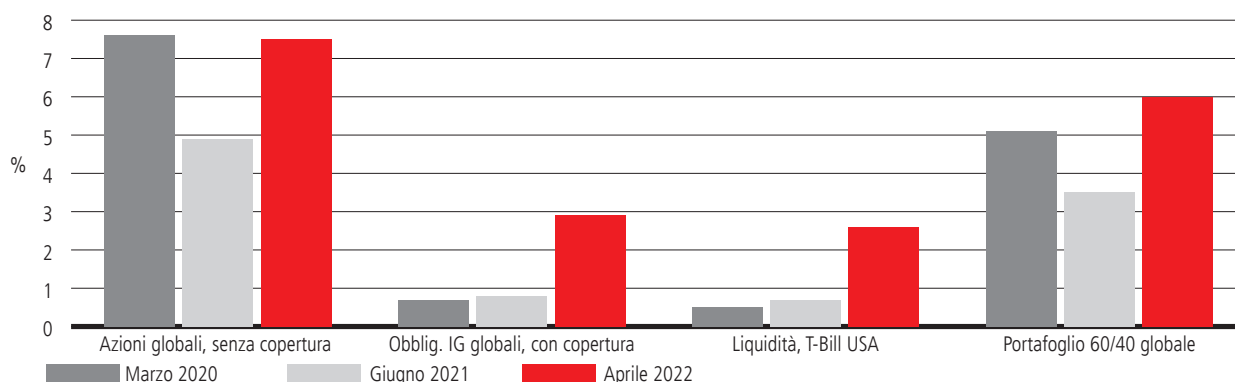
Inoltre, le aspettative sugli utili a 12 mesi continuano a essere riviste al rialzo, anche se in misura modesta, nonostante i crescenti rischi per l'espansione dell'attività. In passato, le stime degli analisti bottom-up sono sempre state sotto pressione prima del raggiungimento dei minimi da parte dei mercati azionari.

Le azioni cinesi, tuttavia, ci sembrano interessanti perché il Paese non è afflitto da molte delle problematiche che gravano su altre regioni. L'inflazione non è molto alta, quindi la banca centrale adotta una politica di allentamento piuttosto che di inasprimento. Anche con le politiche zero-Covid in vigore, riteniamo che in futuro le interruzioni dell'attività economica dovrebbero essere minori, e non maggiori, dopo i lockdown su vasta scala di quest'anno. A nostro avviso, il picco della stretta normativa sul settore tecnologico è ormai superato.

Nel breve termine assegniamo una probabilità non trascurabile a uno scenario di stagflazione, in cui l'impennata dei prezzi dell'energia dovrebbe indurre le banche centrali a intervenire per frenare le aspettative inflazionistiche. Questo spiega la nostra preferenza relativa per i titoli energetici, che a nostro avviso rimangono molto convenienti a dispetto dell'ottima sovraperformance realizzata da inizio anno. Il trade-off tra il rallentamento della crescita e l'aumento dell'inflazione ci induce per il momento a restare neutrali sui titoli governativi globali.

L'aspetto positivo della debolezza dei mercati finanziari da inizio anno è che le stime dei rendimenti forward a medio termine per gli investitori sono migliorate nettamente rispetto allo scorso anno, secondo le nostre aspettative sul mercato dei capitali (Grafico 2). Su base tattica, riteniamo che gli investitori pazienti potranno beneficiare di un punto di ingresso nell'azionario globale ancora più interessante, che potrà verificarsi se un rallentamento ciclico dell'inflazione consentirà alle banche centrali di muoversi in una direzione più accomodante, permettendo all'attività economica globale di risalire.

Grafico 2: I rendimenti previsti per i prossimi cinque anni sono in miglioramento



Fonte: UBS AM, rendimenti geometrici previsti a cinque anni, in USD. Il nostro processo di base tiene conto delle valutazioni attuali, delle condizioni di mercato e dei principali input previsionali per generare i rendimenti a cinque anni attesi per asset e regione. Nota: stima liquidità a marzo 2020 effettuata ad aprile 2020.

La fine della “Fed put”

L'era della politica monetaria straordinariamente accomodante, meglio nota come “Fed put”, si è a nostro avviso conclusa. In molti Paesi sviluppati, l'inflazione ha raggiunto i massimi da diversi decenni; la narrazione della natura transitoria del picco d'inflazione è stata quindi superata, con le banche centrali tutte alle prese con l'aumento dei tassi di interesse e il contenimento delle pressioni inflazionistiche.



Kevin Zhao
Head of Global
Sovereign & Currency

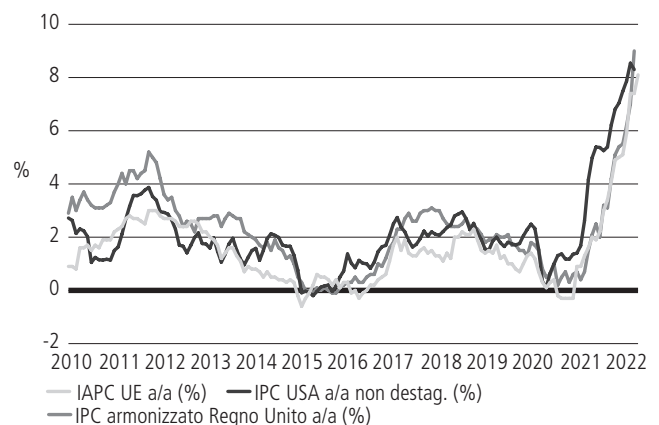
Di recente l'inflazione ha raggiunto i massimi nei mercati sviluppati (Grafico 1); la narrazione della natura transitoria del picco d'inflazione è stata quindi superata, con le banche centrali tutte alle prese con un rapido aumento dei tassi di interesse. Di conseguenza, riteniamo che questo sia probabilmente l'inizio di un nuovo regime, caratterizzato da tassi d'interesse più elevati e una maggiore volatilità dei mercati, che segna al contempo la fine dell'era della politica monetaria straordinariamente accomodante della Federal Reserve, meglio nota come “Fed put”.

Questa inversione di rotta a livello di politica monetaria ha scatenato il panico sui mercati obbligazionari, con i rendimenti dei titoli di Stato che sono saliti ai massimi dal 2010 e il mercato azionario statunitense che è precipitato in territorio ribassista.

Ciò è in netto contrasto con gli anni tra la crisi finanziaria globale (GFC) del 2008 e la pandemia di COVID-19, quando le banche centrali della maggior parte dei Paesi sviluppati stavano ancora combattendo con un'inflazione sempre ridotta causata dall'invecchiamento della popolazione, dalla globalizzazione e dai progressi in ambito informatico. Inizialmente, la maggior parte degli economisti ha liquidato l'impennata dell'inflazione come un fenomeno temporaneo, in gran parte dovuto agli ingenti incentivi fiscali di Biden

e all'interruzione della filiera causata dai lockdown per il COVID-19. Secondo il tradizionale quadro macroeconomico keynesiano, questa combinazione di rallentamento economico e inflazione ai massimi storici si esclude a vicenda e NON si sarebbe dovuta verificare.

Grafico 1: Inflazione in rapida ascesa negli USA, nell'UE e nel Regno Unito



Fonte: Bloomberg, dati a maggio 2022



L'elevata inflazione di oggi e la stagflazione degli anni Settanta a confronto

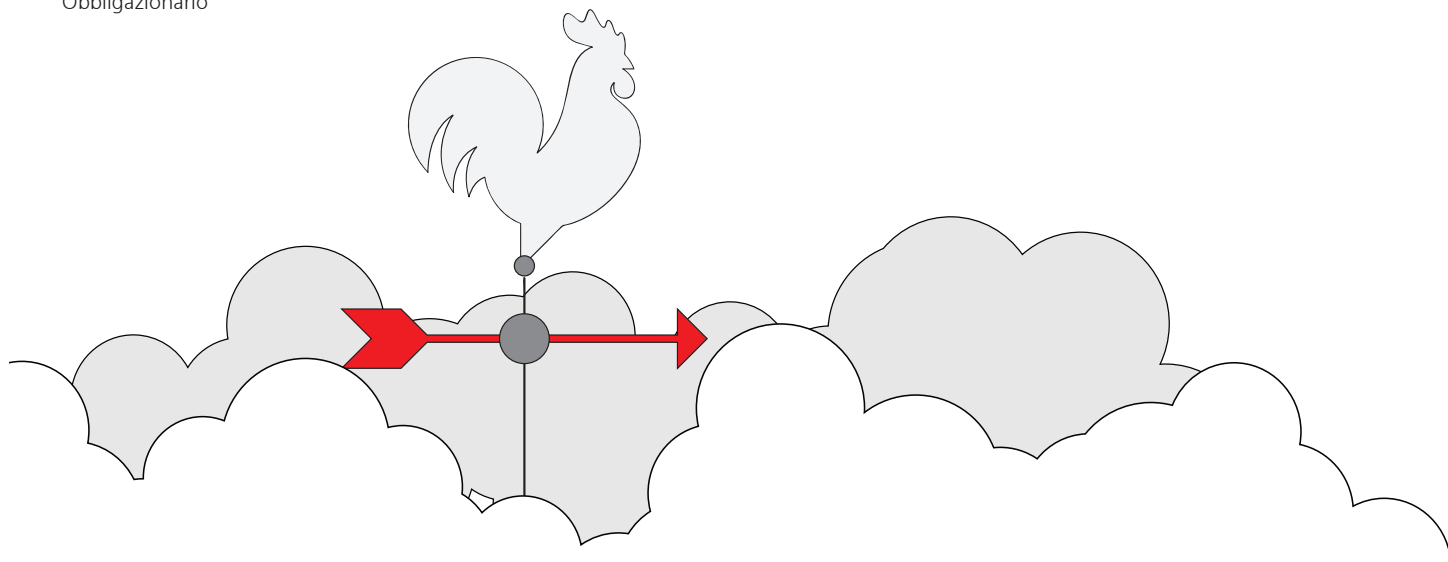
Negli ultimi 40 anni, la maggior parte dei modelli economici si basa sul presupposto che quando la crescita è debole, è improbabile che l'inflazione sia un problema. L'inflazione elevata dell'ultimo periodo ha scosso le principali banche centrali dalla loro compiacenza di lungo periodo, poiché l'inflazione ha senza dubbio superato di netto l'obiettivo del 2%, rendendo insensato continuare a definirla transitoria o temporanea. Ma stiamo tornando a un contesto di stagflazione come quello degli anni Settanta?

Un'analisi delle fasi economiche precedenti può aiutare a fare chiarezza. Come mai il mondo è passato "improvvisamente" dall'epoca d'oro di forte crescita e bassa inflazione degli anni Cinquanta e Sessanta all'era della stagflazione negli anni Settanta? Secondo l'autorevole ricerca dell'economista Barry Eichengreen, l'iperinflazione degli anni Settanta è iniziata ben prima del crollo di Bretton Woods nel 1971 – il sistema di ancoraggio del dollaro USA all'oro – e dell'embargo petrolifero dell'OPEC nel 1973. Nel 1970 l'inflazione era già vicina al 6%.

Le cause dell'impennata dell'inflazione dal 1965 al 1970 sono riconducibili alla "Grande Società" del presidente Lyndon Johnson, all'espansione fiscale per finanziare la guerra del

Vietnam e, soprattutto, a una politica monetaria lassista sotto la guida di Arthur Burns, l'allora presidente della Fed. All'epoca, la Fed non aveva una teoria coerente che collegasse la politica monetaria all'inflazione; lo conferma la famosa dichiarazione di Burns secondo cui "la politica monetaria non conta, l'inflazione è stata causata dalla richiesta di salari eccessivi da parte dei sindacati, dall'aumento dei prezzi da parte delle imprese, dalla scarsità dei raccolti, dalle quotazioni petrolifere alle stelle e dall'eccessiva spesa pubblica" – escludendo in pratica un ruolo della politica monetaria.

Tornando al mondo di oggi, gli Stati Uniti hanno iniettato 5.200 miliardi di dollari USA nell'economia a titolo di sgravio fiscale per contrastare l'impatto della pandemia di COVID-19. Il mondo ha inoltre registrato un'impennata dei prezzi delle materie prime a causa dell'invasione russa dell'Ucraina, sempre comunque inferiore rispetto all'aumento dei prezzi subito durante l'embargo petrolifero dell'OPEC del 1973. Inoltre stiamo sperimentando anche gli effetti di un cambiamento di politiche, per cui la massimizzazione della produzione economica è sostituita da politiche anti-commerciali come i dazi di Trump sulla Cina, le politiche anti-immigrazione (Brexit e muro di confine di Trump), le sanzioni alla Russia e la deglobalizzazione più in generale.



La differenza più importante tra oggi e gli anni Settanta è che le principali banche centrali hanno definito un obiettivo di inflazione bassa e stabile, e finora le aspettative inflazionistiche sono rimaste saldamente ancorate. Secondo le note parole di Milton Friedman, "l'inflazione è sempre e ovunque un fenomeno monetario". Le banche centrali hanno ormai compreso il chiaro legame tra politica monetaria e inflazione, e hanno adottato un quadro politico coerente che mira a ottenere un'inflazione stabile nel medio termine – un obiettivo compreso e abbracciato da mercati finanziari, consumatori e imprese.

Per evitare una stagflazione simile a quella degli anni Settanta, riteniamo che le banche centrali dovrebbero quindi proseguire la stretta monetaria per contrastare quest'inflazione ai massimi degli ultimi 40 anni, cercando di non ripetere gli stessi errori commessi alla fine degli anni Sessanta e Settanta – accettando che ciò potrebbe comportare un aumento della disoccupazione e un rallentamento della crescita o addirittura una recessione nei prossimi anni.

Venti politici mutevoli

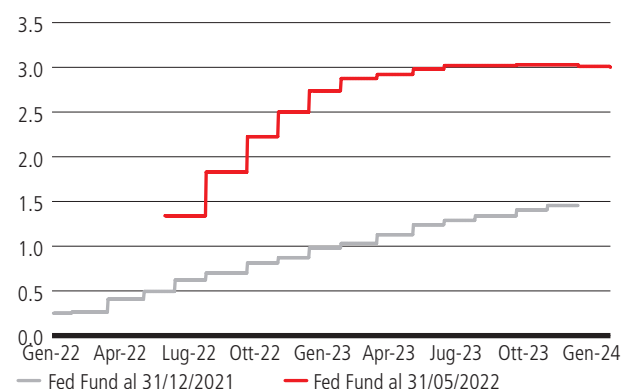
Abbiamo affermato in precedenza che un improvviso balzo dell'inflazione può coincidere con una grande guerra o con uno shock esterno come la pandemia di COVID-19. Secondo Eichengreen, però, le cause sottostanti possono essere ricondotte a cambiamenti delle preferenze politiche e delle politiche economiche avvenuti negli anni precedenti, analogamente a quanto accaduto prima dell'iperinflazione degli anni Settanta.

In generale, l'inflazione si manifesta quando il denaro in circolazione è superiore ai beni o servizi disponibili per l'acquisto. Negli ultimi anni, i governi di tutto il mondo sviluppato hanno in genere erogato più denaro ai cittadini, come si è visto negli Stati Uniti con gli assegni di supporto di Trump e Biden o con il regime di disoccupazione nel Regno Unito. Nel frattempo, l'offerta è limitata da lockdown, chiusure di fabbriche, lunghi ritardi nelle spedizioni e abbandono dei posti di lavoro. La conseguenza è stata un'impennata dell'inflazione.

Poiché i responsabili dei governi di tutti i principali Paesi ora si mostrano poco propensi a inasprire la politica fiscale mediante l'aumento delle imposte o il taglio della spesa pubblica, il compito di ridurre l'inflazione ricade esclusivamente sulle spalle delle banche centrali. Ora che ovviamente l'inflazione è troppo elevata e non appare più transitoria, le banche centrali non hanno altra scelta che inasprire la politica monetaria.

Dopo aver vinto la loro battaglia contro l'inflazione negli ultimi 40 anni, è improbabile che le principali banche centrali come la Fed e la Banca Centrale Europea tollerino un'inflazione elevata per un periodo di tempo troppo prolungato (Grafico 2). Inoltre, le banche centrali non possono fermare la guerra in Ucraina né risolvere i problemi alle filiere. Il loro principale strumento d'azione è la riduzione della domanda mediante la stretta della politica monetaria, ossia tramite tassi reali più elevati e una liquidità inferiore ottenuta con la contrazione dei relativi bilanci gonfiati (Grafico 3). I privati, le imprese e i governi che hanno contratto molti prestiti a tassi ridotti potrebbero risentire della stretta e probabilmente ne subiranno pesantemente gli effetti negli anni a venire.

Grafico 2: Aspettative sui tassi USA

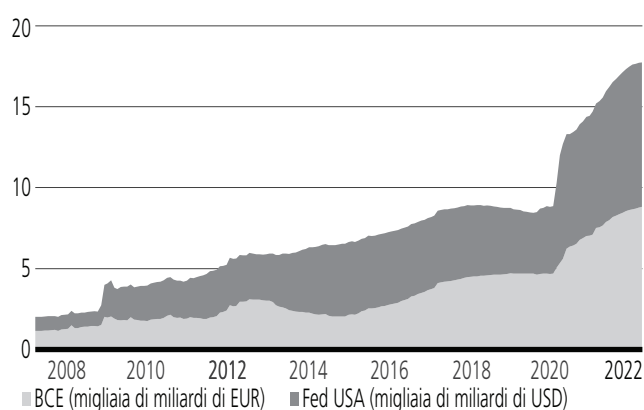


Fonte: Bloomberg Barclays Global Aggregate. Dati a maggio 2022

¹ Goldman Sachs Research

L'inflazione elevata potrebbe costringere le banche centrali a mantenere una politica monetaria più restrittiva per un periodo di tempo prolungato, indipendentemente dai rischi di recessione

Grafico 3: I bilanci di Fed USA e BCE dovrebbero subire una contrazione



Fonte: Bloomberg, dati a marzo 2022

Pertanto, riteniamo che una ripetizione della stagflazione degli anni Settanta sia altamente improbabile in quanto ora le banche centrali, avendo imparato la lezione, dispongono di un quadro di politica monetaria coerente e della determinazione per combattere l'inflazione. Sfortunatamente, questo ciclo di inasprimento monetario ha un prezzo. La Bank of England ha già lanciato l'allarme: ulteriori aumenti dei tassi potrebbero portare il Regno Unito in recessione entro la fine dell'anno, mentre la Fed vuole ancora ottimisticamente far credere che la sua stretta non causerà una recessione. Dato il cambiamento delle politiche nella direzione di un "livellamento verso l'alto" per i ceti con redditi medio-bassi, dovremmo aspettarci un allontanamento dal libero scambio, ulteriori restrizioni all'immigrazione e una versione più limitata della globalizzazione o addirittura una deglobalizzazione che, secondo le nostre previsioni, porteranno l'inflazione a tassi superiori rispetto a quelli del decennio successivo alla crisi finanziaria globale del 2008. Allo stesso tempo, crescita e produttività potrebbero subire un rallentamento.

Implicazioni per gli investitori obbligazionari

Questa apparente conclusione dell'era di bassa inflazione ha probabilmente sancito la fine della fase rialzista del mercato

obbligazionario, ormai in corso da 40 anni. L'inflazione elevata potrebbe costringere le banche centrali a mantenere una politica monetaria più restrittiva per un periodo di tempo prolungato e a diventare più riluttanti rispetto a un taglio anticipato dei tassi, indipendentemente dai rischi di recessione. Sebbene l'inflazione elevata non sia positiva per i consumatori, le banche centrali o gli attuali detentori di obbligazioni, ha comunque un aspetto positivo. Gli investitori obbligazionari possono infatti realizzare un buon livello di reddito dalla detenzione di obbligazioni acquistate in questo momento e riteniamo che le incertezze in materia di prospettive di inflazione e politica possano creare per i gestori obbligazionari attivi buone opportunità di aggiungere valore, anticipando i cambiamenti di regime e i valori relativi tra i vari Paesi e le diverse asset class. Quando le banche centrali devono trovare un equilibrio fra rallentamento della crescita e controllo di un'inflazione elevata, è più probabile che commettano errori di politica.

Per quanto riguarda i mercati obbligazionari nel breve termine, c'è il rischio che alcuni investitori inizino ora ad acquistare nella convinzione che il rallentamento della crescita e il calo dei mercati azionari inducano a breve le principali banche centrali a fare un'inversione di rotta, come nel caso della Fed a partire dalla fine del 2018. Di contro, la nostra attenzione si concentrerà sull'andamento dell'inflazione nei prossimi sei-dodici mesi piuttosto che sull'indebolimento della crescita o sulla debolezza del mercato azionario, prima di passare a un orientamento strategicamente rialzista sulla duration in questo ciclo di inasprimento. L'aumento dei rendimenti reali, la debolezza della crescita e la riduzione della liquidità richiedono un atteggiamento cauto, flessibile e selettivo sul credito.

In passato abbiamo sempre affermato che i rendimenti reali dovevano rimanere ridotti quando le banche centrali avevano faticato a raggiungere l'obiettivo di far salire l'inflazione. Ora i responsabili della politica hanno il problema opposto e, di conseguenza, riteniamo di aver abbandonato l'era della politica monetaria straordinariamente accomodante, meglio nota come "Fed put", e di essere entrati in un nuovo regime caratterizzato da tassi d'interesse più elevati e una maggiore volatilità dei mercati.

Transizione climatica: aprire le porte agli investimenti sostenibili che creano valore



L'aumento dell'inflazione ha modificato radicalmente le preferenze degli investitori. I flussi di cassa tangibili stanno diventando più importanti rispetto alle prospettive di crescita futura – il valore tradizionale sembra essere tornato di moda. Riteniamo che il mondo degli investimenti sostenibili, in particolare quelli incentrati sul clima, debba adeguarsi alla nuova realtà.



Adam Gustafsson
Portfolio Manager
Climate Action



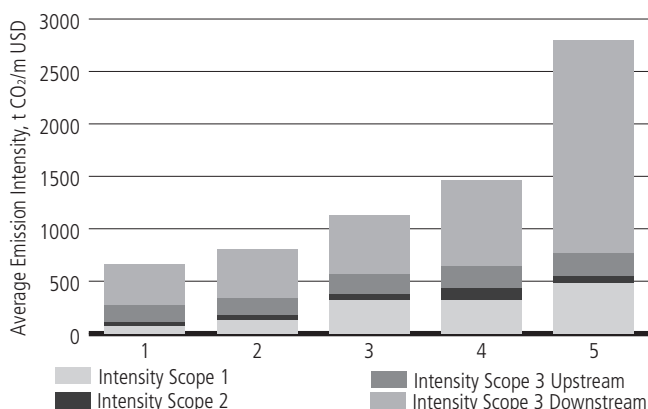
Ellis Eckland
Portfolio Manager
Climate Action

Esiste un punto d'incontro tra gli investimenti legati al clima e quelli orientati al valore?

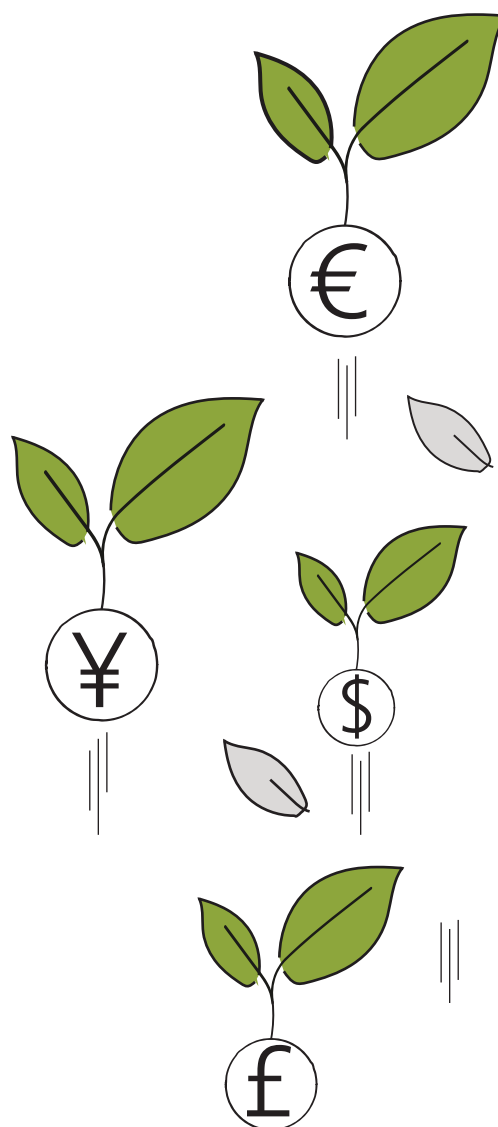
Secondo noi, la risposta è una via di mezzo tra sì e dipende. "Dipende" perché anche se gli investitori concordano in linea di massima sulle modalità di definizione del valore, esistono molteplici approcci agli investimenti legati al clima, ognuno con i propri pregi. Nell'ambito degli investimenti sistematici, i "tilt" consentono di combinare il popolare approccio a emissioni ridotte di carbonio con quello value, se si è disposti a sovrappesare il settore finanziario. Per quanto riguarda gli investimenti attivi, le sole emissioni ridotte di carbonio non sono più ritenute sufficienti per definire una significativa strategia climatica. Molti investitori attivi si concentrano invece sui leader climatici e sui fornitori di soluzioni pure play. Queste società sono spesso definite "green darling" e, pur trattandosi di investimenti popolari, raramente sono in grado di offrire valore.

Il Grafico 1 mostra la relazione positiva tra valore e intensità delle emissioni. Nel complesso, l'esposizione a un valore più elevato avviene a spese di una maggiore intensità di emissioni. Non c'è da sorprendersi: i settori più inquinanti sono tutti deep value, in parte per effetto di anni di sell-off dovuti alle preoccupazioni climatiche.

Grafico 1: Intensità delle emissioni e valore fondamentale a confronto



Fonte: UBS Asset Management 2022, Credit Suisse HOLT 2022, S&P Trucost Limited® Trucost 2022. Basato su 10.000 società a livello globale in tutti i settori escluso quello finanziario. Il punteggio di valutazione di Credit Suisse HOLT è costruito come un composto di fattori value comuni. Le emissioni di gas a effetto serra sono classificate in tre "scope" dallo strumento di contabilizzazione internazionale maggiormente utilizzato, il Greenhouse Gas (GHG) Protocol. Lo Scope 1 si riferisce alle emissioni dirette derivanti da fonti di proprietà o controllate. Lo Scope 2 si riferisce alle emissioni indirette derivanti dalla generazione di elettricità, vapore, riscaldamento e raffreddamento acquistati e consumati dalla società dichiarante. Lo Scope 3 si riferisce a tutte le altre emissioni indirette che si verificano nella catena del valore di una società.



L'ascesa degli investimenti nella transizione climatica

Gli sforzi dei fornitori di soluzioni per il clima, come le società di energie rinnovabili, sono fondamentali per raggiungere gli obiettivi climatici. Ma sono solo un pezzo del puzzle. Per raggiungere la neutralità climatica (Net Zero), i settori tradizionali più inquinanti devono decarbonizzarsi o avviare la transizione. Oggi gli investimenti nella transizione non sono affatto mainstream, anche se stanno prendendo rapidamente piede. In questo caso l'attenzione si concentra sul tasso di variazione delle emissioni piuttosto che sul livello attuale. Dato che le transizioni sono rilevanti solo per le società con emissioni significative, per natura gli investimenti nella transizione sono intrinsecamente investimenti value.

Un altro approccio correlato è la ricerca di "asset nascosti" nei business tradizionali. Molte società hanno business significativi in settori critici per la lotta ai cambiamenti climatici ma non sono comunemente considerate fornitori di soluzioni per il clima. Spesso questi business con "soluzioni nascoste" possono essere acquistati a prezzi impliciti nettamente inferiori rispetto a quelli dei business a emissioni ridotte di carbonio e di soluzioni "pure play", che sono il fulcro di molte strategie di investimento sostenibili. Spesso queste società fanno crescere il proprio business di soluzioni climatiche con i flussi di cassa del business tradizionale, che funge da mucca da mungere per finanziare questo percorso di transizione.

Investire in società " ibride " potrebbe fornire un'esposizione ad asset sostenibili con un considerevole sconto

È il caso di una società della carta o di un produttore di energie rinnovabili?

Molte società di cellulosa e carta producono energia da biomassa con i residui e/o i sottoprodotti delle attività di produzione della cellulosa. Alcune di queste società hanno persino aggiunto la generazione di energia eolica e solare per sfruttare la natura stabile e dispacciabile dell'energia da biomassa e creare un'offerta integrata di energie rinnovabili. Generalmente queste società sono più concentrate sulle loro attività nell'ambito delle nuove energie che su quella più tradizionale della cellulosa, che ha una crescita ridotta o nulla. Riteniamo che l'investimento in queste società permetta di avere esposizione ad asset sostenibili a un prezzo fortemente scontato.

Inoltre, questo tipo di investimento potrebbe offrire un ritorno finanziario superiore rispetto all'acquisto di una società consolidata nell'ambito delle energie rinnovabili. È probabile che le società ibride:

- 1-** facciano crescere il proprio business nell'ambito delle energie rinnovabili fino al punto da essere ritenute società perlopiù dedicate allo sviluppo delle energie rinnovabili, facendo potenzialmente salire la propria valutazione
- 2-** scorporino il proprio business tradizionale, facendo salire di conseguenza la valutazione
- 3-** ricorrano in maniera creativa alle operazioni straordinarie (M&A) al fine di fare arbitraggio sul differenziale di valutazione.

In tutti questi casi, l'investitore può ottenere un ritorno finanziario superiore. Ravvisiamo opportunità simili di "asset nascosti" in altri settori.

L'engagement è fondamentale per una strategia di transizione significativa

Le transizioni possono avvenire in due modi diversi:

- 1-** decarbonizzazione del modello di business esistente
- 2-** spostamento del business mix, dal business tradizionale inquinante a uno orientato alla sostenibilità.

In entrambi i casi, un engagement efficace da parte degli investitori può accelerare gli sforzi delle imprese in ambito climatico. Per i business inquinanti, quando riteniamo vi siano le condizioni per arrivare a uno stato finale potenzialmente a zero emissioni, consideriamo la società un obiettivo di transizione. Ma l'engagement dovrebbe concentrarsi sulla promozione di azioni tangibili; tra le decisioni aziendali concrete potrebbe figurare l'allocazione di risorse alle tecnologie di riduzione delle emissioni e ai business sostenibili.

Quando pensiamo agli investimenti legati al clima, dobbiamo smettere di trascurare i tradizionali settori inquinanti che sono fondamentali per raggiungere i nostri obiettivi climatici condivisi. Crediamo che un engagement efficace possa trasformare gli investimenti nella transizione in una strategia ad impatto climatico davvero verde.

Conclusioni



Guardare al di là di ciò che è già verde

Inoltre, gli investitori sostenibili che guardano al di là di ciò che è già verde potrebbero riuscire a ottenere un'esposizione a sconto ad asset nascosti di soluzioni per il clima. Con la loro evoluzione, riteniamo che questi business torneranno ad essere classificati nella categoria "green" e vedranno salire le rispettive valutazioni.

Una strategia di transizione credibile deve prevedere un engagement efficace. Questo è ciò che la rende non solo una strategia value, ma anche un approccio di investimento che affronta i cambiamenti climatici in maniera decisa. Ci aspettiamo che la corsa alla neutralità climatica subisca un'accelerazione e diventi il principale fattore di differenziazione delle performance nei settori a elevata intensità di emissioni. L'engagement che accelera la decarbonizzazione non fa bene solo al clima, ma è anche in grado di far crescere i rendimenti degli investimenti. Un approccio vincente per la "double bottom line", sia a livello di impatto che di ritorno finanziario.

Asset allocation ESG: performance sotto pressione

Quali performance possono realizzare i portafogli di investimento ESG in periodi di stress di mercato e inflazione elevata? In questo articolo vediamo quali sono i fattori da prendere in considerazione, consapevoli che una maggiore aderenza ai principi di sostenibilità può contribuire a creare un'economia più resiliente.



Michele Gambera
Co-Head of Strategic
Asset Allocation
Modeling
Investment Solutions



Lucy Thomas
Head of Sustainable
Investing

Una domanda frequente, tra gli investitori che desiderano investire in modo sostenibile o allineare l'asset allocation alle proprie preferenze e considerazioni di sostenibilità, è come si comporteranno i portafogli in periodi di stress di mercato. I recenti eventi, e in particolare la guerra in Ucraina, hanno alimentato le tensioni sui mercati e spinto al rialzo i prezzi dell'energia, mettendo sotto pressione i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG).

La catena di approvvigionamento e le questioni geopolitiche hanno portato l'inflazione statunitense al livello più alto dagli anni '80, facendo aumentare anche l'incertezza macroeconomica. E l'andamento delle pressioni sui prezzi indurrà probabilmente gli investitori a considerare un'ampia gamma di possibili regimi a breve termine.

Cambiamento climatico e disuguaglianza economica

A nostro avviso, due temi riconducibili alla "E" e alla "S" di ESG offuscano le prospettive attuali, in un contesto inflazionistico che mina la possibilità di ottenere rendimenti sostenibili nel lungo periodo. Stiamo parlando del cambiamento climatico e della disuguaglianza economica, due temi che a causa della loro natura sistemica non

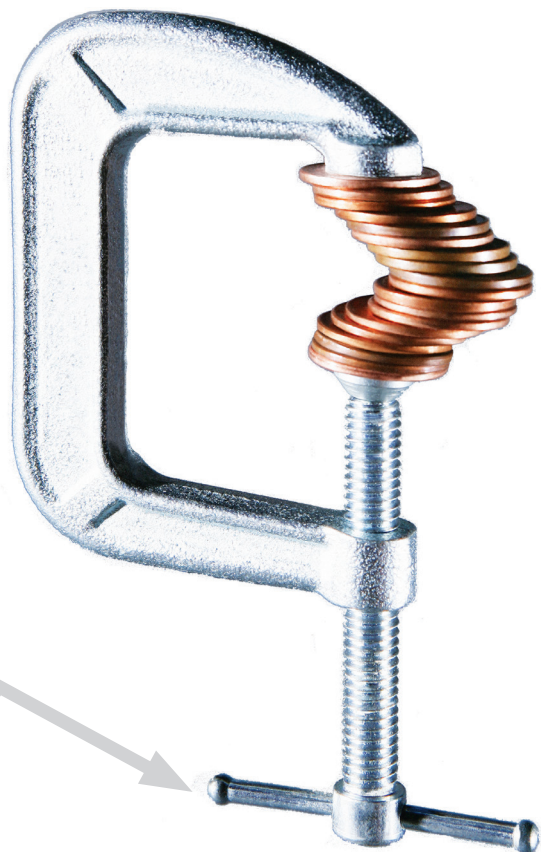
possono essere neutralizzati con strumenti di copertura o diversificazione. Il cambiamento climatico ha spinto a un'azione di massa per la transizione verso un'economia a zero emissioni nette, un processo che richiede cambiamenti strutturali per riorganizzare l'intera economia. La disuguaglianza sociale è stata enfatizzata dalla pandemia, in quanto le persone vulnerabili sono state colpite in modo sproporzionato. I tempi recenti hanno dimostrato che dove c'è divisione sociale tendono a esserci difficoltà geopolitiche. L'aumento dell'inflazione, in aggiunta all'instabilità climatica e sociale, complica il compito degli investitori.

Detto questo, durante i recenti periodi di stress dei mercati gli indici ESG hanno performato in linea con i benchmark tradizionali, nonostante la forte volatilità nel settore energetico. Il motivo principale è che molti benchmark ESG sono orientati a ottenere una performance il più possibile simile a quella dei benchmark tradizionali, pur sovrappesando gli asset con un rating ESG elevato. I produttori di carbone saranno forse esclusi dagli indici ESG, ma l'esposizione ai titoli energetici è identica a quella degli indici tradizionali in quanto le imprese di energia rinnovabile risultano sovrappesate. Di conseguenza, la discrepanza tra indici ESG e indici tradizionali è bassa in termini di esposizione settoriale e regionale complessiva.

Tempo e preferenza

Il nostro recente studio sull'asset allocation in un mondo ESG fornisce indicazioni su quanto possano essere diversi gli indici ESG e quelli tradizionali. Gli investitori sono abituati a considerare il rischio e il rendimento come le due dimensioni guida dell'asset allocation, ma il nostro studio ha evidenziato che nel mondo degli investimenti sostenibili sono necessari due elementi aggiuntivi, il tempo e la preferenza, per potenziare questo processo.

L'elemento tempo si riferisce alla durata della transizione ESG in corso, il periodo durante il quale i governi e le aziende introducono regolamenti, nuove tecnologie e investimenti per ridurre l'inquinamento, in linea con i principi dell'Accordo di Parigi, e per soddisfare gli Obiettivi di sviluppo sostenibile relativi alla responsabilità sociale e alla governance.



L'elemento preferenza si riferisce al peso che un investitore attribuisce alla priorità della sostenibilità in un portafoglio di investimenti, alla luce di requisiti normativi oppure degli obiettivi dell'investitore stesso o della società e del suo consiglio di amministrazione. Per questi investitori, il problema è come ottimizzare i portafogli per affrontare il rischio e il rendimento in un'ottica ESG. L'impatto dipende essenzialmente dall'entità dei vincoli ESG.

Se i vincoli sono molto restrittivi, e riducono sensibilmente l'universo investibile, gli investitori devono accettare portafogli meno diversificati che possono quindi avere rendimenti corretti per il rischio meno favorevoli. Se i vincoli sono invece meno restrittivi e consentono un'esposizione fattoriale in linea con i principali benchmark ESG, crediamo che l'impatto a lungo termine sulla performance sia minimo e possa essere positivo nel breve-medio periodo.

Nello specifico, i principali benchmark ESG sono costruiti con un'esposizione fattoriale corrispondente a quella dei benchmark tradizionali, per avere un tracking error molto basso tra benchmark ESG e benchmark tradizionali.

Ma che dire dell'inflazione?

Per decenni, alcuni Paesi sono riusciti a eludere l'impulso inflazionistico del potere contrattuale della forza lavoro esternalizzando la manodopera e la produzione in altre regioni, ma questa tendenza potrebbe aver fatto il suo corso: le catene di approvvigionamento erano state ottimizzate per le imprese che privilegiavano i costi bassi e le scorte ridotte.

Adesso, il re-shoring e la ricostituzione delle scorte in seguito a molteplici shock della catena di approvvigionamento saranno probabilmente processi pluriennali che contribuiranno all'aumento

dei prezzi. La probabilità che la manodopera si indebolisca rispetto al capitale è bassa, una dinamica che potrebbe incidere sui margini di profitto nel tempo.

Analogamente, la politica fiscale sta svolgendo un ruolo molto più rilevante nella stabilizzazione dell'attività economica, dopo essere stata messa da parte dalle politiche di austerità a partire dagli anni Ottanta. Gli stimoli varati a livello globale per mitigare i danni economici della recessione indotta dal COVID-19 sono stati due volte superiori a quelli adottati dopo la crisi finanziaria globale. Questo potrebbe aprire la strada a un'azione governativa più vigorosa in futuro.

La geopolitica aggiunge un'altra sfaccettatura alla tesi dell'aumento dell'inflazione, soprattutto nel breve periodo, in quanto l'invasione russa ha provocato un aumento (temporaneo) dei prezzi delle materie prime, in particolare dei prodotti energetici e agricoli. In futuro, è probabile che l'accumulo di (costose) scorte di fattori di produzione essenziali diventi la norma.

In questo contesto di inflazione più elevata, la correlazione azioni-obbligazioni sarà probabilmente positiva anche nei mercati sviluppati, riducendo così i benefici della diversificazione, e noi dovremo fornire soluzioni più innovative per aiutare i clienti a raggiungere i loro obiettivi di investimento.

ESG e imprese resilienti

Durante la crisi del COVID-19, una delle principali componenti dell'inflazione è dipesa dal costo delle auto nuove e usate. Ben oltre l'effetto del blocco iniziale delle fabbriche, la produzione di nuovi veicoli ha subito ritardi perché le case automobilistiche hanno annullato tutti gli ordini di componenti all'inizio del 2020, prevedendo un crollo delle vendite di auto durante il lockdown. Secondo uno studio pubblicato dal Dipartimento del Commercio degli Stati Uniti, l'inventario mediano di chip per computer detenuto da consumatori quali le case automobilistiche e i produttori di dispositivi medici è sceso da 40 giorni nel 2019 a meno di cinque nel 2021.

In breve tempo, i produttori di chip hanno convertito le loro linee di produzione per realizzare componenti per prodotti utilizzati nelle palestre e negli uffici domestici, dato che sempre più persone lavoravano da casa. Di conseguenza, la capacità di produzione di componenti per automobili è divenuta scarsa. Questo ha praticamente bloccato la produzione di auto in tutto il mondo, innescando l'inflazione quando in molti Paesi è aumentata la richiesta di automobili per evitare di usare i trasporti pubblici.

La componente ESG relativa alla governance comprende la necessità di avere aziende che siano resilienti e capaci di adattarsi agli shock naturali e geopolitici, anziché diventare sempre più snelle ma poco flessibili. Ciò è necessario non solo per garantire agli azionisti rendimenti sostenibili nel lungo periodo, ma anche per creare condizioni sostenibili per tutti gli stakeholder, compresi dipendenti, clienti e comunità locali. A nostro avviso, gli eventi del 2020-2022 hanno dimostrato che la struttura delle imprese non è abbastanza flessibile da consentire loro di assorbire gli shock provenienti dalla natura (per esempio l'innalzamento del livello dei mari o le pandemie) e dall'azione umana (per esempio le guerre).

Una maggiore aderenza ai principi di sostenibilità, a nostro avviso, è in grado di creare un'economia più solida.

Gli hedge fund come strumento di diversificazione

Gli hedge fund hanno un ruolo fondamentale nella diversificazione dei portafogli, a maggior ragione in contesti di mercato difficili. Il nostro team Hedge Fund Solutions illustra in questo articolo le migliori opportunità legate a questo strumento.



Bruce Amlicke
Chief Investment
Officer
UBS Hedge Fund
Solutions



Claire Tucker
Head of Trading and
Fixed Income Relative
Value Investments,
UBS Hedge Fund
Solutions

Gran parte della prima metà del 2022 è stata caratterizzata da eventi che hanno sconvolto i mercati globali del rischio. In questi mesi di turbolenze, gli hedge fund hanno generalmente superato il periodo in condizioni migliori rispetto ai beta azionari o obbligazionari (Grafico 1), a conferma che l'aggiunta di un'allocazione diversificata in hedge fund ai portafogli tradizionali può rappresentare un buon strumento di diversificazione, soprattutto in contesti di mercato difficili.

Riteniamo di essere in una fase di cambiamento del paradigma sui mercati degli investimenti: un nuovo regime che non si vedeva da decenni sui mercati finanziari, quello dell'inflazione reale e persistente. Investire in queste condizioni richiede una tabella di marcia diversa rispetto a quella utilizzata negli anni precedenti, più precisamente un contesto disinflazionistico caratterizzato da "tassi più bassi più a lungo", con un'ampia liquidità delle banche centrali.

I contesti inflazionistici sono molto più difficili da gestire. Quando c'è crescita (o "reflazione"), gli asset di rischio come le azioni possono comunque offrire rendimenti discreti, ma quando la crescita rallenta o scende ("stagflazione"), tutto diventa più difficile, poiché il tradizionale "porto sicuro" rappresentato dal comparto del reddito fisso non è più uno strumento di diversificazione affidabile e anche le azioni tendono a essere messe sotto pressione. Tale contesto risulta caratterizzato dall'inasprimento delle condizioni finanziarie, da una minore liquidità, una maggiore volatilità e un incremento dei premi al rischio – tutti fattori che possono contribuire a creare opportunità di alpha per gli hedge fund.

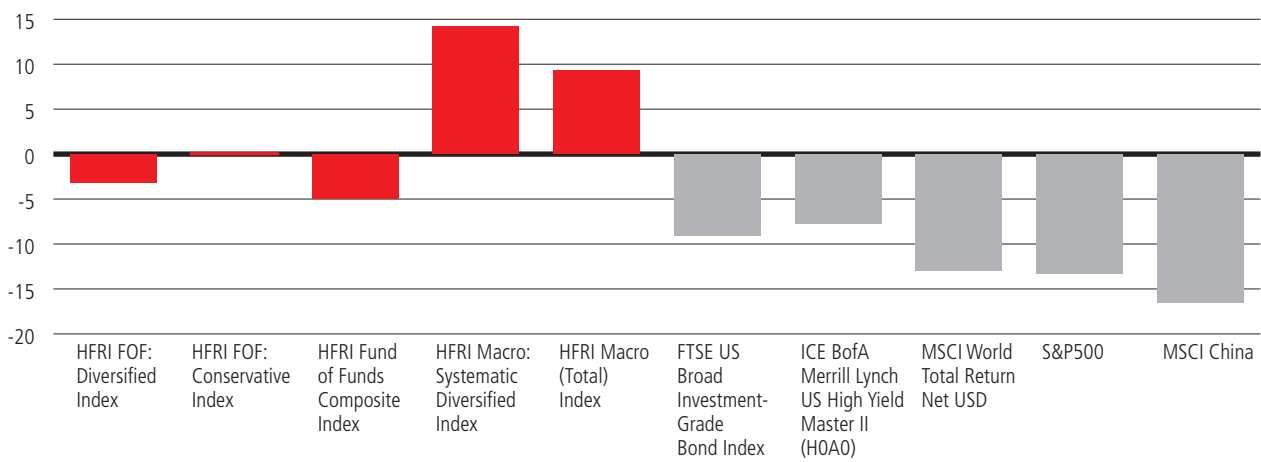
Sebbene il mercato abbia ormai scontato un'inflazione elevata a breve termine, si presume che il quantitative tightening e l'aumento dei tassi di riferimento ridurranno la crescita economica e contribuiranno quindi ad allentare le pressioni sui prezzi. Se l'inflazione risulta più vischiosa e l'inflazione di base è superiore a quanto previsto per il 2023, potrebbero verificarsi alcuni problemi, tra cui un ulteriore abbandono delle affollate posizioni di crescita secolare e delle posizioni private, peggiorando ulteriormente lo stato della liquidità.

Quali potrebbero essere le strategie di hedge fund più adatte per avere successo?

Un'analisi della performance da inizio anno dei diversi stili delle strategie di hedge fund rafforza la nostra opinione secondo cui alcuni approcci sono più adatti di altri a trarre vantaggio dall'attuale volatilità del mercato (Grafico 2). In quest'ottica, di seguito sono riportati alcuni esempi dei settori verso cui ci siamo concentrati e continuiamo a orientare le nostre allocazioni.

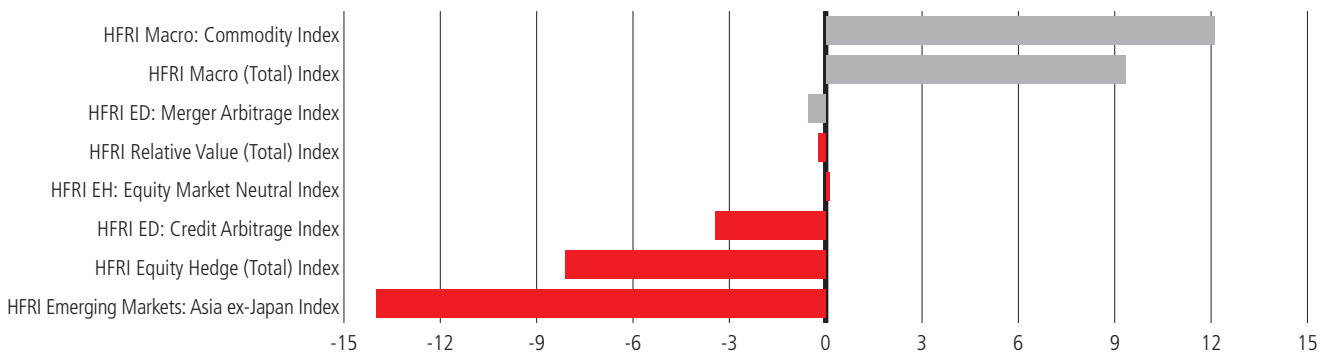


Grafico 1: Performance delle diverse strategie di hedge fund rispetto ad azioni e obbligazioni

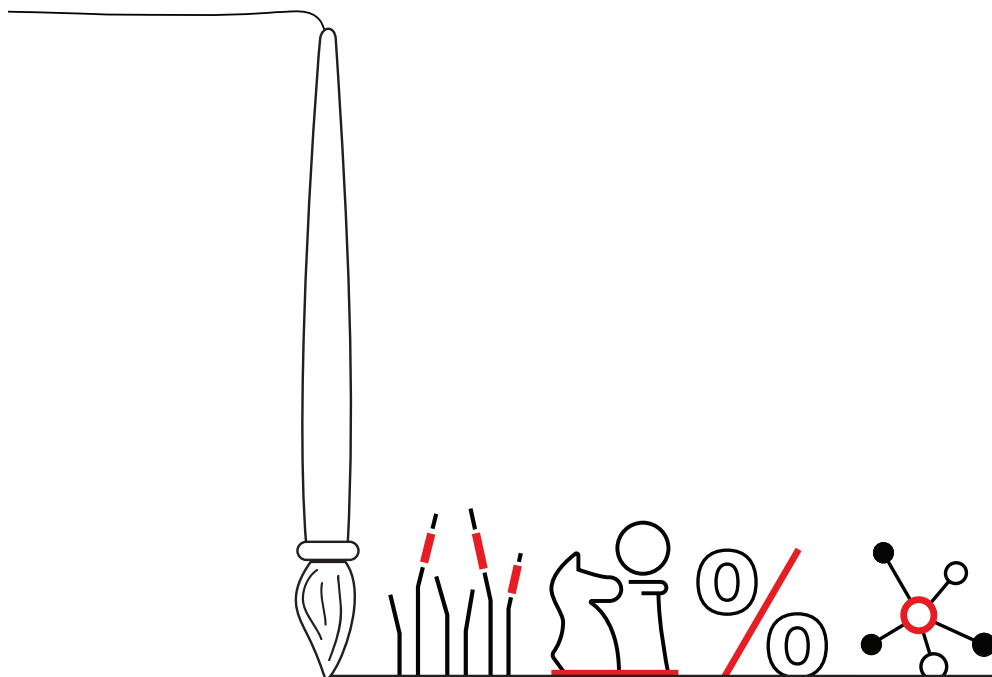


Fonte: HFRI, Bloomberg, al 31 maggio 2022

Grafico 2: I fattori trainanti della performance degli hedge fund (YTD)



Fonte: HFRI, al 31 maggio 2022



Materie prime: è l'alpha, non il beta, il punto di forza delle strategie di hedge fund

Riteniamo che il trading delle materie prime stia per entrare in un superciclo pluriennale. I fattori fondamentali del mercato continuano a essere "in gioco" a causa dei massicci squilibri tra domanda e offerta, ulteriormente acuiti dall'invasione russa dell'Ucraina. Dopo un decennio di sottoinvestimenti nell'offerta sui mercati delle materie prime, ora assistiamo a una carenza critica di scorte nei settori di energia, metalli e agricoltura.

Nel frattempo, anche il crescente impulso a investire secondo criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) e la spinta verso la transizione energetica sono fattori importanti. Dati i vincoli agli investimenti sostenibili che limitano l'offerta (ad esempio mediante il taglio dei capitali destinati a finanziare la produzione di combustibili fossili) ancora prima di essere pronti con le fonti rinnovabili e la transizione energetica che dà slancio alla domanda (che, nello specifico, è ad alta intensità di metalli), questo fenomeno è un acceleratore dell'inflazione e probabilmente ci vorrà un decennio per il suo completamento.

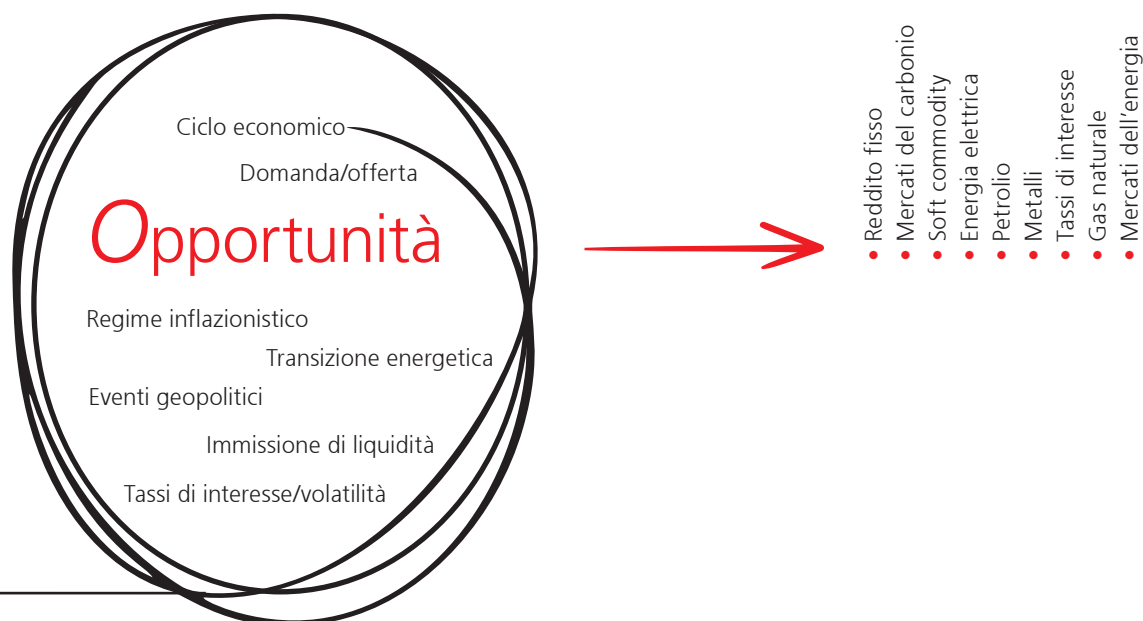
Tuttavia non si tratta di una situazione a senso unico. Assistiamo infatti a un'impennata della volatilità in questi mercati, molti dei quali sono estremamente inefficienti e hanno probabilmente meno partecipanti rispetto a 10 anni fa, da quando molti hedge fund hanno abbandonato il segmento. Quelli rimasti hanno minore concorrenza e maggiore volatilità da sfruttare. Anche i flussi di copertura dei produttori stanno assumendo una nuova funzione di utilità, dato che i prezzi sono saliti ai massimi da diversi anni.

In questo contesto, la gestione attiva del portafoglio è fondamentale. Nello specifico si può ricorrere a un trading direzionale long/short, a strategie relative value come i calendar spread o i locational spread, a trading sulla volatilità o a strategie relative all'immissione di liquidità. In particolare, dato che le prospettive di crescita sono diventate più incerte, riteniamo che queste strategie di hedge fund potrebbero continuare a dare risultati in un regime di stagflazione e saranno meglio posizionate per offrire ottimi rendimenti risk-adjusted nel tempo, rispetto all'assunzione di un'esposizione alle materie prime ad alto beta, ad esempio tramite strategie passive o strumenti long-only.

Strategia macroeconomica globale: probabilmente la gamma di opportunità più ampia degli ultimi anni

Con questo cambiamento di regime, le caratteristiche del mercato si stanno trasformando da mean reverting a trending – una situazione in genere favorevole ai rendimenti degli hedge fund macro e CTA (commodity trading advisor). Ravvisiamo un'ampia gamma di potenziali risultati economici, ossia una maggiore incertezza, dal momento che le banche centrali cercano di trovare un equilibrio tra le misure per contenere l'inflazione e i rischi per la crescita. Ciò comporta un'elevata volatilità tra gli asset e una variazione dei differenziali dei tassi d'interesse, che creano eccellenti opportunità di monetizzazione per gli hedge fund macro.

I gestori macroeconomici hanno già beneficiato di due tendenze chiave dall'inizio del 2022 – ossia il rialzo dei rendimenti e il rafforzamento del dollaro USA – e, dopo aver messo al sicuro i guadagni in maniera tattica, d'ora in poi potrebbero investire in maniera più opportunistica. Mentre l'intera economia globale



è alle prese con il problema dell'inflazione, tra i vari mercati si registra ancora una forte divergenza, con la Bank of Japan che conferma la strategia di controllo della curva dei rendimenti (YCC), i tassi di riferimento (ancora) negativi in Europa a fronte di un'inflazione dell'8%-9% nella regione e gli Stati Uniti che hanno già avviato un ciclo rialzista aggressivo. Anche il trading bidirezionale nei mercati emergenti in valuta locale può offrire buone opportunità, ad esempio mediante le valute legate alle materie prime o le strategie relative value sui tassi governativi, poiché i Paesi si trovano in fasi diverse del rispettivo ciclo di politica monetaria.

Strategia Fixed Income Relative Value: la maggiore volatilità dei tassi aumenta i rendimenti attesi

Anche le strategie Fixed Income Relative Value stanno beneficiando dell'incertezza rispetto a inflazione e tassi di interesse nonché del conseguente aumento della volatilità, che determina un ampliamento delle dislocazioni particolarmente utile a una possibile monetizzazione. Il passaggio dal quantitative easing al quantitative tightening significa che le banche centrali non riducono più la volatilità con gli acquisti di obbligazioni. Ciò dovrebbe incrementare in futuro le opportunità in operazioni tradizionali, come il basis trading su liquidità vs. futures.

Detto questo, al momento della redazione del presente documento, i gestori hanno ancora una ridotta leva finanziaria (ovvero elevati livelli di liquidità) e quindi hanno a disposizione il dry powder da impiegare nel momento in cui questi spread si faranno più interessanti. Inoltre, le operazioni relative value sull'inflazione e il fixing trading a breve termine sono tornati in auge, aggiungendo un'altra freccia all'arco dei gestori.

Strategie azionarie, creditizie low net e tattiche

La volatilità a cui stiamo assistendo nel comparto azionario, con giornate consecutive di +/-3% a livello di indice e la predominanza dei volumi di ETF nei mercati secondari che trascinano con sé le partecipazioni dei costituenti, può creare opportunità di alpha per le operazioni long/short di hedge fund. Ma l'approccio deve essere coperto e tattico per monetizzare l'alpha nel tempo. Queste strategie dovrebbero trarre vantaggio dalla situazione in quanto le pressioni sui margini, le problematiche alla filiera e gli elevati costi di finanziamento iniziano a erodere gli utili per azione (EPS) e a creare ulteriori opportunità di dispersione e selezione dei titoli.

In termini settoriali, abbiamo una predilezione per l'energia e i materiali (con migliaia di miliardi di dollari non più investiti nei combustibili fossili e diretti verso le energie rinnovabili) mentre disertiamo i settori tecnologico, dei media e delle telecomunicazioni (TMT). Negli ultimi anni c'è stata una vera e propria ondata di nuove società costituite nei settori di tecnologia, biotecnologie e beni di consumo, e molte di queste nuove società non sono positive in termini di flusso di cassa. Siamo all'inizio di un periodo di inasprimento delle condizioni finanziarie e di aumento del costo del capitale, che storicamente si è rivelato un contesto ottimale per fare shorting.

Real estate: puntare su un'ampia diversificazione

Quali prospettive per il settore immobiliare globale di fronte all'aumento dell'inflazione? Il team Real Estate di UBS Asset Management presenta il proprio outlook per il settore immobiliare negli Stati Uniti e in Europa.



Fergus Hicks
Real Estate Strategist



Kurt Edwards
Head of Real Estate Research & Strategy US

Il settore immobiliare offre rendimenti generalmente stabili e un rischio limitato a livello di portafoglio, grazie alla volatilità contenuta e alle basse correlazioni dei rendimenti con le asset class tradizionali. Ma i tempi difficili che stiamo attraversando rappresentano una minaccia per tutte le classi di attivi e richiedono qualche parola di cautela.

Guardando al passato, i periodi di maggiore inflazione sono stati in genere seguiti da rendimenti immobiliari più elevati. A confermarlo una nostra analisi del 2020, nella quale abbiamo messo a confronto i rendimenti immobiliari nominali e l'inflazione in 26 Paesi a livello globale. Il nostro modello ha dimostrato che il settore real estate ha offerto una protezione dall'inflazione pari al 78%¹, che arriva all'80% se si applicano ulteriori condizioni come i tassi di interesse reali e il premio al rischio immobiliare variabile.



Brice Hoffer
Head of Real Estate Research DACH



Zachary Gauge
Head Research Europe ex DACH

Attualmente, stiamo assistendo tuttavia a un aumento del rischio di stagflazione (fenomeno che si verifica quando l'inflazione è superiore alla media e la crescita del PIL è inferiore alla media), a causa dell'aumento dei tassi di interesse da parte delle banche centrali nel tentativo di frenare l'inflazione. Le nostre view sul quadro che si prospetta negli Stati Uniti e in Europa:

Stati Uniti

I dati limitati relativi agli Stati Uniti, risalenti all'ultimo periodo di stagflazione negli anni Settanta, indicano che il settore immobiliare ha sovraperformato le azioni e le obbligazioni, anche se con performance inferiori alle aspettative rispetto ai periodi di migliore crescita economica (Grafico 1). Dal 1978, i rendimenti totali annui reali – al netto dell'inflazione – sono stati del 6-7% in periodi di equilibrio dell'economia, con una mediana del 6,9%, ma durante i periodi di stagflazione il real estate ha reso il 5,5% in termini reali, a fronte del 2,5% dell'azionario e al 7,3% delle obbligazioni governative.

A nostro avviso, le maggiori minacce per i mercati immobiliari sono i periodi di recessione associati a un'inflazione a livelli medi o inferiori alla media. Per mitigare tali rischi, riteniamo che la strategia più prudente sia un'ampia diversificazione tra i vari Paesi.

Il mercato immobiliare statunitense è comunque in condizioni migliori rispetto alla crisi finanziaria globale (iniziata nel 2007), con rapporti loan-to-value meno tesi e spread meno compressi tra rendimenti immobiliari e rendimenti obbligazionari.

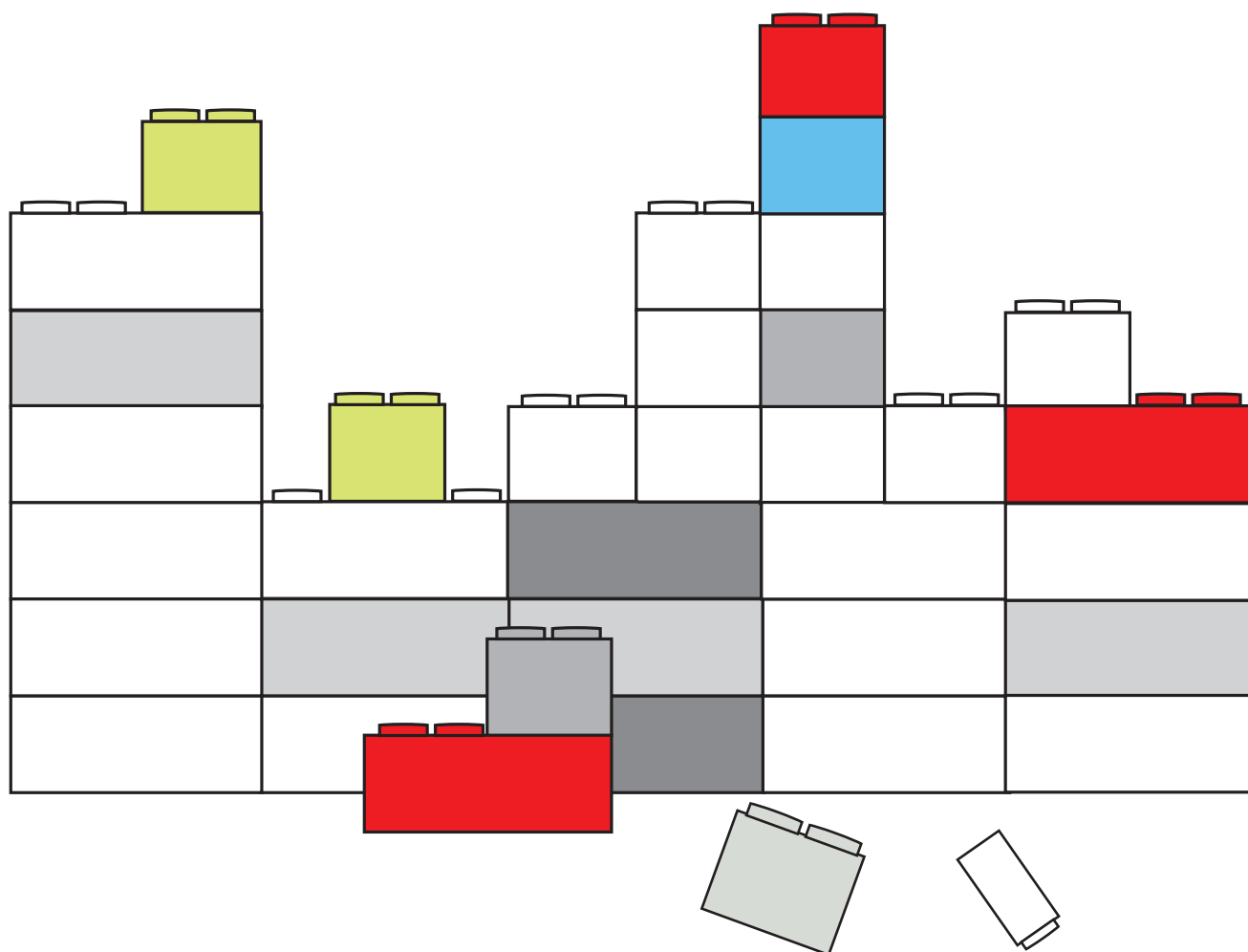
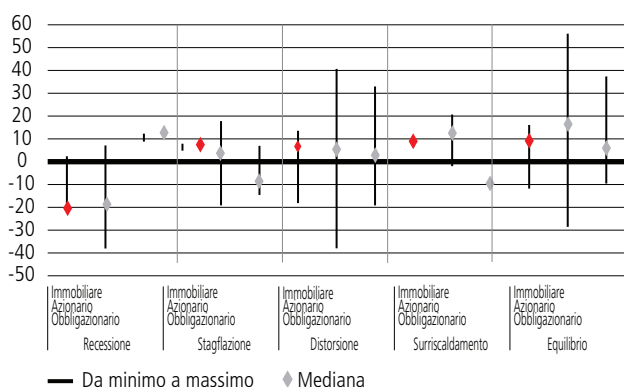


Grafico 1: Stati Uniti – Rendimenti totali reali per asset class (% a/a, 4T78 - 1T22)



Fonte: Thomson Refinitiv Datastream; NCREIF; UBS Asset Management, Real Estate & Private REPM, maggio 2022. Nota: Azioni = S&P 500; obbligazioni governative = ICE Bank of America Merrill Lynch 7-10 Year US Treasury Index; media definita come valore entro una deviazione standard dalla media; inflazione = 3,5% media e 2,7% deviazione standard; crescita annua del PIL = 2,6% media e 2,3% deviazione standard. La performance passata non è garanzia di risultati futuri.

Europa

In Europa, il rapporto tra inflazione elevata e forti rendimenti immobiliari è stato storicamente tenue, nella migliore delle ipotesi. In alcuni casi l'inflazione è stata sostenuta da una forte domanda, che si è rivelata positiva per la crescita degli affitti. Ma quando un'inflazione elevata è sintomo di una crescita economica di fine ciclo, si possono correre ulteriori rischi. Attualmente l'inflazione è spinta dai costi anziché dalla

domanda, il che porta a un ridimensionamento delle previsioni di crescita economica. La Bank of England, per esempio, prevede una stagnazione dell'economia britannica nel 2023-24. Inoltre, i tassi di interesse sono in aumento, con rialzi considerevoli che hanno ridotto gli spread tra real estate e reddito fisso. Per quanto riguarda l'immobiliare, ciò potrebbe tradursi in una certa pressione al rialzo sui rendimenti, in quanto il settore dovrebbe scontare il nuovo contesto dei tassi di interesse, e in un ridimensionamento delle aspettative di crescita degli affitti a causa dell'indebolimento dell'economia.

Tuttavia, alcuni segmenti del mercato europeo offrono ancora solide prospettive di crescita dei canoni di locazione, con un outlook positivo nel difficile contesto macroeconomico attuale. Questo vale soprattutto per gli asset logistici situati in hub di distribuzione strategici, dove il potenziale di domanda supera ancora in modo significativo l'attività di costruzione. Un altro settore che continua a beneficiare delle tendenze strutturali è quello delle locazioni di immobili residenziali in Europa. La costante crescita del numero di nuclei familiari e la crescente attrattiva del segmento degli affitti dal punto di vista della flessibilità e dell'accessibilità economica continuano ad alimentare una consistente domanda repressa per questo settore nella maggior parte delle aree urbane del continente.

Private markets: un'apprezzata alternativa

Con i mercati pubblici sempre più incerti a causa dei rischi geopolitici e della politica economica, gli investitori sono alla ricerca di investimenti alternativi per ottenere rendimenti non correlati e una minore volatilità. Quali sono le opzioni disponibili sui mercati privati? Che performance potrebbero offrire nell'attuale contesto di mercato? Vi invitiamo a leggere le opinioni dei nostri esperti nei settori infrastrutture, agroalimentare, private equity e credito privato.



Alex Leung,
Infrastructure
Analyst, Research
& Strategy



Manisha Bicchieri,
Sustainability and
Research Analyst



Alejandro Tapia,
Research Analyst

Infrastrutture

Autore: Alex Leung

Il settore delle infrastrutture è resiliente per natura: poiché fornisce servizi ritenuti essenziali nella società odierna (quali elettricità, riscaldamento, internet ad alta velocità, mobilità), la domanda è generalmente costante e affidabile, come abbiamo visto durante la crisi finanziaria globale o la recente pandemia di COVID-19. Nel corso degli anni, i governi hanno attuato politiche favorevoli alle infrastrutture nei periodi di debolezza congiunturale, allentando di fatto il legame tra l'asset class e il ciclo economico.

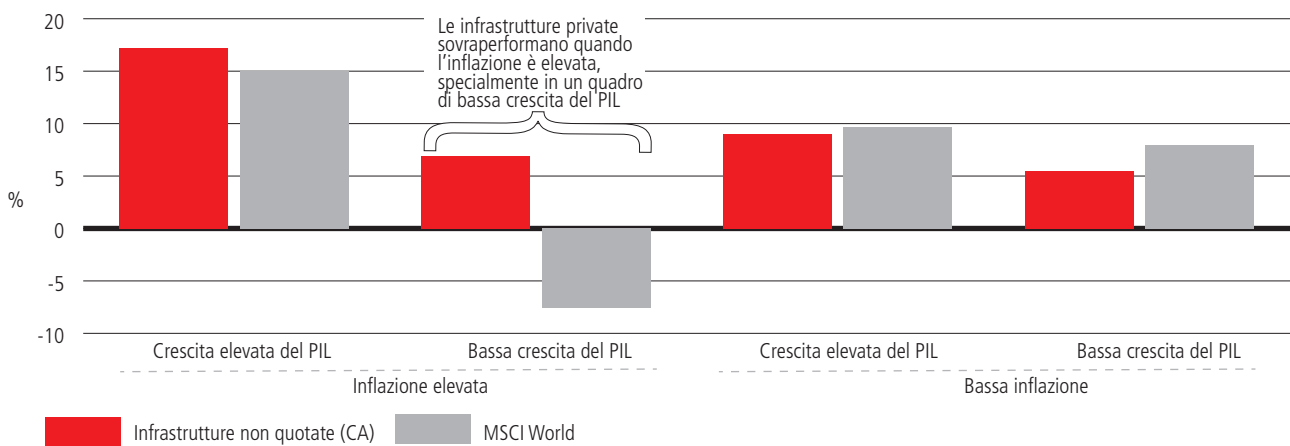
Un sondaggio condotto da Preqin a novembre 2021 ha rivelato che il 47% degli investitori istituzionali globali prevedeva di aumentare la propria allocazione a lungo termine alle infrastrutture, contro il 7% che intendeva ridurre l'esposizione. Sono diverse le ragioni per cui gli investitori vogliono aumentare l'allocazione verso questo settore, ad esempio la resilienza delle infrastrutture e la loro bassa correlazione con altre asset class contribuiscono a una maggiore diversificazione dei portafogli, un attributo

particolarmente importante nell'attuale volatilità del mercato. Inoltre, gli investimenti infrastrutturali offrono un rendimento di cassa relativamente elevato che li rende particolarmente adatti a determinati investitori come i fondi pensione, che necessitano di flussi di cassa per coprire le passività. L'asset class offre anche interessanti rendimenti corretti per il rischio: storicamente, sia l'equity che il debito infrastrutturale hanno registrato una volatilità relativamente bassa, inoltre il debito infrastrutturale ha evidenziato livelli più bassi di rischio di default e premi più elevati rispetto al debito societario.

Un'altra caratteristica importante delle infrastrutture private è la loro performance nei periodi di inflazione elevata (Grafico 1). Sulla base dei dati storici, forse non sorprende che le azioni infrastrutturali private e pubbliche registrino entrambi buoni risultati quando la crescita del PIL è sostenuta. Tuttavia, le infrastrutture brillano davvero quando l'inflazione è superiore alla media, periodo durante il quale l'equity infrastrutturale ha sovraperformato i mercati pubblici. Questa sovraperformance è ancora più evidente quando l'inflazione elevata si combina con una bassa crescita del PIL.



Grafico 1: Performance di investimento dei mercati sviluppati in diversi scenari di PIL/CPI



Fonti: Cambridge Associates, Bloomberg, MSCI, OCSE, da 1T05 a 3T21

Nota: Dati basati su dati a/a trimestrali; infrastrutture non quotate basate su dati Cambridge Associates; dati PIL e CPI basati su Paesi OCSE; soglia tra "basso" ed "elevato" pari a ~2% sia per il PIL che per il CPI (sulla base dei dati trimestrali mediani del periodo di osservazione). Le performance passate non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri



Agroalimentare

Autori: Manisha Bicchieri, Alejandro Tapia

L'investimento nell'agroalimentare attraverso i terreni agricoli offre un equilibrio tra reddito corrente e rivalutazione del capitale a lungo termine, garantendo al contempo la diversificazione grazie a una correlazione generalmente bassa con altre asset class. Come copertura naturale contro l'inflazione, molti investitori stanno prendendo in considerazione i terreni agricoli nell'attuale contesto di inflazione elevata e aumento dei tassi di interesse. Qual è l'impatto dell'inflazione su questo settore e come si prospetta il futuro di questa asset class alla luce della situazione globale attuale?

Nel 2021, l'indice dei prezzi al consumo CPI-All Food, una componente dell'indice CPI-All Items, è aumentato in media del 3,9%. A titolo comparativo, il Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti (USDA) prevede un aumento dei prezzi dei prodotti alimentari compreso tra il 5 e il 6,5% nel 2022.

Ma i prezzi dei prodotti alimentari al dettaglio riflettono solo in parte i prezzi dei raccolti, e questi ultimi sono più volatili. In generale, l'aumento dei prezzi dei raccolti favorisce i redditi agricoli, il che si traduce in un aumento dei ricavi e, in ultima

analisi, del valore dei terreni. Per questo motivo, i terreni agricoli rappresentano una copertura contro l'inflazione per gli investitori che desiderano proteggere i propri rendimenti, offrendo la protezione del capitale oltre al reddito corrente.

Storicamente si osserva una forte correlazione tra l'aumento dell'inflazione e la performance dei terreni agricoli.

Un'analisi condotta dal Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti mostra che nel periodo 2017-2021 l'inflazione alimentare è stata più elevata rispetto a tutti i segmenti eccetto abitazioni e trasporti, a causa della situazione pandemica e degli squilibri nella catena di approvvigionamento.

Se annualizzato dal 1991 al 2021, l'indice NCREIF Core Farmland (CFI) ha registrato rendimenti generalmente positivi, pari al 9,8% nominale e al 7,4% reale. A eccezione di alcuni periodi (come quello successivo alla crisi finanziaria globale del 2008), l'associazione tra i rendimenti dei terreni agricoli e l'inflazione è stata positiva, come dimostra anche il coefficiente di correlazione di 0,24 tra i rendimenti del CFI e i tassi di inflazione CPI durante lo stesso periodo (1991-2021) (Grafico 2).

Grafico 2: Terreni agricoli statunitensi in un portafoglio immobiliare, rendimenti annui 1991-2020

	Media		Deviazione standard		Correlazioni					
	Nominale (%)	Reale (%)	Nominale (%)	Indice di Sharpe	CPI	Appartamenti	Uffici	Industriali	Retail	Terreni agricoli (CFI)
CPI	2.4	-	1.2	n/a	1.00					
Appartamenti	8.8	6.5	7.7	0.83	0.31	1.00				
Uffici	6.9	4.4	9.4	0.47	0.06	0.83	1.00			
Industriali	10.2	7.7	10.1	0.77	0.44	0.81	0.73	1.00		
Retail	7.5	5.1	7.8	0.65	0.02	0.76	0.76	0.48	1.00	
Terreni agricoli (CFI)	9.8	7.4	4.8	1.55	0.24	0.33	0.37	0.18	0.5	1.00

Fonte: Ricerca UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets, Research & Strategy basata su dati ottenuti da Bureau of Labor Statistics, Morningstar, Bar-Cap Aggregate Bond Index, EAFE International Stock Index, S&P 500 Index, IA SBBI US Small Stock Index, NAREIT, NCREIF Property Index e Core Farmland Index al 31 dicembre 2021. Fonte CPI: Bureau of Labor Statistics. CPI indica il Consumer Price Index (Indice dei prezzi al consumo), un indicatore dell'inflazione del tenore di vita negli Stati Uniti definito anche indice del "costo della vita". Le medie sono rendimenti annualizzati coerenti con la metodologia utilizzata da NCREIF e riferiti a dicembre 2021. La deviazione standard e le correlazioni si basano su rendimenti trimestrali. La performance passata non è indicativa di risultati futuri e sussiste la possibilità di incorrere in una perdita. Il Core Farmland Index non include commissioni di gestione o di altro genere a livello di fondi, né spese a livello di fondi, non è possibile investirvi direttamente ed è riportato solo a scopo illustrativo.

Perché UBS Asset Management

UBS Asset Management è un gestore patrimoniale globale diversificato e su larga scala, presente in 23 mercati. Offriamo soluzioni e stili di investimento in tutte le principali asset class tradizionali e alternative – da quelle attive a quelle passive, compresa un'offerta completa di investimenti sostenibili – nonché supporto di consulenza a istituzioni, intermediari e clienti di Global Wealth Management.

Il nostro obiettivo è quello di portare ai nostri clienti idee, conoscenza e chiarezza per aiutarli a raggiungere le loro priorità e valori di investimento, senza compromessi. Le nostre capacità globali includono capacità di investimento azionario, obbligazionario, valutario, immobiliare, infrastrutturale, di private equity e hedge fund che possono essere combinate in soluzioni personalizzate e strategie multi-asset.

Per completare la nostra offerta di investimento, offriamo servizi professionali di white labelling tra cui setup di fondi, contabilità, valutazione delle attività, calcolo del NAV ed elementi di reporting per fondi tradizionali e alternativi. Offriamo anche la nostra innovativa piattaforma modulare, UBS Partner, che fornisce alle banche potenti strumenti e analisi per supportare la loro offerta di consulenza e consentire loro di migliorare significativamente l'esperienza dei loro clienti finali.

Per raggiungere gli obiettivi finanziari e di sostenibilità degli investitori, offriamo strategie di investimento sostenibile e a impatto in una vasta gamma di asset class, dall'integrazione ambientale, sociale e di corporate governance all'impact investing, compresi temi di investimento tra cui energie rinnovabili, gestione ambientale, integrazione sociale, assistenza sanitaria, efficienza delle risorse e dati demografici. Offriamo anche soluzioni su misura che abbracciano lo spettro della sostenibilità, tra cui l'integrazione ESG, l'inclinazione verso uno specifico fattore E, S o G, lo screening tematico, positivo, l'impatto o le esclusioni. La sostenibilità è anche una parte intrinseca del processo decisionale di investimento in molte delle nostre strategie attive. I fattori ESG sono presi in considerazione utilizzando il nostro ESG Risk Dashboard proprietario. Queste informazioni alimentano anche il nostro processo di gestione in cui monitoriamo attivamente e ci impegniamo con tutte le società segnalate per aiutarle a compiere progressi verso la transizione verso un futuro a basse emissioni di carbonio.

A scopo informativo e di marketing da parte di UBS.

Solo per clienti professionali.

Prima di investire in un prodotto leggere con attenzione e integralmente l'ultimo prospetto e il documento informativo chiave per gli investitori. Qualsiasi decisione di investimento deve tener conto di tutte le caratteristiche o obiettivi del fondo descritti nel relativo prospetto o negli altri documenti legali. L'investimento riguarda l'acquisto di quote o azioni in un fondo e non in una determinata attività sottostante quali edifici o azioni di una società. Le informazioni e le opinioni contenute nel presente documento si basano su dati attendibili provenienti da fonti affidabili, tuttavia non danno diritto ad alcuna pretesa riguardo alla precisione e alla completezza in relazione ai titoli, ai mercati e agli sviluppi in esso contenuti. I membri del Gruppo UBS SA hanno diritto di detenere, vendere o acquistare posizioni nei titoli o in altri strumenti finanziari menzionati nel presente documento. La vendita dei fondi UBS qui menzionati nel presente documento può non essere appropriata o permessa in alcune giurisdizioni o per determinati gruppi di investitori e non possono essere né offerte, né vendute o consegnate negli Stati Uniti. Le informazioni qui specificate non sono da intendersi come una sollecitazione o un'offerta per l'acquisto o la vendita di qualsivoglia titolo o strumento finanziario connesso. I risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. La performance indicata non tiene conto di eventuali commissioni e costi addebitati all'atto della sottoscrizione e del riscatto di quote. Quando i costi totali o una parte di essi deve essere versata in una valuta diversa dalla vostra di riferimento, questi possono crescere o diminuire a seguito di oscillazioni future del tasso di cambio.

Commissioni e costi incidono negativamente sull'investimento e sui rendimenti attesi. Se la valuta di un prodotto o di un servizio finanziario differisce dalla vostra moneta di riferimento, il rendimento può crescere o diminuire a seguito di oscillazioni future del tasso di cambio. Questo resoconto è stato redatto senza particolare riferimento né a obiettivi d'investimento specifici o futuri, né alla situazione finanziaria o fiscale né tantomeno alle speciali esigenze di un determinato destinatario. I rendimenti futuri sono soggetti a tassazione, la quale dipende dalla situazione personale di ciascun investitore e può cambiare in futuro.

Le informazioni e le opinioni contenute in questo documento sono fornite da UBS senza garanzia alcuna, sono esclusivamente per uso personale e per scopi informativi. Indipendentemente dallo scopo, il presente documento non può essere riprodotto, distribuito o ristampato senza l'autorizzazione scritta di UBS Asset Management Switzerland AG o una locale società affiliata. Fonte di tutti i dati e di tutti i grafici (dove non diversamente indicato): UBS Asset Management.

Il presente documento contiene dichiarazioni che costituiscono «affermazioni prospettiche», che comprendono, tra l'altro, affermazioni concernenti i prossimi sviluppi della nostra attività. Benché queste affermazioni prospettiche rappresentino le nostre valutazioni e attese circa l'evoluzione della nostra attività, vari rischi, incertezze e altri importanti fattori potrebbero far sì che gli andamenti e i risultati effettivi si discostino notevolmente dalle nostre aspettative.

Una sintesi dei diritti degli investitori in inglese è disponibile sul sito internet: ubs.com/funds.

Riguardo ai termini finanziari, è possibile reperire informazioni aggiuntive al seguente indirizzo ubs.com/am-glossary

© UBS 2022. Il simbolo delle chiavi e UBS sono fra i marchi protetti di UBS. Tutti i diritti riservati.



ubs.com/am-linkedin

© UBS 2022. Tutti i diritti riservati

ubs.com/am-it

