

# Panorama

A scopo di marketing  
Per investitori professionali

Investire nel 2021 | UBS Asset Management



## Riformulare il futuro

06 | La strada verso  
la normalità

14 | Dividendi per  
investitori  
a caccia di  
rendimento

22 | I trend che  
comprimono  
i rendimenti  
obbligazionari

40 | Cogliere le  
opportunità  
offerte  
dall'Intelligenza  
Artificiale

In questa edizione di Panorama, i nostri esperti di asset allocation valutano le potenziali sfide e opportunità di investimento in un contesto connotato ancora da tassi ridotti.

I contributi presentati offrono una grande varietà di opinioni, espressione della profondità delle nostre competenze globali, per affrontare con successo le sfide di investimento che i clienti ci pongono.

Per approfondire i contenuti e consultare le precedenti edizioni di Panorama, inclusi i contributi video e ulteriori approfondimenti sugli investimenti, vai su [ubs.com/panorama](https://ubs.com/panorama).



**Note editoriali:** Panorama è una pubblicazione semestrale di UBS Asset Management  
Data di pubblicazione: novembre 2020

**Caporedattore:** Claire Evans

**Redazione:** Sarah Gill, Lavonne Kuykendall e Spencer Sheehan

**Direttore di produzione:** Kaleigh Griffin

**Design:** Kelly McLaughlin

[ubs.com/panorama](https://ubs.com/panorama)

## Indice

### 3 Sarà un vero cambiamento?

Riflessioni sul 2020

### 6 La strada verso la normalità

Panoramica macroeconomica sulle conseguenze delle elezioni statunitensi e idee di investimento per il 2021 in un quadro di continua ricerca di rendimento

### 14 Dividendi per investitori a caccia di rendimento

Le strategie difensive basate sui dividendi come potenziale fonte di reddito

### 18 Passi da gigante per le small-cap?

Il potenziale di crescita a lungo termine delle società a minore capitalizzazione offre maggiori opportunità di investimento?

### 22 I trend che comprimono i rendimenti obbligazionari

In un mondo di tassi bassi, l'Asia può offrire rendimenti interessanti?

### 26 In cerca di rendimento con gli hedge fund

Principali opportunità strutturali nel 2021 per chi investe in hedge fund alla ricerca di rendimento

### 28 La sfida del reddito

Con i tassi d'interesse ai minimi storici, i portafogli multi-asset diversificati possono rispondere alla sfida del reddito?

### 32 La spesa infrastrutturale come strumento per ridare slancio all'economia?

Con migliaia di miliardi di dollari di investimenti necessari a livello globale, le infrastrutture sono in una buona posizione per offrire un flusso di reddito a lungo termine

### 36 A caccia di risultati sostenibili

L'adozione della nuova normativa dell'UE migliorerà i rendimenti degli investitori e li reindirizzerà verso gli investimenti sostenibili?

### 40 Cogliere le opportunità offerte dall'IA

Focus sulle barriere e sulle sfide prospettate dall'adozione dell'intelligenza artificiale nell'analisi fondamentale

### 47 Perché scegliere UBS Asset Management



**Barry Gill**  
Head of Investments

# Sarà un vero cambiamento?

Mentre il 2020 sta per chiudersi e l'attenzione si sposta verso il nuovo anno di investimenti, umanamente siamo portati a credere, viste le recenti esperienze, che gli shock e la volatilità non se ne andranno.

Un'attenta analisi di quest'anno rivela però come la pandemia e i lockdown economici abbiano in realtà consolidato i trend esistenti, anziché invertirli, con il risultato di accelerare l'effetto dirompente di Internet e quindi esacerbare la radicata disinflazione del

Molte società sono effettivamente in ginocchio, ma alcuni settori dell'economia non sono mai andati meglio: constatiamo quindi un'incredibile dispersione dei rendimenti azionari e degli spread di credito.

settore servizi. E questo, a sua volta, ha influenzato pesantemente i rendimenti obbligazionari globali, che stanno sondando minimi finora impensabili.

Per quanto la profonda recessione che ci ha colpito e il conseguente mercato ribassista siano fenomeni evidenti, dal punto di vista degli investitori la situazione sembra assai diversa rispetto ai precedenti periodi di rallentamento economico, in quanto le conseguenze sono state decisamente asimmetriche. Molte società sono effettivamente in ginocchio, ma alcuni settori dell'economia non sono mai andati meglio: constatiamo quindi un'incredibile dispersione dei rendimenti azionari e degli spread di credito. E il rimbalzo del mercato azionario dovrebbe ricordare a tutti che sulle valutazioni dei titoli il tasso di sconto incide tanto quanto gli utili.

Ma con gli indici azionari mondiali tornati prossimi ai massimi e i rendimenti governativi inferiori all'1% in tutte le maggiori economie tranne la Cina, la sfida di oltrepassare l'aumento delle passività è più pressante che mai per molti dei nostri clienti, in particolare quelli che hanno obblighi annuali. Come generare reddito in un mondo privo di rendimenti è il focus principale di questa edizione di Panorama: Investire nel 2021. Abbiamo chiesto ai nostri esperti interni di esaminare questa sfida da diversi punti di vista, per valutare le opportunità offerte dalle varie asset class.

## Abbiamo fatto luce su un altro probabile esito dell'attuale contesto di bassi rendimenti, ovvero che potrebbero venir meno i tradizionali vantaggi di diversificazione tra asset class.

I nostri gestori Fixed Income suggeriscono ai clienti di cercare rendimento attraverso un'esposizione verso l'Asia e la Cina, mentre il team Quant segnala le opportunità di alti dividendi sui mercati azionari. Il CIO di O'Connor spiega perché adesso è il momento giusto per un'allocazione negli hedge fund multi-strategia, in particolare come sostituti del reddito.

Abbiamo fatto luce su un altro probabile esito dell'attuale contesto di bassi rendimenti, ovvero che potrebbero venir meno i tradizionali vantaggi di diversificazione tra asset class, con le view del nostro team Multi Asset. Per gli esperti di questo team è importante cercare di migliorare tale dinamica attraverso un'allocazione ai mercati privati, un'idea sostenuta dal nostro team Real Estate & Private Markets nell'ambito dell'esplorazione delle opportunità disponibili nell'area degli investimenti infrastrutturali. Riteniamo

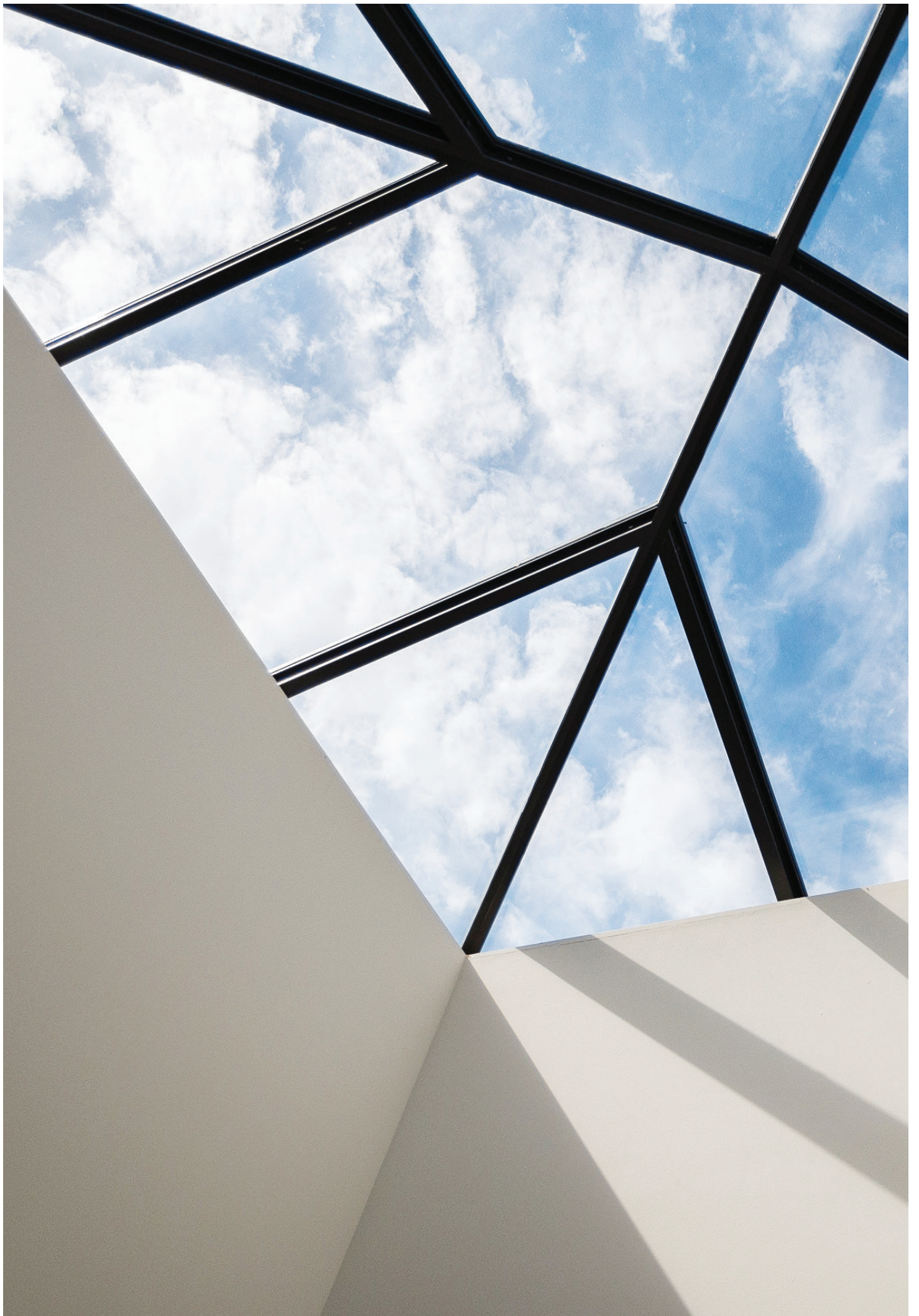
che il settore infrastrutture dovrebbe figurare tra i principali beneficiari dei pacchetti di stimolo fiscale e del contesto di tassi di interesse ridotti dovuti alla pandemia.

Analizziamo inoltre le potenziali conseguenze delle elezioni statunitensi, l'outlook delle small-cap e i limiti dell'intelligenza artificiale per l'analisi fondamentale. Il tutto completato da una disamina della vasta regolamentazione dell'Unione Europea sull'informativa legata alla sostenibilità.

Mi auguro che troverete interessante questo aggiornamento di fine anno e apprezzerete le nostre provocazioni. Non esitate a contattare il vostro partner UBS Asset Management per ulteriori approfondimenti.

Desideriamo rinnovare il nostro impegno a lavorare in partnership con i nostri clienti anche il prossimo anno.







# La strada verso la normalità

## Trend di investimento per il 2021



**Evan Brown**  
Head of Macro  
Asset Allocation  
Strategy



**Ryan Primmer**  
Head of Investment  
Solutions



**Lucas Kawa**  
Asset Allocation  
Strategist

Se il 2020 è stato l'anno della pandemia, della recessione istantanea e del "dramma elettorale" americano, il 2021 sarà l'anno dei vaccini e di una riapertura più durevole e completa delle economie.

Finite le elezioni, e in vista di una potenziale risposta alla pandemia, la nascente espansione economica dovrebbe guadagnare vigore in un contesto di prosecuzione delle politiche di sostegno e maggiore visibilità sullo sviluppo di un vaccino efficace e ampiamente disponibile. La volatilità dei mercati dovrebbe quindi diminuire rispetto ai livelli estremi del 2020. Tali sviluppi saranno probabilmente positivi per gli asset di rischio, ma per quanto riguarda la generazione di rendimenti affidabili e significativi le prospettive a medio termine non sono mai state più fosche.

### **Generare reddito è una sfida**

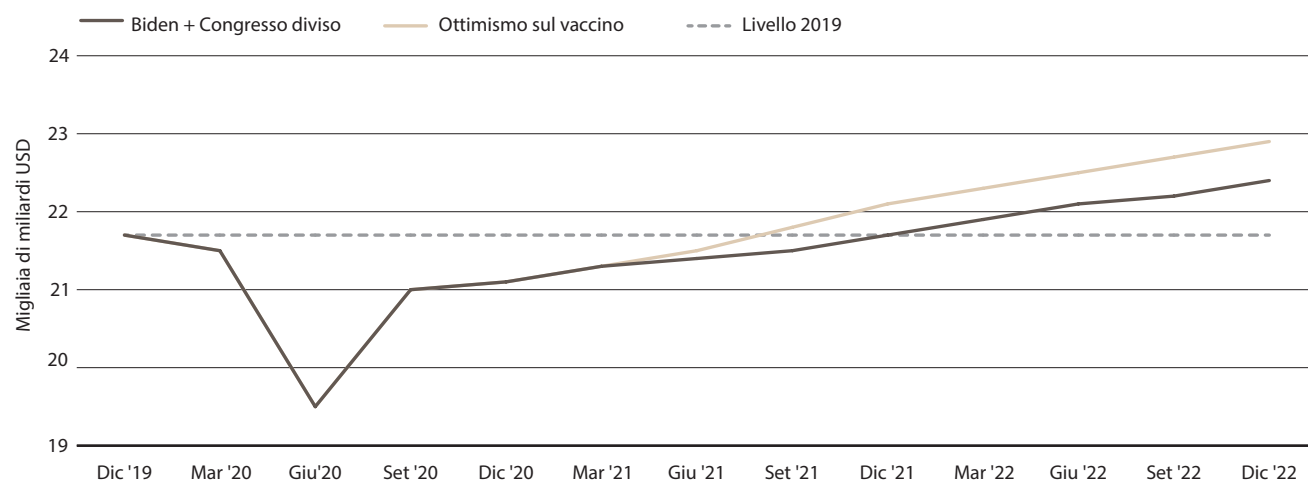
Siamo convinti che il contesto macroeconomico complessivo sia assai favorevole per gli asset di rischio e

abbiamo un bias verso le posizioni di relative value procicliche.

La ripresa economica è destinata a continuare, migliorando la capacità di autosostenersi grazie alla progressiva normalizzazione dell'attività nel settore privato legata alle innovazioni in campo medico. I tassi di interesse reali sono negativi in tutte le economie avanzate e probabilmente rimarranno tali per tutto il 2021 e oltre. Crediamo che la prospettiva di stimoli fiscali meno aggressivi negli Stati Uniti limiti le probabilità di un improvviso, forte aumento dei rendimenti dei Treasury che potrebbe ripercuotersi sui mercati internazionali. Per generare rendimenti, gli investitori dovranno impegnarsi di più. L'appeal delle opportunità offerte dagli

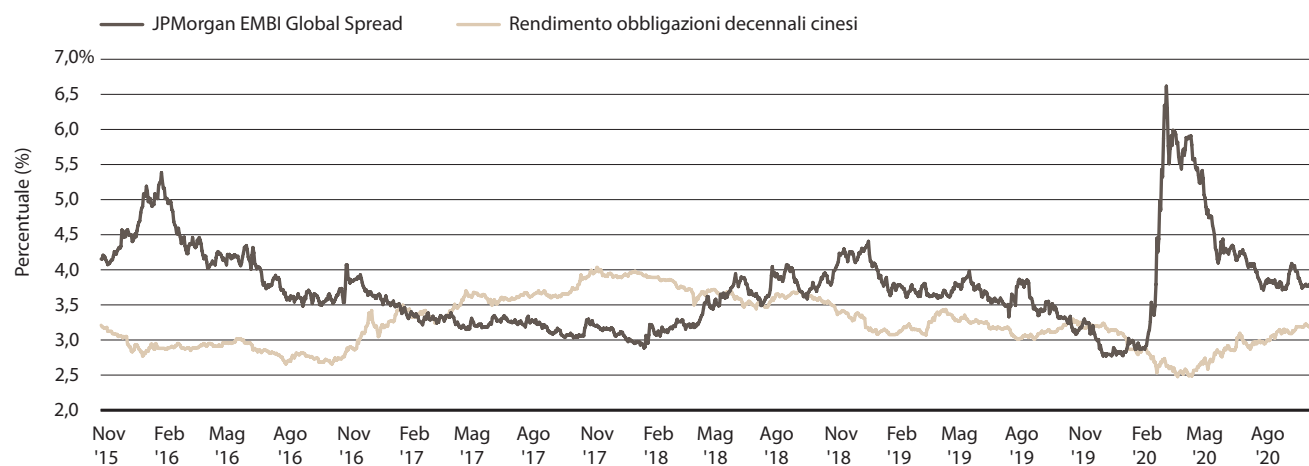


Figura 1: Uno scenario ottimistico sul vaccino crea un rischio al rialzo per le prospettive di crescita di un governo diviso



Fonte: UBS Asset Management, UBS Investment Bank, Macrobond, BEA. Dati al 10 novembre 2020. La linea grigia rappresenta il Prodotto Interno Lordo statunitense del 2019 come base di riferimento.

**Figura 2: Obbligazioni cinesi e debito ME denominato in dollari USA offrono un interessante pick-up di rendimento**



Fonte: UBS Asset Management, Bloomberg. Dati al 10 novembre 2020.

hedge fund multi-asset e dagli investimenti alternativi potrebbe aumentare in questo contesto di rendimenti bassi più a lungo. Nell'universo delle società quotate, la continua espansione economica globale, associata al basso livello dei rendimenti del debito sovrano dei mercati sviluppati, dovrebbe spingere gli investitori a risalire lungo lo spettro del rischio. Secondo la nostra view, questo rende particolarmente interessante il debito emergente denominato in dollari, incluse le obbligazioni governative cinesi.

#### L'impatto delle elezioni americane

I risultati delle elezioni americane hanno fornito maggiore chiarezza sull'outlook economico. Probabilmente il presidente eletto Joe Biden si insedierà con un Senato repubblicano, una combinazione che potrebbe fornire all'economia statunitense uno stimolo fiscale aggiuntivo sufficiente, anche se inferiore a quello previsto con un governo democratico unito.

Le probabilità di un aumento delle imposte sono inoltre notevolmente diminuite, eliminando un fattore potenzialmente negativo per la crescita degli utili statunitensi.

Secondo la nostra view, questo risultato elettorale contribuirà a favorire una protratta debolezza del dollaro, mentre il premio legato al protezionismo insito nella valuta di riserva mondiale diminuirà a fronte del cambio di leadership. Ci aspettiamo che la curva dei Treasury si irripidisca nel tempo, con il progressivo espandersi della ripresa.

Ma le possibilità di uno stimolo fiscale continuo e sostanziale negli Stati Uniti sono notevolmente diminuite, riducendo le probabilità di un aumento disordinato dei rendimenti obbligazionari che potrebbe alimentare la forza del dollaro. In relazione a questa prospettiva di un dollaro più debole, la diffusa sovraperformance dei mercati emergenti rappresenta la nostra view di massima conviction, sostenuta dal risultato delle elezioni.

#### Il virus e i vaccini

Il COVID-19 rimane un rischio persistente che minaccia di ritardare i tempi e la portata della ripresa economica, in particolare nel breve periodo, tuttavia prevediamo che l'impatto di ulteriori ondate pandemiche sull'attività economica si manifesterà sotto forma di mini-cicli.

I comportamenti pubblici più attenti alle regole, le migliori prassi sanitarie e le restrizioni meno draconiane sull'attività potrebbero mitigare l'impatto dell'aumento dei contagi sulla mobilità economica. Riteniamo che il successo di queste misure nel contenere la diffusione del virus eviterà la prolungata riduzione dell'attività che ha caratterizzato i primi mesi dell'anno e consentirà una più rapida ripresa del processo di normalizzazione.

La ripresa economica su ampia scala favorisce la sovraperformance dei mercati emergenti. Lo stesso vale per lo status relativo della ripresa economica cinese, in fase più avanzata rispetto a qualsiasi altra nazione.

Ci aspettiamo che le autorità di regolamentazione approvino potenzialmente tre vaccini per COVID-19 entro la fine di quest'anno. Oltre a rafforzare la nostra convinzione sulla normalizzazione dell'economia nel corso del 2021, i recenti risultati molto incoraggianti dai test di fase tre di questi principali vaccini candidati riducono gli scenari più negativi in cui una scoperta medica rimane a lungo inafferrabile.

Prevediamo che nelle economie avanzate buona parte della popolazione sarà stata vaccinata entro la metà del 2021, mentre per la maggior parte delle economie emergenti questo processo richiederà probabilmente più tempo. Lo sviluppo di strumenti terapeutici e i progressi dei test rappresentano rischi al rialzo che potrebbero consentire una normalizzazione più rapida e diffusa dell'attività. Le infinite questioni logistiche capaci di far ritardare le fasi di commercializzazione e somministrazione del vaccino costituiscono invece rischi al ribasso.

Anche durante le fasi più avanzate di questo processo, i segmenti del settore servizi che prevedono frequenti contatti, per esempio il turismo, continueranno probabilmente a operare ben al di sotto dei livelli di capacità pre-pandemici. Per questo motivo il sostegno fiscale mirato sarà ancora necessario per ammortizzare i continui problemi di reddito che famiglie e imprese si trovano ad affrontare quando un processo di aggiustamento diventa particolarmente lungo.

Preferiamo le small-cap alle controparti large-cap, che sono più sensibili all'andamento della ripresa interna stimolata dai progressi verso un vaccino che faciliti una riapertura duratura. I risultati del terzo trimestre hanno rivelato aspettative elevate per i titoli azionari avvantaggiati dalle restrizioni alla mobilità; a nostro parere il grado di miglioramento della performance operativa evidenziato nel 2020 sarà difficilmente raggiungibile nel 2021.

#### **Le basi più solide dell'Europa**

L'Europa sta attraversando un'ondata stagionale di COVID-19 che in molti Paesi ha indotto i politici a reintrodurre le restrizioni alla mobilità. Questo blocco delle prospettive di crescita a breve termine ci sembra ben compreso e ampiamente scontato dai mercati.



## Abbiamo una preferenza per le azioni dei mercati sviluppati non statunitensi, data la loro esposizione più ciclica.

Per il futuro, crediamo che l'Irlanda sia un buon indicatore anticipatore dei miglioramenti nella gestione del virus che ci aspettiamo di vedere in tutto il continente. La crescita dei nuovi casi sta diminuendo, come effetto ritardato delle restrizioni all'attività imposte dal governo prima di altri Paesi europei. Questo andamento ci riporta alla tesi dei mini-cicli del COVID-19 delineata in precedenza.

Abbiamo una preferenza per le azioni dei mercati sviluppati non statunitensi, data la loro esposizione più ciclica. Questa view è in parte dettata dal cambiamento radicale nelle politiche contro-cicliche europee rispetto a un decennio fa. Lo shock comune ha stimolato una maggiore coesione tra gli stati membri dell'Unione Europea, riducendo le prospettive di un prematuro inasprimento fiscale e monetario che aveva invece soffocato la ripresa dalla crisi finanziaria globale e, a sua volta, i rischi di coda politici.

Sebbene un passo indietro rispetto al 2020, i disavanzi di bilancio europei sono destinati a essere più ampi nel 2021 di quanto non siano mai stati nella ripresa successiva al 2009.

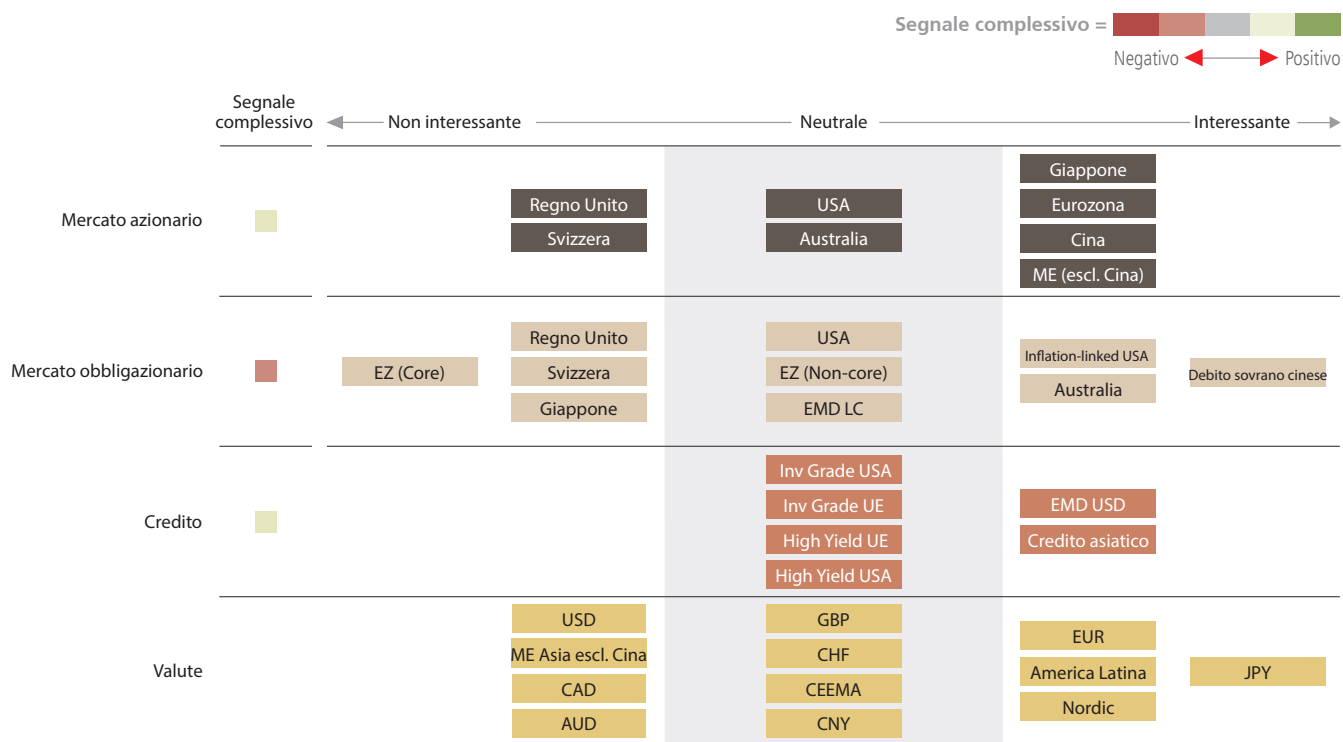
### **La forza degli emergenti**

La ripresa economica su ampia scala favorisce la sovraperformance dei mercati emergenti. Lo stesso vale per lo status relativo della ripresa economica cinese, in fase più avanzata rispetto a qualsiasi altra nazione. La resilienza del motore della produzione mondiale e il forte impulso al credito possono continuare a stimolare l'attività globale, purché la crescita complessiva dei finanziamenti sociali, delle importazioni e delle scorte non si attenui troppo bruscamente. Secondo la nostra view, questa influenza positiva è un grande vantaggio per le prospettive del mercato globale in generale, e per i mercati emergenti e altri asset prociclici in particolare.

Oltre alla citata attrattività del debito denominato in dollari alla luce degli spread attuali, favoriamo inoltre le valute dei mercati emergenti che hanno maggiore potenziale di recupero rispetto ad altri trade prociclici.



Figura 3: Asset class tradizionali e valute – al 6 novembre 2020<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Fonte: UBS Asset Management Investment Solutions Macro Asset Allocation Strategy team, al 6 novembre 2020. Le opinioni si riferiscono a un orizzonte di investimento di 3–12 mesi, non rispecchiano necessariamente l'effettivo posizionamento del portafoglio e sono soggette a variazioni.





La parola  
ai nostri esperti





Come prepararsi ad affrontare condizioni di mercato che si prospettano incerte?

In un'era di tassi più bassi più a lungo, i nostri gestori approfondiscono le opportunità che potrebbe offrire il 2021 in una prospettiva di reddito/rendimento.



# Dividendi per investitori a caccia di rendimento

In cerca di fonti di **reddito affidabili**



**Patrick Zimmermann**  
Head of Quantitative Investments



**Urs Raebسامen**  
Head of Investment Specialists, Systematic & Index Investments

Per gli investitori alla ricerca di reddito, la vita è diventata una sfida di investimento. Se i rendimenti delle obbligazioni di qualità accettabile languono, le strategie difensive basate sui dividendi possono offrire interessanti fonti alternative di reddito?

In un mondo di bassi tassi di interesse, e dopo anni di acquisti di attivi da parte delle banche centrali che hanno portato a rendimenti obbligazionari estremamente ridotti, molti cacciatori di rendimenti hanno spostato l'attenzione verso l'azionario, dove i dividend yield sono rimasti ampiamente in linea con un livello storico normalmente compreso tra il 2 e il 4%.

Pur offrendo la possibilità di partecipare ai rialzi del mercato, le azioni comportano anche il rischio di una perdita di capitale superiore a quella ritenuta accettabile da un tipico investitore obbligazionario in titoli ad alto rating.

Esistono comunque tre potenziali fonti di reddito azionario: dividendi, riacquisti di azioni e strategie di call overlay.

Vediamo qual è il loro ruolo nei portafogli azionari income.

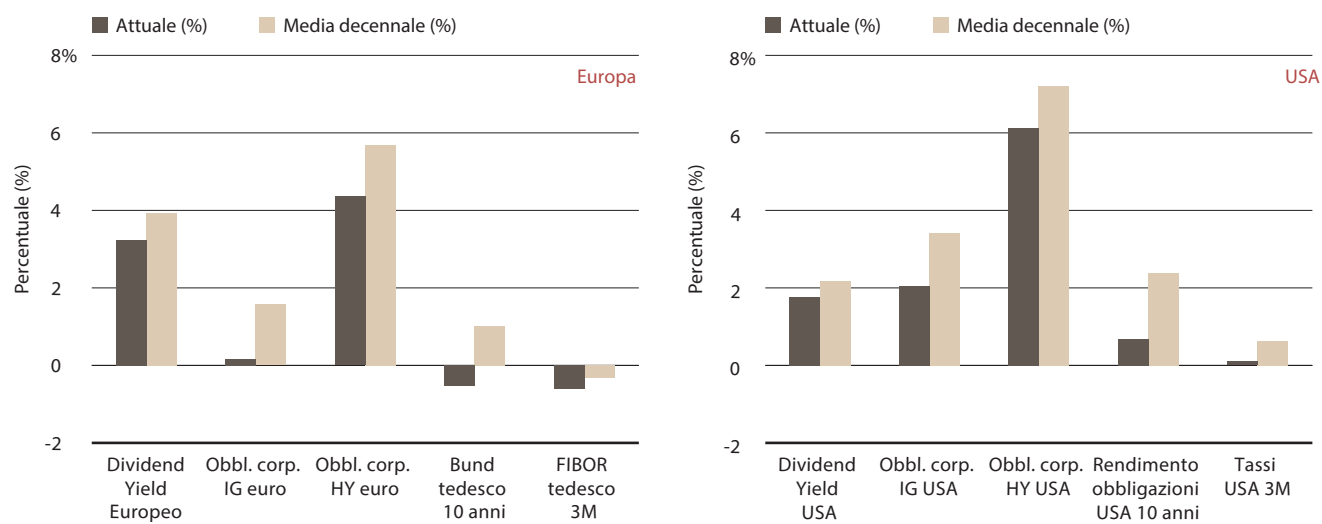
## **Il toolkit dell'investitore orientato al reddito**

Negli anni successivi alla Crisi finanziaria globale, molte società hanno ridotto i livelli di indebitamento e migliorato i bilanci accumulando significative riserve di liquidità. La crisi innescata dal COVID-19 ha indotto alcune di esse, in particolare diverse banche quotate nel Regno Unito, a tagliare o addirittura annullare i dividendi. Molte aziende li hanno invece mantenuti invariati e i livelli di yield hanno evidenziato una buona tenuta quando i listini sono scesi, diminuendo poi leggermente con la forte ripresa dei mercati.



Molti investitori a caccia di rendimento hanno spostato l'attenzione verso l'azionario, dove i dividend yield sono rimasti ampiamente in linea con un livello storico normalmente compreso tra il 2 e il 4%.

**Figura 4: Dividend yield azionari in linea con la media storica in Europa e negli Stati Uniti**



Fonte: FactSet, al 30 settembre 2020.



Per individuare i titoli con dividendi sostenibili, favoriamo una combinazione di criteri di selezione basati su azioni ad alto dividendo e di elevata qualità. L'aspetto qualitativo, in particolare, è misurabile valutando metriche quali, ad esempio, elevata redditività, bassa leva finanziaria, solida governance societaria e gestione del capitale umano, stabilità del prezzo del titolo e dimensioni. Crediamo che questa combinazione di criteri basati sui dividendi e sulla qualità possa portare a risultati migliori nel lungo periodo.

Un altro mezzo che ha consentito alle azioni di produrre interessanti livelli di reddito negli ultimi anni è il riacquisto azionario. Con i riacquisti, le società riducono il numero di azioni in circolazione e distribuiscono gli utili su un pool di azioni più ristretto, ottenendo quindi un utile per azione (EPS) più elevato.

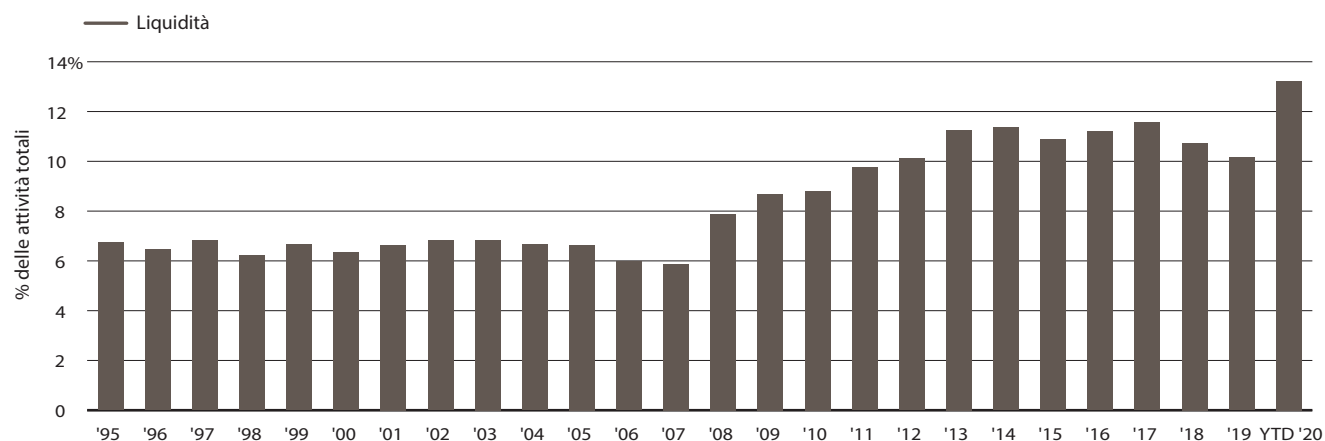
Molte aziende hanno mantenuto invariati i dividendi e i livelli di yield hanno evidenziato una buona tenuta quando i listini sono scesi.

A meno che non ci sia stato un drastico (e simultaneo) cambiamento nei fondamentali, se l'EPS aumenta dovrebbe aumentare anche il prezzo dell'azione – se il prezzo non aumenta, il P/E diminuirà. Per preservare la valutazione intrinseca della società, il prezzo dell'azione dovrebbe aumentare al fine di mantenere il P/E

ampiamente in linea con il suo livello precedente al riacquisto. Questo effetto è anche noto come "rendimento da buyback", ovvero l'aumento a lungo termine del prezzo dovuto ai riacquisti azionari.

Negli Stati Uniti i volumi di riacquisto hanno raggiunto il picco prima della correzione del mercato azionario dovuta al COVID-19 e da allora sono sensibilmente diminuiti. Essendo scesi anche gli utili, in media le società statunitensi si sono ispirate alla cautela e in molti casi hanno raccolto capitale sul mercato obbligazionario per migliorare la propria posizione di liquidità. Con la ripresa dell'economia e degli utili, i saldi di liquidità cumulativi si stanno riavvicinando ai livelli di picco e ciò dovrebbe consentire alle società di riavviare i programmi di riacquisto.

**Figura 5: Saldi di liquidità delle società statunitensi nel tempo**



Fonte: UBS US Equity & Derivatives Strategy/Bloomberg, al 30 settembre 2020.

### Reddito da overlay su opzioni

Le strategie di covered call overwriting prevedono la vendita sistematica di opzioni call a breve scadenza sui titoli in portafoglio. Chi vende un'opzione call percepisce un premio sull'opzione che va ad aggiungere un flusso di reddito al portafoglio, ma con il vantaggio aggiuntivo che vendendo opzioni call su un titolo la sensibilità al mercato del portafoglio e, di conseguenza, il rischio di downside contribuiscono a un profilo di rendimento più costante. A fronte del reddito e del livello aggiuntivo di protezione al ribasso, il call overlay riduce la partecipazione del portafoglio ai rialzi.

Il premio delle opzioni call è una funzione della volatilità implicita del portafoglio. Più è alto il livello della volatilità implicita, maggiore sarà il premio che si può percepire vendendo l'opzionalità. Dato che i livelli di volatilità sono in genere più elevati in tempi di

mercati sotto stress, la vendita di opzioni call fornisce solitamente livelli superiori di reddito nelle fasi di turbolenza dei mercati ribassisti.

Durante la correzione del mercato dovuta al COVID-19, il sensibile aumento dei premi delle opzioni ci ha consentito di realizzare circa il doppio del reddito normale, ponendo al tempo stesso i livelli di strike molto più in alto. In queste condizioni, se si verifica un rimbalzo aumenta in proporzione anche la partecipazione al rialzo.

Crediamo quindi che le azioni offrano ai cacciatori di rendimento un approccio di investimento con molteplici sfaccettature – dividendi, riacquisti di azioni e strategie di call overlay – per generare reddito. Essendo queste tre fonti complementari in termini di comportamento in diverse parti del ciclo, una combinazione dei tre approcci potrebbe dimostrarsi efficace per navigare attraverso il 2021 e ottenere il reddito che gli investitori stanno cercando.

Crediamo che le azioni offrano ai cacciatori di rendimento un approccio di investimento con molteplici sfaccettature – dividendi, riacquisti di azioni e strategie di call overlay – per generare reddito.

# Passi da gigante per le small-cap?

**Resilienza** in periodi di stress per l'economia



**Viara Thompson**  
Research Analyst,  
Pan-European Small  
& Mid Cap Equities



**David W. Sullivan**  
Investment Analyst,  
US Small Cap  
Growth Equities



**Kevin Barker**  
Head of Equity  
Specialists

Storicamente, le small-cap tendono a guidare l'uscita del mercato da una recessione. Per il 2021 gli investitori possono dunque aspettarsi maggiori opportunità dalle società a minore capitalizzazione?

I titoli delle small-cap hanno sottoperformato le large-cap nel periodo di turbolenza causato dal COVID-19<sup>1</sup>. Questa reazione è in linea con l'ultima correzione globale del 2008, quando le small-cap persero più delle large-cap per poi rimbalzare in modo più netto durante la ripresa (Figura 6). Nel lungo periodo le società a minore capitalizzazione hanno fornito rendimenti migliori e su un orizzonte a 20 anni l'indice MSCI All Country Small Cap ha sovraperformato l'MSCI All Country World del 2,3%<sup>2</sup> all'anno.

Mentre i mercati e le economie entrano progressivamente nella fase di ripresa post-COVID, crediamo che questo sia il momento giusto per considerare una maggiore esposizione verso le strategie small-cap.<sup>3</sup>

## **Perché investire in small-cap?**

Secondo Bloomberg, vi sono in media quattro analisti sell-side dedicati per ciascuna società small-cap, rispetto a una media di sedici analisti per ogni large-cap. I team di gestione con un maggior numero di risorse possono quindi sfruttare un sostanziale vantaggio informativo per riuscire a individuare opportunità di investimento interessanti.

Gli indici delle small-cap sono meno concentrati rispetto a quelli delle large-cap, infatti i 10 maggiori titoli dell'MSCI ACWI Small Cap Index corrispondono solo al 2% della capitalizzazione totale di mercato dell'indice, mentre le prime 10 società dell'indice MSCI ACWI rappresentano il 15,7%.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Fonte: MSCI al 30 settembre 2020. **Le performance passate non sono indicative di quelle future.**

<sup>2</sup> Fonte: MSCI al 30 settembre 2020. **Le performance passate non sono indicative di quelle future.**

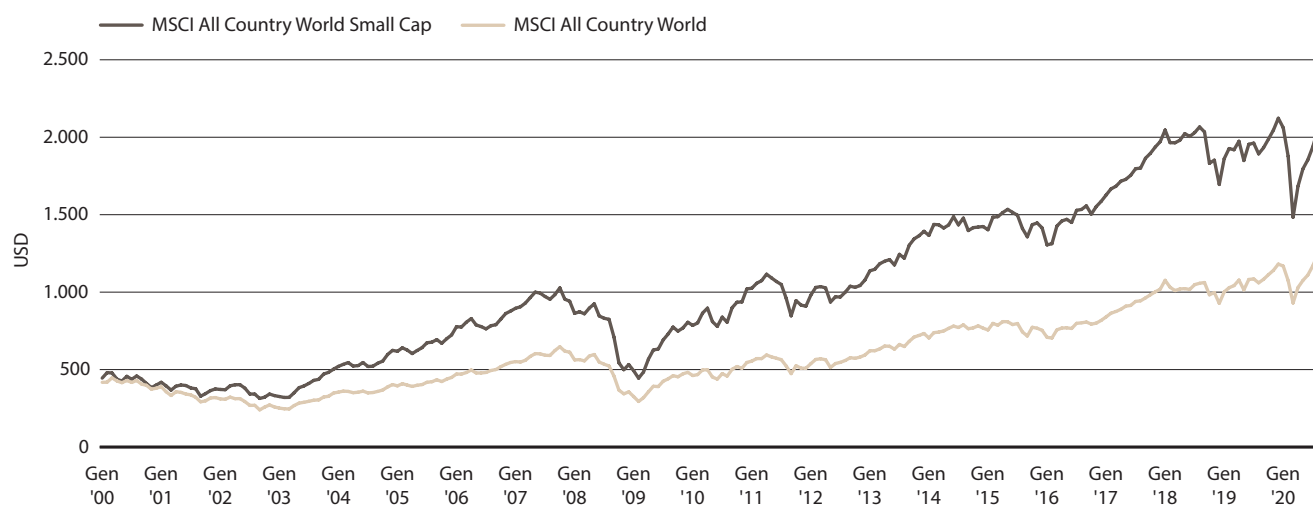
<sup>3</sup> MSCI riconduce le small-cap al 14% di società con il flottante più basso e le esclude dai propri indici standard.

<sup>4</sup> Fonte: MSCI al 30 settembre 2020.





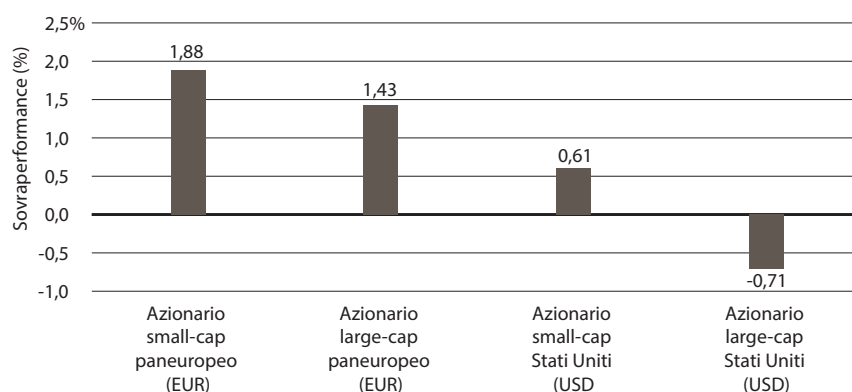
Figura 6: MSCI All Country World e MSCI All Country Small Cap (USD)



Fonte: Bloomberg LLC, MSCI. Dati al 30 settembre 2020.



**Grafico 7: Performance relativa del gestore mediano rispetto al benchmark per il periodo di cinque anni al 30 settembre 2020**



Fonte: eVestment, al 30 settembre 2020.

Questo significa che i gestori di small-cap hanno tipicamente un'active share più elevata rispetto ai gestori di large-cap.

La Figura 7 confronta la performance dei gestori di investimenti in small-cap e large-cap rispetto ai loro benchmark negli Stati Uniti e in Europa. Negli ultimi cinque anni il gestore mediano di small-cap ha sovraperformato il benchmark dell'1,9% in Europa e dello 0,6% negli Stati Uniti, mentre il gestore mediano di large-cap ha sovraperformato il benchmark dell'1,4% in Europa e ha sottoperformato dello 0,7%<sup>5</sup> negli Stati Uniti. Di conseguenza, la migliore performance del gestore, unita ai rendimenti complessivi superiori, incrementa il ritorno che gli investitori in small-cap possono realizzare nel lungo periodo.

Crediamo che questo sia il momento opportuno per valutare un aumento dell'esposizione verso le strategie small-cap.

#### **Le potenziali insidie di un investimento in small-cap**

Gli indici di small-cap hanno spesso un peso più elevato in settori ciclici come materiali e industriali, mentre gli indici di large-cap presentano tipicamente una maggiore ponderazione nell'IT e nei servizi di comunicazione. Questo vale in particolare negli Stati Uniti e, in misura minore, in Europa.

Generalmente le small-cap hanno anche un beta più elevato. Questa maggiore ciclicità è stata un fattore negativo nel 2020, ma in una prospettiva a più lungo termine la ciclicità e il beta più elevati rappresentano un elemento positivo per generare ritorni migliori.

Le questioni ambientali, sociali e di governance stanno diventando sempre più importanti per gli investitori e spesso è più difficile accedere ai dati delle società di minori dimensioni a causa della scarsa copertura fornita dai data provider, ma la situazione potrebbe iniziare a cambiare con la nuova regolamentazione nel 2021.

#### **Un punto d'ingresso interessante**

Chiaramente, l'attuale contesto degli utili è molto difficile per le società. Diventa quindi più problematico valutare le metriche a breve termine come i rapporti prezzo/utigli (P/E).

<sup>5</sup> Fonte: eVestment, al 30 settembre 2020.

Il P/E forward di 21,7 per le small-cap, rispetto a un P/E di 19,2 per l'MSCI ACWI, rispecchia la maggiore ciclicità degli utili per le società di minori dimensioni e gli utili compressi generati finora durante la recessione globale indotta dalla pandemia.

D'altro canto, con il progressivo passaggio delle economie alla fase di ripresa, la maggiore ciclicità dovrebbe determinare una crescita più rapida degli utili, giustificando quindi il maggiore P/E ratio a più breve termine.

Ci aspettiamo che l'attuale situazione di disruption faccia accelerare alcuni cambiamenti strutturali nel nostro modo di lavorare e consumare. Alcune mega-cap statunitensi sono considerate beneficiarie di tali cambiamenti, ma vi sono molte opportunità di investimento nelle small-cap che, rispetto alle controparti di maggiori dimensioni, si pongono come campioni di nicchia oppure hanno una maggiore esposizione verso temi di crescita strutturali.

Sebbene siano disponibili meno informazioni pubbliche sulle small-cap, le conoscenze accumulate nel tempo dagli investitori attraverso le numerose interazioni con le squadre di management sono difficilmente

replicabili e risultano estremamente valide per costruire performance sostenibili nel lungo periodo. Un gestore con una maggiore profondità di risorse ed esperienza potrà quindi avere un chiaro vantaggio competitivo.

La migliore performance del gestore, unita a rendimenti complessivi superiori, incrementa quindi il ritorno che gli investitori in small-cap possono realizzare nel lungo periodo.

# I trend che comprimono i rendimenti obbligazionari

Rendimenti reali ancora interessanti in Asia



**Charlotte Baenninger**  
Head of Fixed Income



**Hayden Briscoe**  
Head of Fixed Income, Asia Pacific

Per gli investitori obbligazionari interessati a un migliore ritorno del portafoglio, l'Asia può essere la chiave per trovare reddito in un contesto di bassi rendimenti?

L'era dei rendimenti obbligazionari negativi nei mercati sviluppati continua a essere fonte di sfide per gli investitori obbligazionari, con circa USD 15.000 miliardi<sup>1</sup> (equivalenti al 24% dell'universo del reddito fisso) di rendimenti attualmente pari a zero o inferiori.

Un recente studio di JPMorgan ha inoltre rivelato che il 76% di tutte le obbligazioni sovrane dei mercati emergenti ha un rendimento reale negativo.<sup>2</sup>

## Rendimenti più bassi più a lungo

Il trend dei rendimenti estremamente bassi nei mercati sviluppati sembra destinato a continuare per tre ragioni principali. Primo, con i tassi ufficiali delle banche centrali dei mercati sviluppati ormai giunti, o comunque prossimi, al loro limite inferiore, le obbligazioni governative a più lunga scadenza sono diventate uno strumento di politica

monetaria per i banchieri centrali, attualmente attivi lungo tutta la curva dei rendimenti.

Sebbene la Bank of Japan sia stata la prima ad attuare il controllo della curva dei rendimenti e a stabilire un obiettivo pari a zero per cento per le obbligazioni governative giapponesi (JGB) a 10 anni nel 2016, anche altre banche centrali come la Fed e la Reserve Bank of Australia probabilmente adotteranno misure simili, anche se sul tratto a breve della curva.

Data l'imponente espansione della politica fiscale in molti mercati sviluppati, i governi avranno la necessità di mantenere bassi i rendimenti obbligazionari. Per il prossimo futuro ci si può quindi aspettare che gli acquisti di obbligazioni dettati dall'allentamento quantitativo stimolino la crescita economica.

<sup>1</sup> Fonte: Bloomberg, Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index al 30 settembre 2020.

<sup>2</sup> Fonte: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-10-08/jpmorgan-says-real-yields-are-negative-for-31-trillion-of-bonds>

Gli investitori obbligazionari attivi possono azionare diverse leve, quali la gestione dei tassi di interesse, l'asset allocation e la selezione dei titoli, per cercare di ottenere ritorni interessanti nonostante i bassi rendimenti iniziali.

In secondo luogo, le banche centrali stanno cercando modi più creativi per portare l'inflazione, e le aspettative di inflazione, oltre il target. Se ci riusciranno, e se i rendimenti nominali sono ben ancorati, i rendimenti reali (al netto dell'inflazione) potrebbero scendere ancora più in basso.

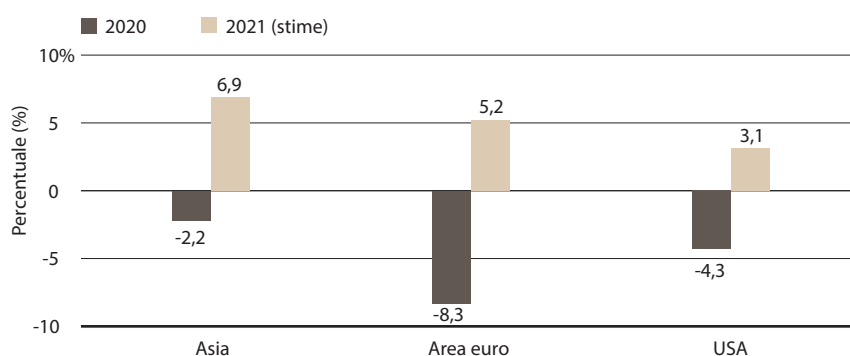
La Fed ha dichiarato di recente l'intenzione di mantenere i tassi a livelli molto bassi anche mentre i prezzi iniziano ad aumentare, per consentire all'inflazione di salire oltre il target. Probabilmente anche altre banche centrali dei mercati sviluppati seguiranno questo stesso percorso.

Le banche centrali si sono impegnate ad acquistare le obbligazioni governative e gli ETF, escludendo di fatto il capitale privato. Sebbene ultimamente abbiano ridotto gli interventi sui mercati delle obbligazioni societarie, il loro ruolo di market maker di ultima istanza potrebbe continuare. Inoltre, a causa dell'invecchiamento della popolazione nei Paesi sviluppati, l'aumento dei risparmi e della domanda di attivi a reddito fisso sta spingendo ulteriormente al ribasso i rendimenti.

Gli investitori obbligazionari attivi possono azionare diverse leve, quali la gestione dei tassi di interesse, l'asset allocation e la selezione dei titoli, per ottenere ritorni interessanti nonostante i bassi rendimenti iniziali.

Con i rendimenti tornati sotto lo zero e i livelli di reddito ormai scarsi, quali alternative rimangono agli investitori in cerca di rendimento nel 2021?

**Figura 8: Crescita del PIL per regione, confronto tra 2020 e 2021**



Fonte: FactSet – al 31 ottobre 2020.



Vediamo aree di opportunità nei mercati emergenti, dove solo il 17%<sup>3</sup> delle obbligazioni sovrane presenta rendimenti negativi al netto dell'inflazione.

### **L'Asia offre crescita...e rendimenti senza rivali**

In Asia molte economie sono già in modalità di ripresa, con la Cina a fare da apripista.

Questo dipende in buona misura dal fatto che i Paesi asiatici puntano a fornire una risposta su più livelli, che include il supporto al credito, lo stimolo fiscale e misure di contrasto della pandemia attentamente studiate.

Sul fronte della politica monetaria, i governi asiatici sono stati più restii a tagliare i tassi, aprendo un sostanziale margine di rendimento da sfruttare sui mercati high yield asiatici rispetto all'Europa e agli Stati Uniti.

Riteniamo che questa sia un'eccellente opportunità di investimento a fronte di rendimenti interessanti; gli investitori

possono inoltre beneficiare della compressione degli spread. L'high yield asiatico è anche meno esposto alle materie prime e ai consumi ciclici rispetto all'high yield europeo e statunitense.

### **La Cina continua a distinguersi**

Ma uno sguardo più approfondito sull'Asia rivela che il mercato obbligazionario cinese onshore rimane un'opportunità di spicco, in particolare le obbligazioni governative cinesi se si

## **Governi asiatici più restii a tagliare i tassi.**

considerano i rendimenti reali interessanti, la bassa correlazione con i mercati globali e il sostegno di uno dei pochi Paesi creditori netti rimasti al mondo. Crediamo quindi che si tratti di un tradeoff interessante tra rischio e rendimento.

I rendimenti delle obbligazioni governative cinesi hanno raggiunto i minimi nel secondo trimestre 2020. Tuttavia la Cina sta ora riducendo l'espansione del credito e viste le difficili prospettive per l'economia globale il suo rapido tasso di crescita potrebbe rallentare a partire da metà 2021. Riteniamo inoltre probabile che le autorità cinesi decideranno di tagliare i tassi nel secondo semestre del 2020.

### **Focus sull'Asia per il 2021**

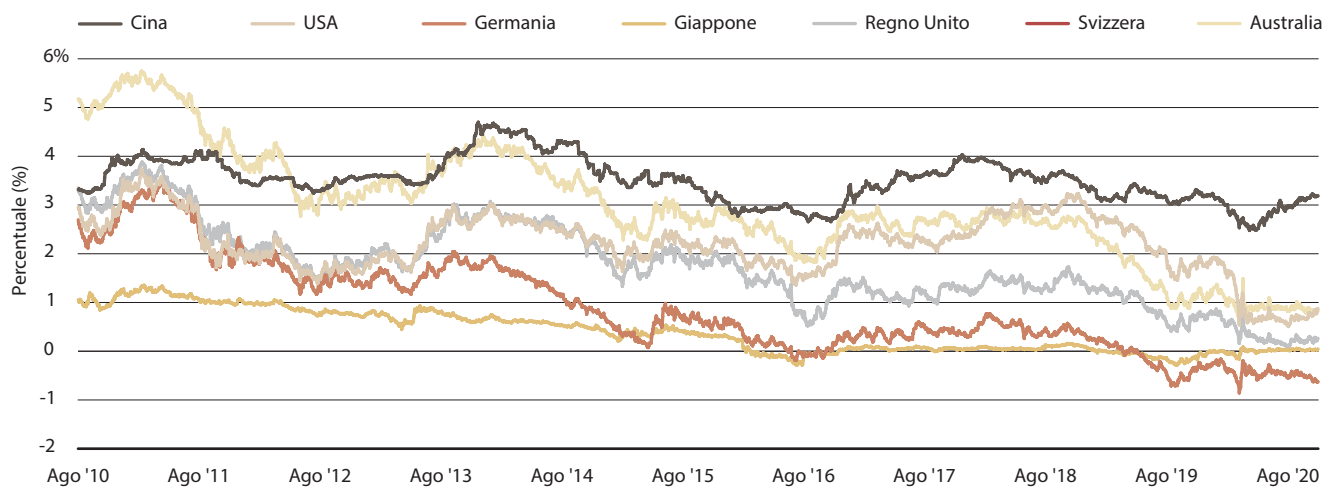
Questi segmenti dell'universo del reddito fisso asiatico, in rapida crescita, sono solo due delle numerose opportunità di rendimento presenti in Asia.

Un'allocazione asiatica può fornire un'esposizione verso una regione destinata a mettere a segno un rimbalzo nel 2021, nonché rappresentare un posizionamento strategico a lungo termine ora che l'Asia inizia ad affermarsi come principale driver della crescita mondiale.

<sup>3</sup> Fonte: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-10-08/jpmorgan-says-real-yields-are-negative-for-31-trillion-of-bonds>



Figura 9: Rendimenti nominali del debito sovrano a 10 anni, agosto 2010-agosto 2020



Fonte: Bloomberg, a fine settembre 2020.

# In cerca di rendimento con gli hedge fund

Gli hedge fund multi-strategia come **sostituto del reddito**



**Kevin Russell**  
Chief Investment  
Officer, O'Connor

La volatilità che abbiamo osservato quest'anno sui mercati ha segnato il ritorno in auge degli hedge fund multi-strategia. Ma come sono stati generati questi rendimenti e quali sono le opportunità strutturali per gli investitori in cerca di rendimento?

I mercati finanziari globali sono polarizzati. Da una parte ci sono gli ottimisti che danno per certa una risoluzione della crisi del COVID-19 entro la metà del 2021 e si aspettano una politica fiscale espansiva in tutto il mondo. All'interno di questa coorte, le discussioni vertono spesso sul potenziale di sovraperformance dei titoli value, ma anche sulla possibilità che i rischi inflazionistici causino l'irripidimento delle curve dei rendimenti, sia negli Stati Uniti che nell'Eurozona. Dall'altra parte c'è il gruppo dei "più bassi più a lungo", secondo cui le problematiche strutturali che pesano sull'inflazione e la crisi dovuta al virus non si risolveranno prima del 2022. Questa coorte continua a concentrarsi su titoli orientati alla crescita secolare che beneficiano di un contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse.

Come spesso accade, la verità starà a nostro avviso nel mezzo di questi due estremi. Riteniamo infatti che le azioni, i fattori (attributi comuni dei titoli da cui dipendono i diversi profili di rendimento e di rischio) e i tassi di interesse potrebbero restare all'interno di un range definito, anche se molto più volatile di quanto visto negli anni precedenti al 2020.

Pur non escludendo la presenza di pressioni inflazionistiche e tassi di interesse più elevati, siamo consapevoli che, nell'attuale contesto caratterizzato da tassi di interesse nominali ai minimi storici, è necessario concentrarsi sulla costruzione di un portafoglio in grado di prosperare in un contesto di bassi tassi di interesse. In questo modo, quando gli investitori inevitabilmente ci chiedono dove trovare reddito per i propri

**Figura 10: Performance degli ultimi cinque anni – azioni e high yield rispetto alla volatilità**

	<b>Rendimento complessivo (%)</b>	<b>Volatilità media a 21 giorni (annualizzata) (%)</b>
S&P 500 Index	72,0	14,5
Bloomberg Barclays US High Yield Bond Index	35,6	3,7

Fonte: Bloomberg LLC. Dati al 30 ottobre 2020.

portafogli, siamo in grado di consigliare soluzioni alternative capaci di offrire i risultati auspicati.

Molte strategie alternative, in particolare quelle absolute return come gli hedge fund multi-strategia, offrono un profilo rischio/rendimento che riflette più fedelmente, rispetto alle azioni, un’allocazione a una strategia di tipo income o creditizia, come le obbligazioni high yield.

Ciò deriva dalle caratteristiche generali degli hedge fund che entrano sul mercato: coprono quasi integralmente il rischio di beta, di settore e di fattore, e sfruttano le discrepanze di valore e le inefficienze dei mercati azionari e creditizi globali. Sempre più spesso gli investitori se ne rendono conto e chiedono classi di azioni a distribuzione dei proventi per integrare l’idea della sostituzione del rendimento consentendo alla strategia di offrire un reddito corrente.

Inoltre, i mandati flessibili e le più estese gamme di prodotti a disposizione dei gestori patrimoniali alternativi hanno

permesso di allocare il capitale a segmenti dei mercati del credito che banche e broker-dealer sono stati costretti ad abbandonare a causa delle pressioni normative.

#### **Due aree di rendimento potenziale**

Due aree che potrebbero essere fonte di enorme valore e in cui rileviamo opportunità strutturali per gli investitori in cerca di rendimento sono il credito privato e i finanziamenti commerciali. Anche se inevitabilmente ciò comporta una riduzione della liquidità degli investitori e un minimo aumento della

complessità, siamo convinti che questi rischi possano essere gestiti e che gli investitori possano essere remunerati adeguatamente dall’ulteriore carry ottenuto e, spesso, anche dalla possibilità di credit enhancement rispetto a strategie creditizie più liquide. A nostro avviso gli investitori dovrebbero continuare ad aumentare le proprie allocazioni al credito privato nei prossimi anni e riteniamo che i finanziamenti commerciali si evolveranno rapidamente mediante la cartolarizzazione, diventando una soluzione alternativa per molti investitori in cerca di reddito con una duration corta.

Due aree che potrebbero essere fonte di enorme valore e in cui rileviamo opportunità strutturali per gli investitori in cerca di rendimento sono il credito privato e i finanziamenti commerciali.

# La sfida del reddito

Alla ricerca di **rendimento nei portafogli multi-asset**



**Nicole Goldberg**  
Head of Growth  
Portfolios,  
Investment Solutions



**Lou Finney**  
Co-Head of Strategic  
Asset Allocation  
Modeling



**Michele Gambera**  
Co-Head of Strategic  
Asset Allocation  
Modeling

Le banche centrali hanno spinto i tassi di interesse ai minimi storici nel tentativo di ridare slancio alla ripresa economica durante la pandemia. Ma gli investitori potranno soddisfare la loro ricerca di rendimento all'interno di portafogli multi-asset diversificati nel 2021?

Data la flessione dei rendimenti obbligazionari ormai in corso da diversi decenni nelle economie avanzate, gli investitori si trovano di fronte a un nuovo dilemma, ossia l'impossibilità di trovare rendimenti reali positivi e privi di rischi a livello ex ante. Dal momento che generare reddito resta una priorità per gli investitori, queste circostanze hanno determinato la necessità di ripensare le offerte di investimento per soddisfare tali mutate esigenze.

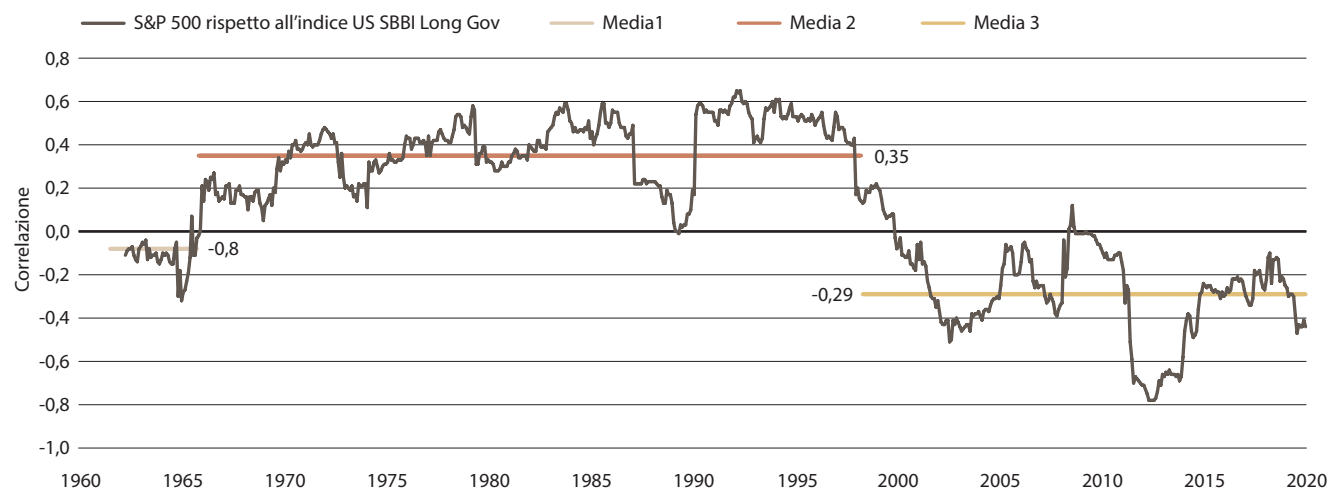
Oltre a questa sfida, i titoli di Stato potrebbero essere indotti a offrire gli stessi benefici di diversificazione degli ultimi due decenni, in cui hanno esibito una forte correlazione negativa con i mercati azionari. In questo modo,

strutture di portafoglio semplici e tradizionali hanno potuto esibire una volatilità più contenuta che, a sua volta, aumenta il rendimento geometrico.

Con i tassi di interesse in pratica arrivati a questo limite inferiore, questo rapporto potrebbe diventare nel tempo meno solido e affidabile. Nel breve periodo, nel corso dei prossimi trimestri, ci aspettiamo che questa correlazione negativa del 2020 persista. Con la continua ripresa dell'economia, riteniamo che le quotazioni azionarie dovrebbero salire e i tassi di interesse dovrebbero progressivamente aumentare. Se invece dovesse verificarsi un altro shock, i tassi USA a 10 anni potrebbero scendere fino allo 0,2% e ci

**Figura 11: Correlazione tra azioni e obbligazioni in termini di rendimenti complessivi nominali**

Valori a 36 mesi rolling : S&P 500 con US SBBI Long Gov



Fonte: Morningstar Direct. Analisi di UBS Asset Management. Dati ad agosto 2020

aspettiamo che soprattutto le obbligazioni statunitensi a lungo termine offrano un qualche tipo di copertura nelle fasi di sell-off.

Un'accelerazione sostenuta dell'inflazione, tale da spingere in territorio positivo la correlazione fra azioni e obbligazioni, rappresenta il rischio maggiore per i portafogli tradizionali che utilizzano le obbligazioni come copertura primaria nelle fasi ribassiste dei mercati azionari.

Un rischio più probabile per i portafogli è che il livello ridotto dei tassi di interesse statunitensi e la vicinanza al limite zero determinino una correlazione tra azioni e obbligazioni sempre più vicina allo zero, creando una situazione in cui questo asset "sicuro" non sarebbe più in grado di offrire un rendimento significativo né una diversificazione sufficiente.

#### **Asset alternativi in grado di offrire diversificazione**

L'attuale contesto di mercato evidenzia la necessità di adottare un approccio multi-asset più flessibile per cogliere opportunità di reddito superiore.

Consigliamo pertanto di considerare anche soluzioni alternative di diversificazione durante la costruzione di portafogli multi-asset, soprattutto mercati privati nel caso sia possibile allentare le limitazioni di liquidità (e soddisfare i requisiti di investimento di questi fondi privati). Gli investimenti alternativi illiquidi – private equity, immobili, hedge fund e infrastrutture – non offrono solo i vantaggi della diversificazione, ma possono essere strutturati anche in modo da realizzare un reddito interessante, anche se variabile.

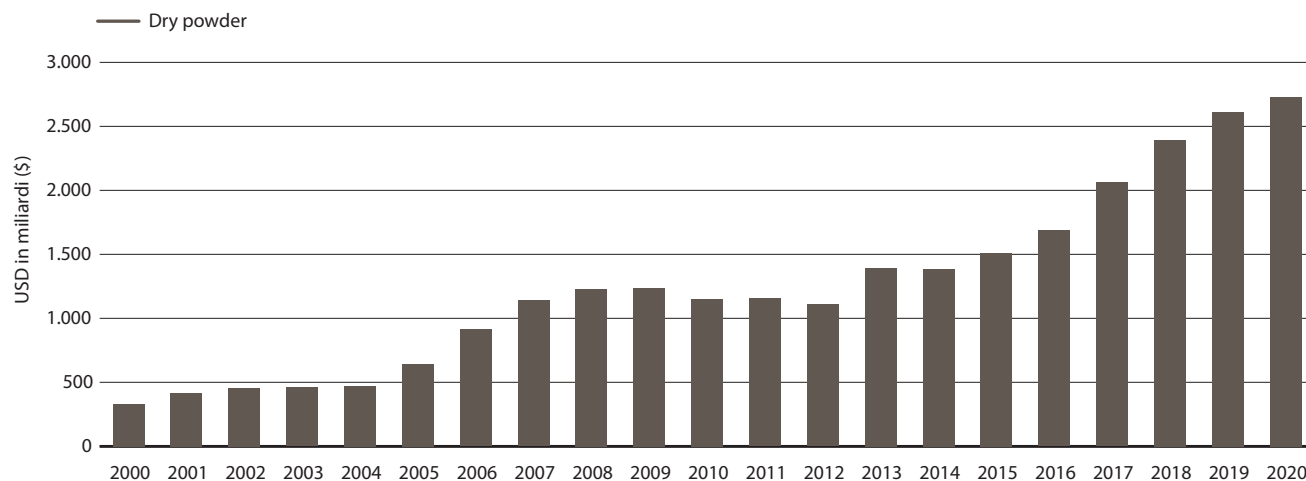
azioni quotate; gli immobili non soggetti a leva finanziaria sono una via di mezzo tra le azioni e le obbligazioni; i mercati dei titoli di debito privati hanno TIR lievemente superiori ai rendimenti dell'high yield<sup>1</sup>. Anche se gli investimenti alternativi non sono immuni alle pressioni di un mondo caratterizzato da rendimenti ridotti, ci aspettiamo che continuino a offrire anche in futuro un premio di rendimento rispetto ad altri asset rischiosi.

Con la continua ripresa dell'economia, riteniamo che le quotazioni azionarie dovrebbero salire e i tassi di interesse dovrebbero progressivamente aumentare.

In linea di massima, gli investimenti alternativi hanno offerto rendimenti risk-adjusted interessanti e possono aiutare gli investitori a costruire portafogli migliori. In un orizzonte di lungo periodo, il private equity offre tassi interni mediani di rendimento superiori a quelli delle

<sup>1</sup> Database di Prequin al 31 dicembre 2019.



**Figura 12: Dry powder (capitale non richiamato ma impegnato) in mld di USD**

Fonte: Preqin. Dati per il 2020 fino a settembre.

### Maggiori capitali nel private equity

Ad oggi sono già notevoli gli afflussi di capitale verso il private equity, che copre un gran numero di mercati di nicchia e strategie, tendenzialmente ripartite in tre categorie: strategie orientate alla crescita/al rendimento, strategie basate su titoli di debito e strategie basate su risorse naturali. Piani pensionistici statali, fondi di dotazione e fondi sovrani stanno progressivamente incrementando le proprie allocazioni agli investimenti alternativi. Oggi il dry powder complessivo, ossia l'ammontare del capitale non richiamato ma impegnato, ha superato i 2.500 miliardi di dollari, in aumento di oltre 1.000 miliardi di dollari negli ultimi quattro anni.

Storicamente gli investimenti immobiliari sono sempre stati una fonte di rendimenti stabili nel tempo, agendo al contempo da strumento di riduzione del rischio nei portafogli, data la loro ridotta volatilità e bassa correlazione con le asset class tradizionali. Di conseguenza, ci aspettiamo rendimenti costanti intorno al 5% per gli immobili non soggetti a leva finanziaria,

con la maggior parte del rendimento proveniente dal reddito e un apprezzamento modesto del capitale. Un altro vantaggio degli investimenti immobiliari è che possono fungere da strumento di copertura dall'inflazione. Se l'inflazione dovesse salire e attestarsi in maniera costante sopra il 2%, ci aspettiamo performance migliori dagli investimenti immobiliari rispetto ad altre asset class.

**Se l'inflazione dovesse salire e attestarsi in maniera costante sopra il 2%, ci aspettiamo performance migliori dagli investimenti immobiliari rispetto ad altre asset class.**

### Infrastrutture private – reddito

Oltre a offrire una fonte di reddito stabile, le infrastrutture private sono apprezzate anche per le loro basse correlazioni storiche con i mercati tradizionali. Come il private equity, le infrastrutture rappresentano una strategia di investimento del flusso di

cassa, ma ci sono differenze sostanziali nella tipologia di investimento, nel periodo di payout e nella performance attesa per cui risultano diverse dal private equity "tradizionale". Inoltre, le infrastrutture si differenziano a livello di fondamentali, nel senso che si tratta sempre di progetti fisici e ad alta intensità di capitale, non si tratta di software o servizi. Necessitano di

esborsi iniziali importanti in termini di capitale, hanno payout più lunghi ma più stabili e prevedono la partecipazione dello Stato a causa della natura pubblica dell'investimento. In un certo senso, si tratta di un investimento di private equity a "beta ridotto".

**Figura 13: Rischio e rendimento: trend storici e prospettive<sup>2</sup>**

		Performance storica a 10 anni (%)	Performance attesa a 5 anni secondo UBS (%) <sup>3</sup>
<b>Asset quotati</b>			
Azioni globali – senza copertura		8,5	7,2
Reddito fisso IG aggregato globale – con copertura		3,9	0,2
Liquidità USA		0,6	0,3
<b>Investimenti alternativi</b>			
Private Equity	Private Equity USA		8,2
	Private Equity Globale	12,2	9,5
Real estate globale	Immobili non soggetti a leva finanziaria	9,7	5,8
	Fondi core	10,8	6,2
	Fondi a valore aggiunto/opportunistici	14,1	6,7
Hedge Funds	Bassa volatilità		4,0
	Alta volatilità	3,6	4,7
Infrastrutture	Infrastrutture globali	10,3	6,2

Note: I rendimenti futuri prospettici degli investimenti alternativi sono al netto di commissioni e alpha. Commissioni: 1,7% per il private equity, 0,9%-1,1% per il real estate, 1,0% per gli hedge fund, 1,2% per le infrastrutture.

Data la domanda di investimenti infrastrutturali privati una volta che ci saremo lasciati alle spalle il COVID-19, riteniamo che quest'area rimarrà con tutta probabilità resiliente e interessante per gli investitori in futuro.

Dopo i torridi anni Novanta e Duemila, i rendimenti degli hedge fund sono scesi intorno al 5% negli anni Dieci del XXI secolo. Per il futuro ci aspettiamo

rendimenti altrettanto modesti, ma la loro attrattiva come strumento di diversificazione e fonte di rendimenti asimmetrici non dovrebbe essere a rischio. Storicamente, i portafogli di hedge fund ben strutturati hanno sempre offerto una ridotta esposizione in termini di beta ai mercati azionari e obbligazionari e, di conseguenza, meritano di essere considerati come investimenti per i propri portafogli.

<sup>2</sup> Fonte di rendimenti storici: azioni globali dall'Indice MSCI ACWI senza copertura in USD (fino a settembre 2020). Obbligazioni globali dall'Indice Bloomberg Barclays Global Aggregate con copertura in USD (fino a settembre 2020). Liquidità dall'indice FTSE 1-Month US Treasury Bills (fino a settembre 2020). PE da Cambridge Associates (fino a marzo 2020). Immobili non soggetti a leva finanziaria dall'indice NCREIF Property (fino a giugno 2020). Fondi core dall'indice NCREIF Fund ODCE (fino a giugno 2020). Hedge fund dall'indice HFRI Fund Weighted Composite (fino a settembre 2020). Infrastrutture dalla media dei TIR mediani del database di Preqin per il periodo 2008-2017.

<sup>3</sup> I calcoli di UBS dei rendimenti attesi a 5 anni sui mercati dei capitali sono basati sui mercati attuali e sulle aspettative di UBS in termini di inflazione, crescita e andamento dei tassi di interesse. Il risultato viene poi sovrapposto alla valutazione di UBS di fair value e reversione, oltre che alla rapidità di reazione del mercato. A questo punto vengono estrapolati i diversi settori dei mercati dei capitali.

# La spesa infrastrutturale come strumento per ridare slancio all'economia?

Un universo investibile **in continua crescita**



**Declan O'Brien**  
Head of  
Infrastructure  
Research and  
Strategy



**Alex Leung**  
Analyst, Research &  
Strategy  
Infrastructure (North  
America, Asia)

Con le ingenti spese per le infrastrutture in programma nei prossimi 20 anni, il settore delle infrastrutture private subirà un'impennata di popolarità?

Quest'anno, con la pandemia e la volatilità dei mercati azionari globali che hanno fatto scendere i tassi di interesse, gli investitori si sono resi conto della necessità di diversificare i propri investimenti alla ricerca di asset ad alto rendimento in grado di offrire una fonte di reddito stabile.

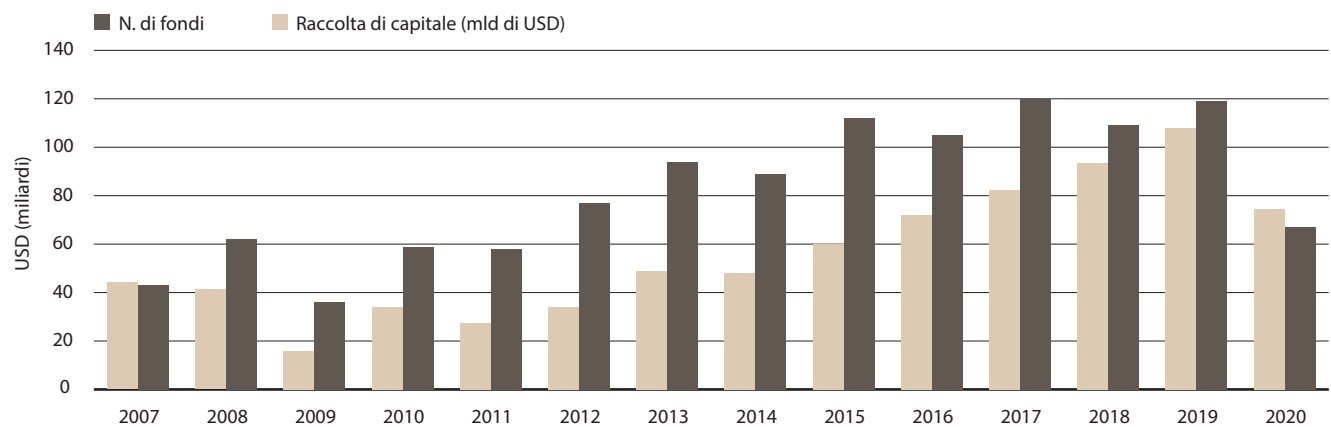
A dispetto delle circostanze straordinarie di questo 2020, il settore delle infrastrutture private non ha perso tempo. Nei primi nove mesi dell'anno il settore ha raccolto 74 miliardi di dollari USA (cfr. Figura 14) e potrebbe chiudere il 2020 a livelli record. Con l'universo delle infrastrutture in crescita a livello globale, riteniamo che l'asset class sia in una buona posizione per offrire il flusso

di reddito a lungo termine ricercato dagli investitori, in particolare con i migliaia di miliardi di dollari di investimenti necessari a livello globale per i progetti infrastrutturali.

La relativa stabilità degli investimenti infrastrutturali è diventata particolarmente interessante nelle fasi di volatilità dei mercati quotati. Inoltre, gli eventi meteorologici estremi hanno evidenziato la necessità di energia pulita affidabile e a basso costo, soprattutto dato il costante miglioramento delle condizioni economiche dei business delle energie rinnovabili (cfr. Figura 15 a pag. 34). La volatilità dei prezzi delle materie prime ha invece pesato sull'industria dei combustibili fossili.

L'asset class è in una buona posizione per offrire il flusso di reddito a lungo termine ricercato dagli investitori, in particolare con i migliaia di miliardi di dollari di investimenti necessari a livello globale per i progetti infrastrutturali.

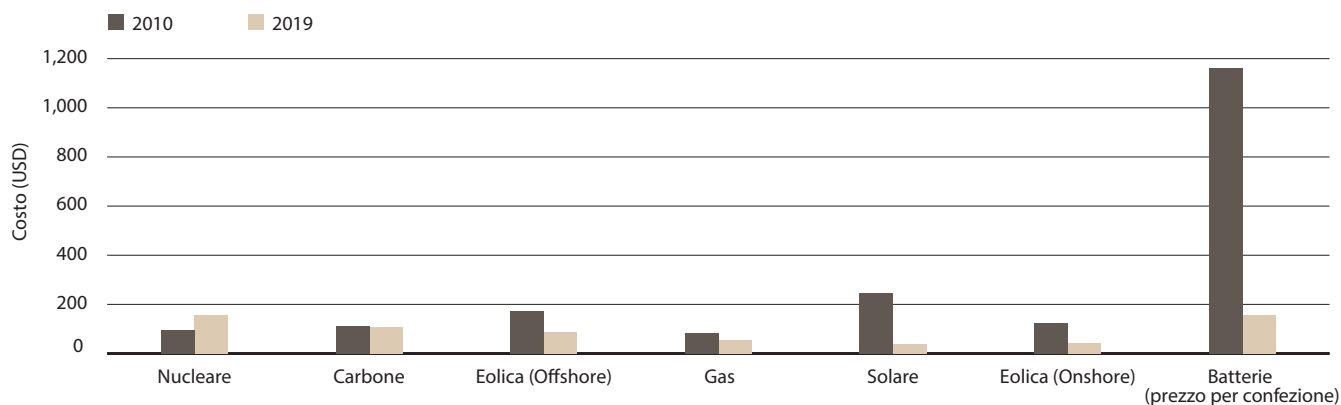
**Figura 14: Infrastrutture private: previsioni di raccolta quasi a livelli record per quest'anno**



Fonte: Preqin, novembre 2020



**Figura 15: Energie rinnovabili e batterie sono diventate competitive a livello di costi**



Fonte: Bloomberg, Analisi di Lazard sul costo livellato dell'energia - edizione 13.0, ottobre 2020.  
 Nota: Costo livellato dell'energia (LCOE) (USD/MWh) per le energie rinnovabili; prezzo per confezione (USD/KWh) per le batterie

L'attuale crisi economica ha fornito ai Paesi la rara opportunità di poter premere il pulsante di reset e ristabilire le priorità dei propri obiettivi di sviluppo a lungo termine. La spesa infrastrutturale è una misura collaudata per ridurre la disoccupazione e far ripartire economie stagnanti. Ma a differenza dei pacchetti di incentivi per lo sviluppo infrastrutturale del passato, la prossima ondata di investimenti si concentrerà probabilmente sulla gestione delle problematiche ambientali, sociali e di sostenibilità.

Ad esempio, in questo periodo il piano di investimenti del Green Deal europeo da 1.000 miliardi di euro ha assunto un'importanza ancora maggiore, non solo come strumento per far fronte ai cambiamenti climatici ma anche per rilanciare le economie locali. Il piano d'azione dell'UE prevede che l'Europa diventi neutrale dal punto di vista climatico entro il 2050, investendo in energia verde, trasporti, edifici ad alta

efficienza energetica e altre tecnologie ecocompatibili. Ciò offre opportunità enormi data l'entità degli investimenti necessari.

L'UE riconosce che il settore pubblico non è in grado di sostenere l'intero onere della decarbonizzazione e utilizzerà una garanzia di bilancio per consentire alla Banca Europea per gli Investimenti (BEI) e ad altri partner di investire in progetti a più alto rischio, incoraggiando al contempo gli investimenti privati (il cosiddetto "crowding-in").

Negli Stati Uniti, le politiche del neopresidente Joe Biden potrebbero contribuire ad aumentare gli investimenti in infrastrutture ecologiche. Il suo piano per il clima da 2.000 miliardi di dollari, destinato a investimenti nei settori edilizia, elettricità e trasporti ecologici, creerà milioni di nuovi posti di lavoro. Tuttavia, se i Repubblicani manterranno il controllo del Senato dopo i ballottaggi di gennaio, probabilmente questi piani non saranno approvati. A nostro parere, comunque, gli investitori possono essere ancora abbastanza ottimisti, poiché in realtà

**La spesa infrastrutturale è una misura collaudata per ridurre la disoccupazione e far ripartire economie stagnanti.**

Le telecomunicazioni sono un altro settore che è stato oggetto di particolare attenzione durante la pandemia. La rete Internet ad alta velocità ha permesso il telelavoro e la didattica a distanza.

il tema delle energie rinnovabili beneficia di un sostegno bipartisan maggiore rispetto a quanto danno a intendere le prime pagine dei giornali. Ad esempio, è proprio negli Stati rossi come il Texas e l'Oklahoma che si concentra la maggiore produzione di energia eolica degli Stati Uniti, mentre gli Stati in bilico come l'Arizona e il Nevada vantano la produzione di energia solare più elevata. Entrambi i partiti sono quindi incentivati a raggiungere un accordo.

Le telecomunicazioni sono un altro settore che è stato oggetto di particolare attenzione durante la pandemia. La rete Internet ad alta

velocità ha permesso il telelavoro e la didattica a distanza. Tuttavia, le aree rurali e i distretti a basso reddito hanno in genere un accesso limitato alla rete Internet ad alta velocità e durante i lockdown sono stati di fatto privati di questi servizi essenziali.

In un recente sondaggio dell'Internet Innovation Alliance, il 90% degli intervistati incoraggia l'utilizzo da parte del Congresso dei fondi federali per l'ampliamento dell'infrastruttura della rete Internet a banda larga in aree attualmente prive di accesso e l'88% promuove un incremento del sostegno del Congresso a coloro che al momento non hanno accesso alla rete Internet a

banda larga per ragioni economiche. La prossima ondata di investimenti nelle infrastrutture di telecomunicazione dovrà quindi cercare di colmare il divario digitale in essere tra le diverse comunità.

In prospettiva futura, è chiaro che i mega-trend della transizione energetica e della trasformazione digitale non si esauriranno a breve e che le infrastrutture rappresentano un investimento ideale per avere esposizione a questi temi di lungo periodo. Il settore delle infrastrutture private, dotato di riserve di liquidità per oltre 200 miliardi di dollari USA, avrà probabilmente un ruolo importante nella prossima ondata di investimenti infrastrutturali.

# A caccia di risultati sostenibili

La maggiore regolamentazione **potrebbe essere fonte di opportunità**



**Susan Hudson**  
Head of Regulatory  
Management

In che modo è destinato a cambiare nei prossimi mesi il contesto normativo e cosa comportano tali cambiamenti per l'allocazione del capitale?

## La regolamentazione influenzerà l'agenda degli investimenti sostenibili?

*Susan Hudson*

Sempre più spesso, gestori patrimoniali, investitori e autorità di regolamentazione considerano i rischi di sostenibilità una potenziale fonte di rischio finanziario. Per questo motivo alcuni gestori patrimoniali hanno iniziato a integrare considerazioni di carattere ambientale, sociale e di governance (ESG) nei propri processi di investimento, non solo per soddisfare le esigenze dei clienti ma anche per riconoscere i vantaggi finanziari e di altra natura degli investimenti sostenibili (SI).

In qualità di gestori patrimoniali operanti su larga scala, riteniamo che i mercati dei capitali contribuiranno in ultima analisi ad affrontare queste sfide.

Ci aspettiamo che i migliori rendimenti arriveranno probabilmente dal capitale allocato alle società più preparate alla transizione verso un futuro sostenibile a lungo termine, evitando invece di investire sulle società meno pronte in tal senso.



**Michael Baldinger**  
Head of Sustainable  
and Impact Investing

# I governi si concentrano sulla definizione di quadri e standard di informativa per il settore finanziario affinché si tenga conto della sostenibilità nelle decisioni di investimento.

## **Il contesto normativo**

Per rispondere alle minacce poste dai rischi di sostenibilità, governi e autorità di regolamentazione nazionali si concentrano sulla definizione di quadri e standard di informativa per il settore finanziario affinché si tenga conto della sostenibilità nelle decisioni di investimento.

Le Nazioni Unite hanno preso l'iniziativa con l'Accordo di Parigi delle Nazioni Unite adottato il 16 novembre 2016 e approvato da 125 Paesi, che comprende l'Agenda 2030 dell'ONU per lo sviluppo sostenibile. Adottata da 193 Paesi, l'agenda generale non si occupa solo dei cambiamenti climatici ma si concentra anche sullo sviluppo economico, sociale e ambientale.

Tra le altre iniziative figurano la task force sulle comunicazioni di informazioni di carattere finanziario relative al clima del Financial Stability Board, i Principi per l'Investimento Responsabile delle Nazioni Unite e le misure adottate dal

Regno Unito e dalla Francia in materia di stewardship e principi "rispetta o spiega" che incoraggiano le società ad aumentare il livello di informativa. È evidente che i governi hanno iniziato ad affrontare questo problema in maniera sempre più seria e Hong Kong, Singapore, Germania, Svizzera, Spagna, Canada e Stati Uniti stanno esaminando la questione più in dettaglio.

## **Investimenti sostenibili nell'UE**

Ma è l'Unione Europea la prima giurisdizione ad aver iniziato a definire nuove linee guida.

Nel 2018, nell'ambito del Piano d'Azione per il Finanziamento della Crescita Sostenibile, l'UE ha lanciato un programma in 10 punti per riorientare i flussi di capitale, imporre agli istituti finanziari requisiti per tenere conto dei rischi di sostenibilità e incoraggiare le società a trasmettere maggiori informazioni sulla sostenibilità sulla base di metriche efficaci e di un orientamento a lungo termine.

L'UE intende incoraggiare gli investimenti in attività sostenibili e il nuovo regime informativo è finalizzato ad aumentare la trasparenza e dare agli investitori la possibilità di confrontare i prodotti e i risultati di sostenibilità.

Oggi tutte le imprese dell'UE sono libere di definire gli investimenti sostenibili come meglio credono. Tuttavia, dal 10 marzo 2021, le società di investimento saranno tenute a classificare le proprie offerte in base alla capacità e alla modalità di integrare la sostenibilità sulla base dei nuovi standard pubblicati lo scorso novembre nel Regolamento sull'Informativa di Sostenibilità dei Servizi Finanziari (SFDR).

Per determinati prodotti, classificati in base agli articoli 8 e 9 dell'SFDR, le imprese di investimento devono illustrare le modalità di promozione delle caratteristiche ambientali o sociali ovvero le modalità di investimento in attività sostenibili.





All'inizio questa informativa sarà di alto livello e basata solamente su principi. Successivamente, sarà ulteriormente migliorata una volta entrate in vigore le norme tecniche di regolamentazione dell'SFDR e introdotti nuovi requisiti in materia di comunicazione di informazioni non finanziarie sulle attività sostenibili. Attualmente, ci aspettiamo questi sviluppi a partire dal 2022.

#### **Principali novità**

- Le case di investimento che commercializzano prodotti ESG nell'UE dovranno riferire in merito agli investimenti sostenibili utilizzando le categorizzazioni e le definizioni dell'UE,
- collaborando con le società per richiedere informative più precise sulle attività sostenibili.
- Le società di dati cercheranno di colmare il divario mediante la mappatura dei valori esistenti in base ai requisiti dell'UE.

- Con l'aumento dei dati disponibili presso le società, l'informativa rispetto alle caratteristiche e alle attività sostenibili è destinata a diventare una metrica utile a fine comparativo per alcuni prodotti.
- Non è ancora chiaro in che modo le altre giurisdizioni sfrutteranno il lavoro svolto dall'UE per farsi un'idea della situazione.

Secondo un'indagine condotta dal Board dell'International Organization of Securities Commissions (IOSCO, aprile 2020), sono in corso più di 12 iniziative in tutto il mondo sui principi e i quadri in materia di informativa.

La frammentazione rimane un rischio a breve termine ed evidenzia la necessità di maggiore chiarezza e allineamento. Nell'aprile 2020, la IOSCO ha deciso di istituire una Task Force per la Sostenibilità con il mandato di promuovere la trasparenza e la protezione degli investitori, comprese le informative "utili nei processi decisionali".

Ciò sarà accolto con favore dagli emittenti, dagli investitori e dalle autorità di regolamentazione e contribuirà a uniformare nel tempo il panorama degli investimenti.

Le case di investimento devono illustrare le proprie modalità di promozione delle caratteristiche ambientali o sociali ovvero le modalità di investimento in attività sostenibili.

## Da ESG a SDG: orientamento ai risultati

Michael Baldinger

*Cosa implica per la nostra strategia di investimento l'impegno assunto dall'Unione Europea a favore di un'economia neutrale in termini di emissioni di carbonio entro il 2050? I mercati dei capitali stanno per subire una trasformazione radicale?*

Il cambiamento di mentalità richiesto agli investitori dai nuovi standard normativi dell'UE per la finanza sostenibile è a dir poco rivoluzionario a nostro avviso. Non solo è naturalmente in grado di accelerare il passaggio agli investimenti sostenibili, ma segnala anche un cambiamento fondamentale in termini di approccio di investimento.

Abbiamo già citato in precedenza il passaggio dell'ESG dall'essere un "nice to have" a un "must have". Ciò che i nuovi quadri normativi segnalano è la necessità che gli investitori facciano un ulteriore passo avanti. L'integrazione dei fattori ESG è ormai scontata, mentre si ravvisa l'esigenza di investire con impatti misurabili e risultati allineati agli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDG).

### Obiettivi della Tassonomia dell'UE

Per illustrare questo punto è utile fare riferimento agli obiettivi della Tassonomia dell'UE, descritta come " ... uno strumento per aiutare gli investitori, le società, gli emittenti e i promotori di progetti a promuovere la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio, resiliente ed efficiente sotto il profilo delle risorse"<sup>1</sup>. Oltre a cercare di definire un "sistema di classificazione unificato" per le attività economiche sostenibili, la Tassonomia mira anche a promuovere risultati sostenibili in tutto lo spettro ESG.

Per essere incluso nella Tassonomia dell'UE, un investimento deve prima di tutto soddisfare la definizione di "sostenibile" della normativa<sup>2</sup>.

In generale si intende:

- Un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, in maniera misurabile. Ad esempio, incidendo in maniera quantificabile su un impiego più efficiente e positivo della terra e dell'acqua.
- Un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale. Ad esempio, lottando contro le disuguaglianze o investendo in comunità economicamente o socialmente svantaggiate.
- Un'impresa oggetto di tali investimenti che sia caratterizzata da prassi di buona governance per quanto riguarda "strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali".

Ma gli obblighi derivanti dalla Tassonomia non si esauriscono tanto facilmente. Le attività ammissibili dal punto di vista tassonomico devono anche:

- Contribuire in modo sostanziale ad almeno uno dei sei obiettivi ambientali predefiniti, ossia:
  - Mitigazione dei cambiamenti climatici
  - Adattamento ai cambiamenti climatici
  - Uso sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine
  - Transizione a un'economia circolare, prevenzione e riciclaggio dei rifiuti
  - Prevenzione e controllo dell'inquinamento
  - Protezione degli ecosistemi sani
  - Evitare di causare danni significativi (DNSH) ai restanti obiettivi
- Soddisfare le garanzie sociali minime, ad esempio, i Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani.

Le ultime linee guida UNPRI per gli investimenti responsabili potenziano questo approccio, esortando gli investitori a puntare ai risultati piuttosto che a ridurre al minimo i rischi nel portafoglio. La maggior parte dei firmatari delle linee guida UNPRI si è impegnata a rispettare i principi da oltre un decennio. Nelle ultime linee guida è dato per scontato che i firmatari siano già al passo con l'integrazione e che ora debbano compiere ulteriori progressi<sup>3</sup>.

### Implicazioni normative

Questa rimodulazione del panorama normativo e politico ha implicazioni fondamentali sulla crescita dell'ESG e l'allocatione del capitale. Come ha riassunto PWC nel suo ultimo report "The Growth Opportunity of a Century" (2020):

"... la crescente pressione legislativa e normativa ha calamitato l'attenzione sull'ESG e potrebbe avere massimo impatto sull'accelerazione del passaggio a un modello di investimento sostenibile. Con lo sviluppo del contesto normativo, le società non sostenibili perderanno capitali e i settori non conformi saranno di conseguenza penalizzati."

### Uno spostamento di flussi

Gli effetti di questo cambiamento sono già rispecchiati dai flussi: in base a una ricerca di UBS dello scorso luglio, la nuova raccolta netta (NNM) di SI Focused Funds aveva raggiunto i 124 miliardi di dollari USA su un totale di 196 miliardi di dollari USA di NNM del settore complessivo. Il prossimo passo sarà la realizzazione dell'impatto positivo generato da quel capitale. Ciò rappresenterà una delle maggiori opportunità di trasformazione per le economie, le società e l'ambiente.

<sup>1</sup> TEG, Rapporto finale sulla Tassonomia dell'UE, pag. 2.

<sup>2</sup> Regolamento (UE) 2019/2088 Articolo 2, comma 17.

<sup>3</sup> <https://www.unpri.org/sustainable-development-goals/investing-with-sdg-outcomes-a-five-part-framework/5895.article>

# Cogliere le opportunità offerte dall'IA

Intelligenza artificiale e settore degli investimenti



**Bryan Cross**  
Head of Quantitative  
Evidence and Data  
Science (QED)

Grazie alle sue capacità trasformative, a partire dal 2021 l'Intelligenza Artificiale (IA) potrebbe mettere direttamente a disposizione di gestori di portafoglio e analisti idee di investimento fondamentali. Siamo pronti per l'IA?

Nel frastuono della mensa all'ora di pranzo, si sentiva nell'aria che erano in arrivo importanti scoperte. 1950: al Los Alamos National Laboratory – il luogo dove, in nome della Guerra Fredda, si erano riunite le menti più brillanti dell'Occidente – non era in corso la solita pausa pranzo.

Anche se a quell'ora era normale fare scoperte nell'ambito della fisica delle particelle o dell'energia da fusione, quel giorno il brusio non era dovuto al pollo alla Kiev.

Tre menti brillanti erano all'opera per dare risposta a una delle grandi domande esistenziali della vita: *siamo soli nell'universo?*

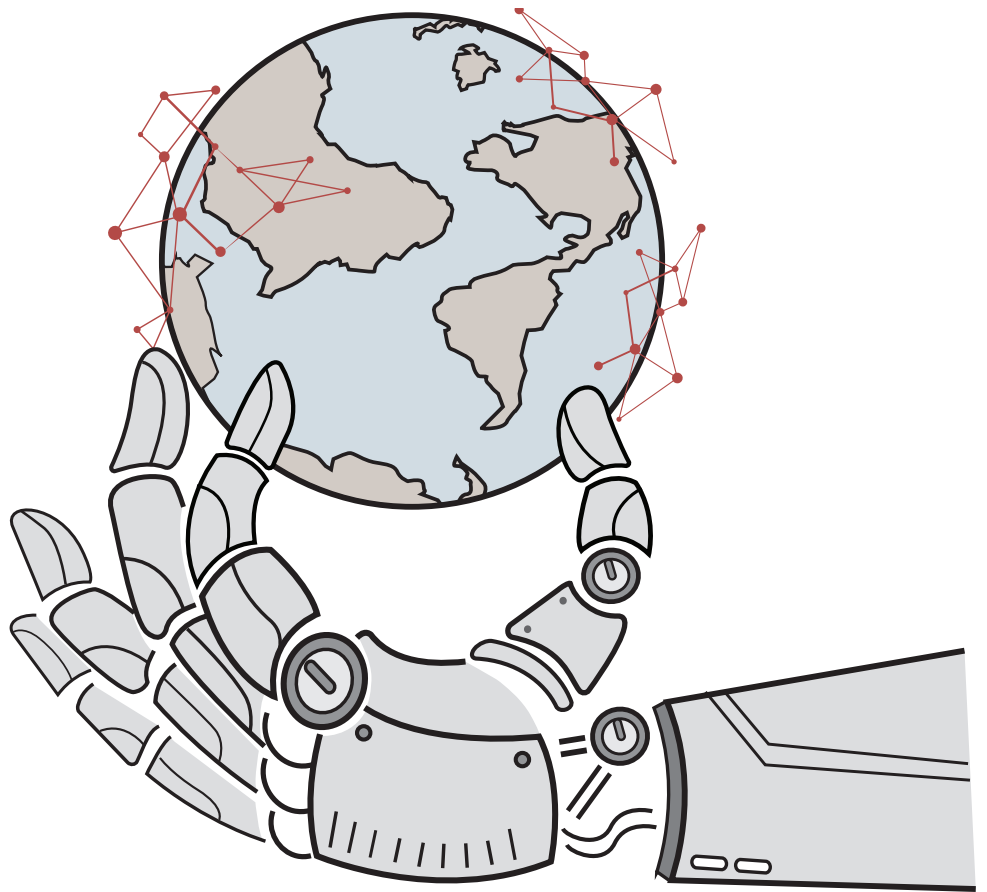
I partecipanti al Progetto Manhattan scarabocchiavano calcoli sui tovaglioli, discutendo e interrogandosi:

- Quante stelle ci sono nell'universo?
- Quante sono come il Sole per la Terra?
- Quante hanno dei pianeti?
- Quante hanno pianeti abbastanza vecchi da trasmettere informazioni fino alla Terra?

In quel momento frenetico cominciò a radunarsi una folla di persone, dato che in molti erano a conoscenza delle recenti segnalazioni di avvistamenti di UFO nelle vicinanze.

Infine, tra un calcolo e l'ultimo sorso di Coca-Cola, la matematica non lasciò spazio a dubbi – deve esserci vita extraterrestre intelligente nell'universo – una conclusione ovvia data la vastità dell'universo.

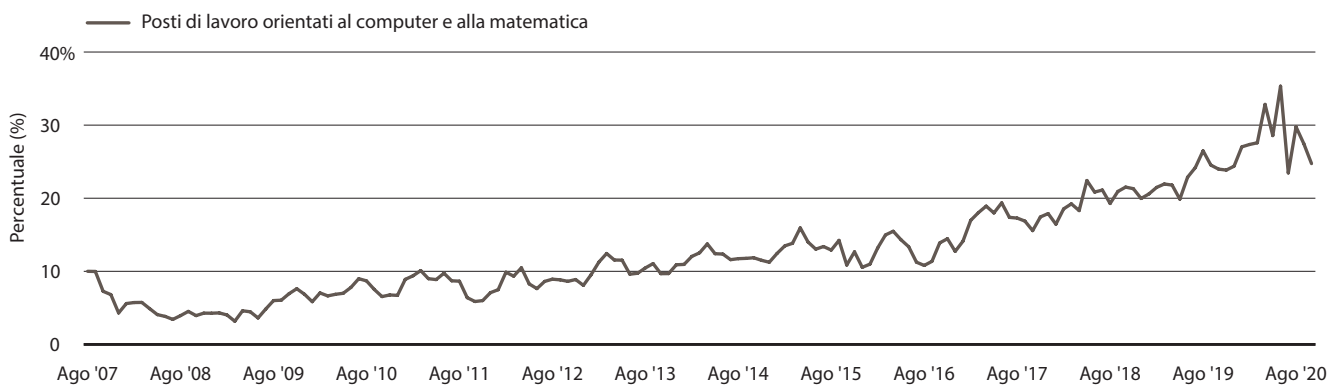




**BAM!** La mano di un fisico italo-americano dell'Università di Chicago colpì a quel punto il tavolo. L'“architetto dell'era nucleare” era turbato, la conclusione non aveva senso per Enrico Fermi che obiettò: “Ma allora dove sono tutti?”

La contraddizione tra la certezza matematica e la totale assenza di prove è diventata nota come il Paradosso di Fermi: se la vita extraterrestre intelligente è una conclusione tanto ovvia, allora dov'è?

**Figura 16: Quota di posti di lavoro nel settore finanziario orientati a computer/matematica**



Fonte: Linkup. Dati al 1° ottobre 2020.

### **Il sogno di un investitore – un Buffett computerizzato in ogni team**

Proprio come quegli scienziati che guardavano alle stelle in cerca di indizi di vita intelligente, il mondo degli investimenti ha guardato per decenni ai computer e ai metodi quantitativi in cerca di indizi di un'Intelligenza Artificiale che contribuisse a migliorare il processo decisionale. Ma dopo decenni, la finanza si trova di fronte a un paradosso analogo a quello di Fermi.

Gli investitori sognano in maniera ricorrente di avere a disposizione una versione di Warren Buffett guidata dall'intelligenza artificiale in ogni team di investimento, una versione dotata di tutte le qualità positive ma priva di tutti i pregiudizi negativi e gli errori comportamentali che sono "preinstallati" in ogni essere umano.

L'entusiasmo per la costruzione di un sistema informatico tanto rivoluzionario per la selezione degli investimenti ha portato a investire miliardi di dollari in appositi sistemi e nell'assunzione di titolari di dottorati di ricerca di grande intelligenza.

Nel mondo della finanza, la quota di posti di lavoro basati sulla matematica o l'utilizzo del computer è quasi quadruplicata dalla Grande crisi finanziaria.

### **Ma la maggior parte degli asset gestiti in maniera attiva è ancora di natura non quantitativa**

A dispetto di tutti gli investimenti, dei decenni di documenti accademici, dei sistemi informatici e dei risultati degli investimenti quantitativi, la stragrande maggioranza degli asset gestiti in maniera attiva è ancora di natura non quantitativa.

I tradizionali gestori attivi sostengono che le tecniche quantitative non sono abbastanza orientate sul lungo termine e mettono in dubbio che un portafoglio diversificato possa davvero sapere qualcosa sul "rischio" di una società.

I professionisti delle tecniche quantitative risponderebbero a queste obiezioni con un'analisi di backtesting di lungo periodo o con i ragionamenti che ne derivano, tecniche statistiche forse errate, affermando: "Non è ovvio che le tecniche quantitative sono superiori agli investimenti basati su osservazioni ed euristica?"

Le due scuole di pensiero sono apparentemente opposte e negli ultimi sette decenni non sono quasi mai riuscite a trovare un punto di incontro.

Anche se alcune tecniche quantitative fanno ormai parte della gestione del rischio o dell'attività di screening delle azioni, oggi gli esseri umani non sono ancora affiancati da un analista dell'IA che li aiuti a prendere decisioni di investimento migliori. Perché no?

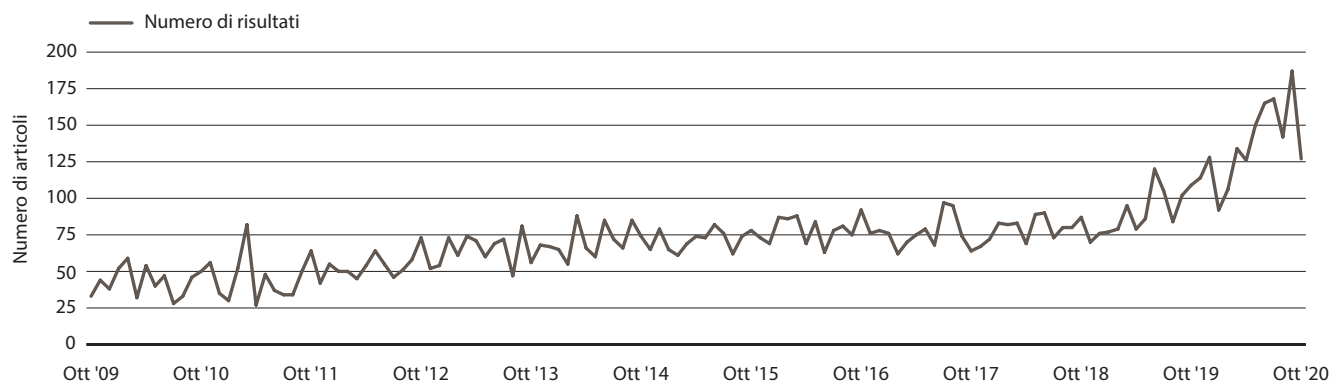
Se la ricerca sugli investimenti condotta da esseri umani fosse potenziata dall'apporto di un ricercatore junior specializzato in IA, si potrebbe sfruttare il meglio dei due mondi.

Un team di questo tipo combinerebbe il pensiero complesso e orientato al lungo termine di un essere umano con il processo decisionale evidence-based, quantitativo e imparziale dell'IA.

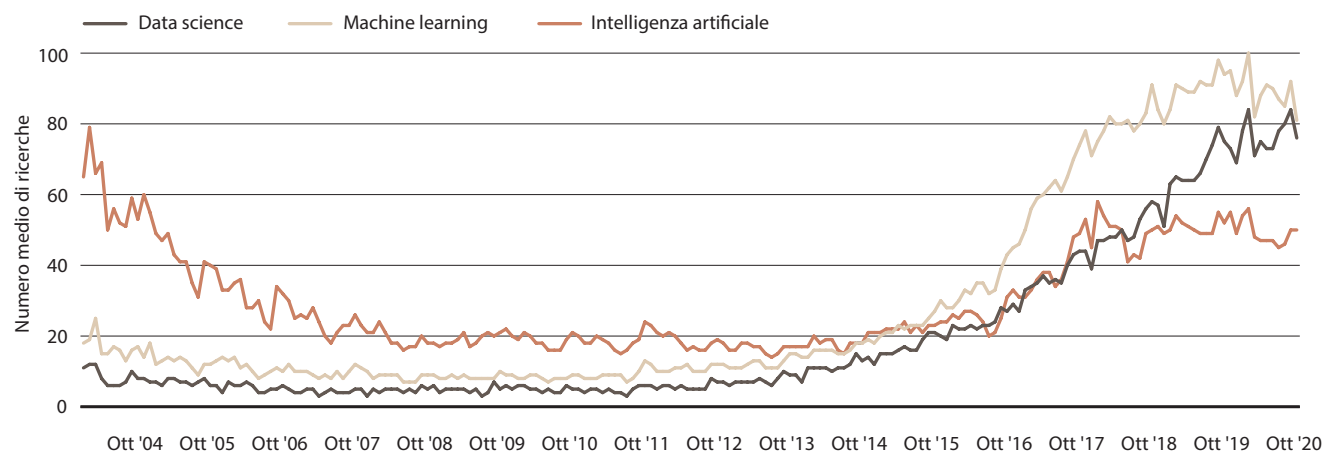


Oggi gli esseri umani non sono ancora affiancati da un analista dell'IA che li aiuti a prendere decisioni di investimento migliori. Perché no?

Figura 17: Conteggio medio semestrale degli articoli sulla "Finanza quantitativa"



Fonte: Arvix. Dati a ottobre 2020.

**Figura 18: Media mobile a 6 mesi del numero di ricerche nelle tendenze di Google**

Fonte: Google. Dati a ottobre 2020.

Far affiancare gli esseri umani dall'IA per effettuare ricerche sugli investimenti sembra un obiettivo tanto ovvio da indurre a investire ingenti risorse in questo progetto: ma dove sono gli analisti degli investimenti dell'IA? Per risolvere questo paradosso, dobbiamo ripensare al modo in cui la finanza si avvicina all'uso dell'IA.

### **Finora l'obiettivo di integrare l'IA non è stato raggiunto perché è l'obiettivo stesso a essere sbagliato**

In una scena cult del film Jurassic Park, ormai un meme, il matematico Ian Malcolm riflette ad alta voce sul fatto che gli scienziati "erano così preoccupati di poterlo fare che non hanno pensato se lo dovevano fare".

Questo è emblematico dello stato della ricerca sull'IA e, in particolare, della sua applicazione alla finanza quantitativa. Tutti hanno tanta smania di dimostrare

di essere "all'avanguardia" da non riflettere sul modo di applicare correttamente l'IA.

Le tendenze di ricerca illustrate nella Figura precedente dimostrano quanto sia diffusa l'abitudine di fare qualcosa di "fantasioso" piuttosto che costruire qualcosa di rivoluzionario nel modo giusto.

Nella finanza quantitativa, questa tendenza si è manifestata nell'uso eccessivo (e potenzialmente improprio) di dati alternativi insieme al machine learning.

Piuttosto che pensare alle soluzioni a lungo termine del problema, c'è una smania di superarsi reciprocamente nell'uso di dati di nicchia per adottare soluzioni specifiche per l'utilizzo cui sono destinate.

Di conseguenza, l'alpha stesso è momentaneo e le applicazioni non possono essere adottate in maniera

generalizzata a un'ampia gamma di problemi di investimento. Inoltre, il settore è pieno di storie di buone intenzioni che non vengono adottate nel tradizionale flusso di lavoro degli investimenti.

### **Allineare l'IA al modo di pensare degli investitori è la chiave del progresso**

Se ci si ferma a riflettere su cosa rende grande un investitore, in genere non è un processo specifico per un'attività di nicchia che differenzia gli investitori che passano alla storia da coloro che beneficiano semplicemente di un colpo di fortuna.

Data la complessità e la costante evoluzione a cui sono soggetti i mercati e i contesti in cui operano, i migliori investitori sono per natura generalisti. Adottano modelli mentali e sono in grado di applicarli a ripetizione.



## Il punto di vista di un Premio Nobel

Robert Merton, vincitore nel 1997 del Premio Nobel per l'Economia per aver definito un nuovo metodo per determinare il valore dei derivati.

### **L'Intelligenza Artificiale (IA) sta facendo progredire in maniera rapida molti settori in tutto il mondo. Fino a che punto trasformerà i servizi finanziari?**

“Nel fintech ci sono pochi dubbi: ‘È solo questione di tempo. Prima saremo migliori dell’analista medio, poi saremo migliori dei migliori analisti’. Questa convinzione deriva da un modello che dà piena fiducia alla tecnologia. Io sostengo, anzi sono quasi certo, che la tecnologia da sola non è affidabile. Nei servizi finanziari sono necessarie competenza e affidabilità. La Silicon Valley valorizzerà coloro che hanno costruito nel tempo competenza e fiducia – non gli ruberà di certo il lavoro. La persona di cui ci fidiamo può usare la tecnologia per proiettarsi verso un pubblico più vasto. Ecco perché il fintech da solo o la tecnologia da sola non sostituirà il ruolo svolto dai consulenti finanziari.”

*In un'epoca d'incertezza, è difficile capire cosa è vero e cosa non lo è. UBS Nobel Perspectives affronta le questioni che definiscono la nostra realtà, andando dritto al punto, e propone la più grande biblioteca di contenuti delle interviste a Premi Nobel. Per saperne di più entra a far parte della community e resta aggiornato sulle ultime notizie e gli eventi. <https://www.ubs.com/microsites/nobel-perspectives/en/latest-economic-questions.html>*

Gli investitori non si limitano ad apprendere i fatti, ma studiano modelli e sistemi che possano essere inseriti tra gli strumenti a loro disposizione per utilizzarli quando necessario.

La complessità computazionale è bassa e l'obiettivo è assegnare un handicap a tutti i possibili risultati – per scontare il mercato implicito, non per fare previsioni. Riflettono sugli investimenti che offrono payout asimmetrici da un punto di vista probabilistico mediante calcoli rapidi e semplicistici.

Per costruire un'IA che possa essere adottata con successo nel mondo degli investimenti, è necessario progettare la macchina in modo che sia allineata ai compiti cognitivi dei grandi investitori.

### **Quantitative Evidence and Data Science (QED) sta lavorando al miglioramento dell'approccio all'IA**

All'interno di UBS-AM, il team denominato QED ha adottato un approccio in cui il principio guida è

l'attenzione ai flussi di lavoro degli investitori: l'obiettivo è capire quali sono le attività degli investitori per aiutarli a costruire il mosaico degli investimenti semplificando il processo decisionale.

Nei prossimi anni, il team QED dedicherà sempre più tempo alla generalizzazione di questi flussi di lavoro e alla loro combinazione con l'euristica (tecniche di problem solving per utilizzare in generale metodi basati sul principio di prova ed errore, oltre che metodi autodidattici) per trarre conclusioni in materia di investimenti.

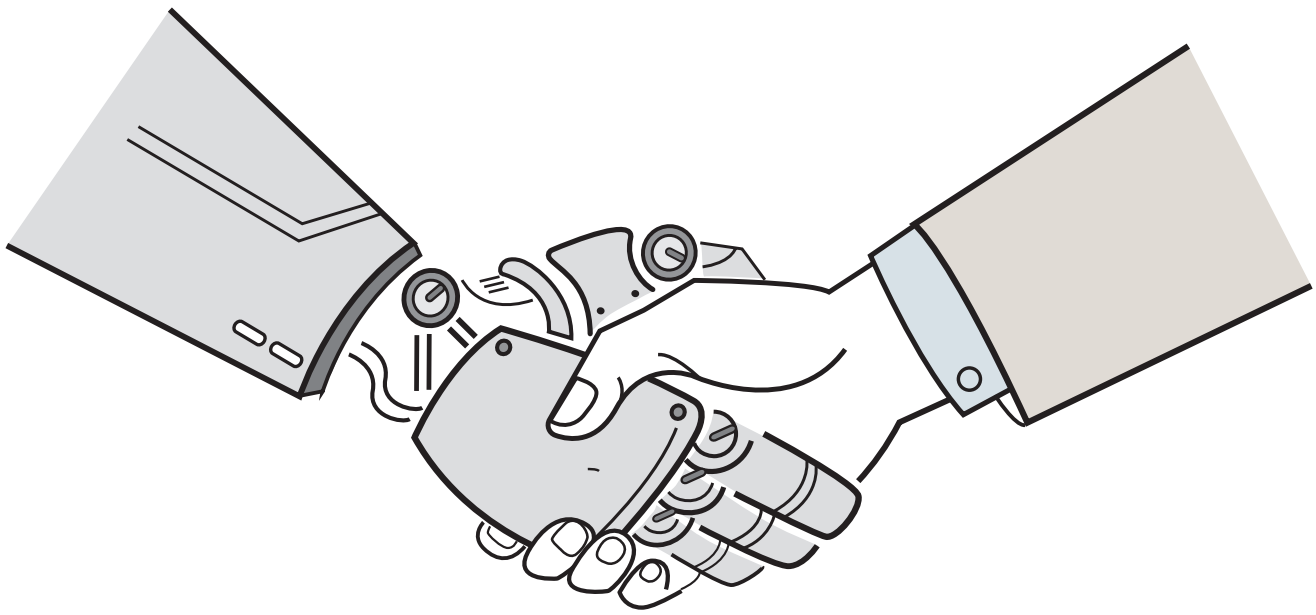
L'obiettivo è creare una forma di Intelligenza Artificiale Generale (AGI) che possa utilizzare il ragionamento per identificare e applicare modelli mentali nascosti a problemi nuovi e poi, in ultima analisi, arrivare a una raccomandazione di investimento.

Dopo essersi dedicato all'allineamento delle macchine ai flussi di lavoro reali degli investitori, il prossimo anno il team

QED si concentrerà sulla generalizzazione di questi flussi di lavoro in modo che alla fine la macchina sia in grado di fornire raccomandazioni di investimento reali.

Anche se quest'obiettivo potrebbe sembrare troppo ambizioso, il processo per raggiungerlo è il modo migliore per far entrare la scienza nel processo di investimento fondamentale.

In questo percorso verso la costruzione di un'AGI, si incontrano inevitabilmente problemi le cui soluzioni potranno poi essere applicate direttamente nei flussi di lavoro degli investimenti.



### **I mercati restano un'opera dell'uomo**

Questo significa che il team QED sta cercando di eliminare la componente umana nella fase di analisi finanziaria?

Assolutamente no. Ne "Il cacciatore di androidi" di Philip K Dick, da cui è stato tratto il celebre film Blade Runner, gli esseri umani applicano il test Voight-Kampff ai potenziali replicanti (IA) per stabilire se siano umani o meno.

Il test prevede che al soggetto siano presentate immagini inquietanti e che si osservi la reazione: se il soggetto mostra empatia è umano, viceversa è un'IA.

L'empatia è l'arma segreta degli analisti umani e poiché gli obiettivi umani – come il risparmio per la pensione, l'investimento climaticamente responsabile – sono la ragion d'essere di ogni investimento, avremo sempre bisogno che gli esseri umani siano coinvolti nel ciclo.

Anche se l'obiettivo del team QED resta lo sviluppo di un'AGI, il team dà per scontata la presenza di esseri umani empatici nel processo della macchina e nel ciclo, nell'ottica di una collaborazione che porti a ottenere i migliori risultati per i clienti.

### **Alla ricerca dell'intelligenza artificiale – Il team di analisti del futuro è composto da uomo e AGI**

I vantaggi di una collaborazione fra l'uomo e l'IA finalizzata al conseguimento di risultati per i clienti sono chiari e dovrebbero motivarci a perseguire questa opportunità.

L'impegno mirato a raggiungere un'efficace integrazione dell'IA nel processo di investimento non deve portare a risultati inconcludenti come quelli del paradosso di Fermi. La finanza deve allineare la progettazione dell'IA al modo di pensare degli investitori e

integrarla all'interno di una collaborazione empatica con l'uomo, per non rischiare che tutto ciò si riduca a un capriccio operante a livello periferico e per non lasciarci con un'idea fissa in testa: se era così ovvio, dove sono tutti gli analisti dell'IA?

# Perché scegliere UBS Asset Management

Grazie alle nostre competenze ampie e approfondite e a una presenza diffusa in tutto il mondo, trasformiamo le sfide in opportunità. Insieme possiamo trovare la soluzione giusta per ogni esigenza attraverso un approccio interconnesso.



## **Eccellenza delle idee e degli investimenti**

I nostri team hanno punti di vista e filosofie differenti, ma un obiettivo comune: offrirvi le migliori idee e una performance di investimento superiore.



## **Una prospettiva olistica**

La profondità e la portata delle nostre competenze ci consentono di dare vita a un dibattito più attivo e approfondito, per aiutarvi a prendere decisioni informate.



## **Presenza sui mercati**

Grazie alla nostra portata geografica possiamo raggiungere le aree di investimento che più vi interessano. È questo che ci distingue: abbiamo una forte presenza locale per essere sempre al vostro fianco, ma siamo attivi in tutto il mondo.



## **Un approccio orientato alle soluzioni**

Il nostro obiettivo è trovare le risposte che vi servono: questo definisce il nostro approccio. Sfruttiamo appieno le nostre migliori competenze e capacità di approfondimento per fornirvi la soluzione più adatta alle vostre esigenze.

## **Cosa offriamo**

Per qualsiasi profilo e orizzonte temporale di investimento, rispondiamo alle esigenze della clientela offrendo una gamma completa di strategie e stili attivi e passivi in tutte le principali asset class tradizionali e alternative. Offriamo inoltre soluzioni su piattaforma e consulenza a istituzioni, intermediari Wholesale e clienti Wealth Management. Siamo una casa di investimento veramente globale, con le principali sedi operative a Chicago, Francoforte, Hartford, Hong Kong, Londra, New York, Shanghai, Singapore, Sydney, Tokyo e Zurigo. Con un patrimonio investito di USD 980 miliardi<sup>1</sup>, UBS Asset Management conta circa 3.500<sup>2</sup> collaboratori in 22 paesi, tra i quali circa 860 professionisti degli investimenti.

## **Chi siamo**

Siamo tra i principali gestori di investimenti alternativi, il secondo maggiore gestore di fondi di hedge fund<sup>3</sup> e il quinto maggiore gestore globale di asset immobiliari diretti<sup>4</sup>. Siamo leader nella gestione di fondi in Europa, il più grande gestore di fondi comuni di investimento in Svizzera<sup>5</sup>, la casa di fondi attiva europea con il fatturato più elevato<sup>6</sup> e la prima società straniera in Cina<sup>7</sup>. L'unicità dell'offerta di investimenti passivi di UBS, che comprende strategie su indici e sistematiche, punta a soddisfare le esigenze della clientela proponendo smart beta, indici alternativi e altre soluzioni personalizzate. Siamo la seconda maggiore società di gestione di indici europea<sup>8</sup> e il quarto maggiore provider di ETF in Europa<sup>9</sup>.

## **La performance passata non è indicativa di risultati futuri.**

<sup>1</sup> Al 30 settembre 2020.

<sup>2</sup> Al 31 dicembre 2019 (aggiornato annualmente). Circa 1.250 FTE interni ed esterni dal Corporate Center (funzioni di rappresentanza all'interno del Corporate Center che dedicano almeno l'80% del proprio tempo a UBS AM – il dato rappresenta una proxy prudenziale per il Corporate Center).

<sup>3</sup> HFM InvestHedge Billion Dollar Club, pubblicato a ottobre 2020.

<sup>4</sup> INREV / ANREV Fund Manager Survey (datato 31 dicembre 2018).

<sup>5</sup> Morningstar/Swiss Fund Data FundFlows, marzo 2020.

<sup>6</sup> Ignites Europe, gennaio 2019.

<sup>7</sup> Z-Ben Advisors: aprile 2020.

<sup>8</sup> Analisi UBS Asset Management degli AUM in base ai dati pubblicati dall'azienda, settembre 2020.

<sup>9</sup> Dati di settore ETFGI su ETF e ETP europei, marzo 2020.



**A scopo informativo e di marketing da parte di UBS. Solo per clienti professionali / investitori qualificati.**

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.

Prima di investire in un prodotto leggere con attenzione e integralmente l'ultimo prospetto. 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. Commissioni e costi incidono negativamente sulla performance. 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 delle oscillazioni 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. 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. Riguardo ai termini finanziari, è possibile reperire informazioni aggiuntive al seguente indirizzo: [ubs.com/glossario](https://ubs.com/glossario). © UBS 2020. Il simbolo delle chiavi e UBS sono fra i marchi protetti di UBS. Tutti i diritti riservati. 27456A



[www.ubs.com/am-linkedin](https://www.ubs.com/am-linkedin)

© UBS 2020. All rights reserved.

AMMA-5360 11/20

[www.ubs.com/am](https://www.ubs.com/am)

