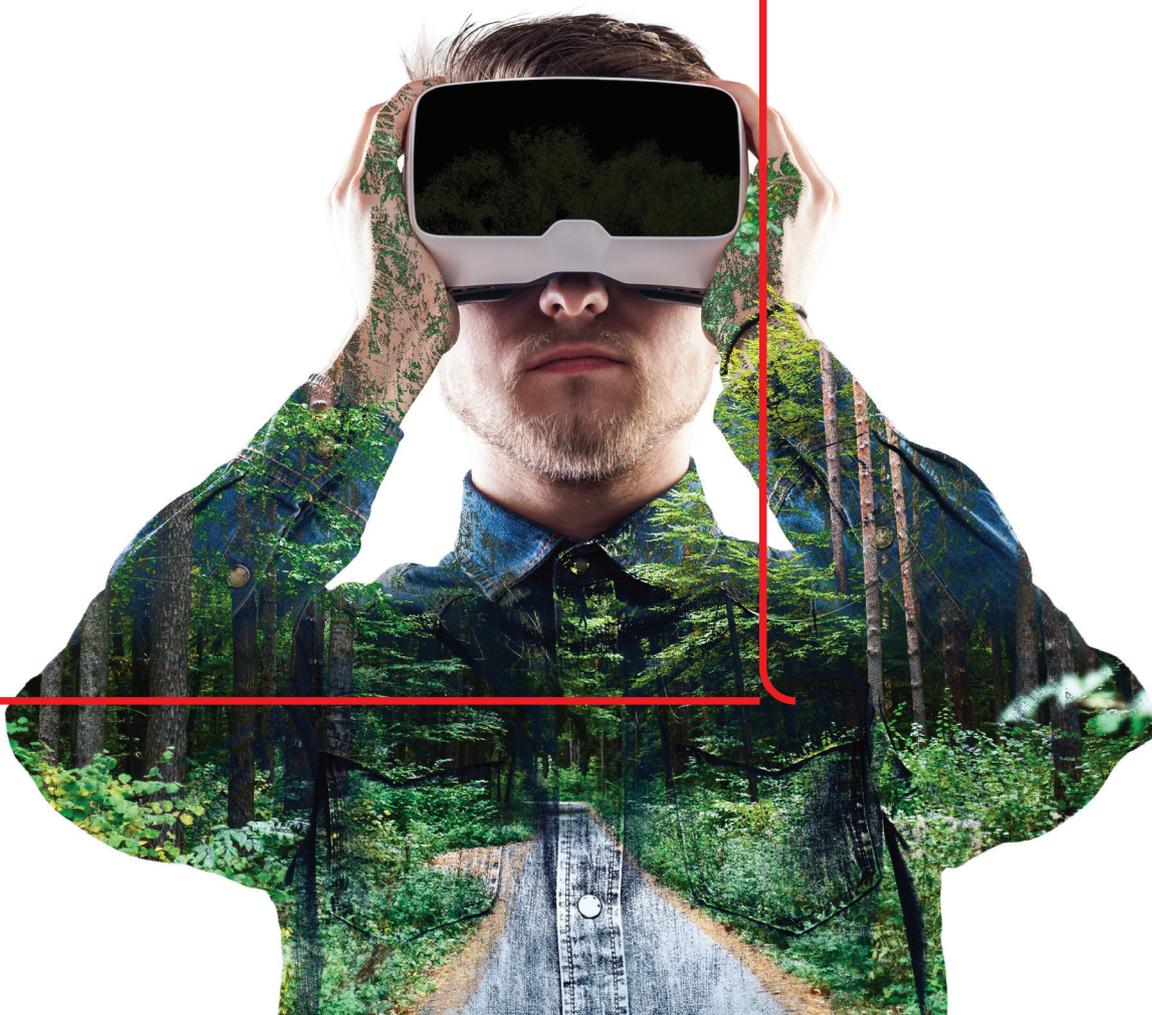


Panorama

Per investitori professionali
A scopo di marketing

Investire nel 2022 | UBS Asset Management

Rispondere a nuove realtà



02 | Questo ciclo
è diverso e
migliore

08 | L'agenda
ESG della
Cina

18 | Il valore dell'ESG
negli asset reali

24 | Ridefinire le
normative

In questa edizione di Panorama, i nostri esperti di asset allocation valutano le potenziali sfide e opportunità di investimento che gli investitori si troveranno ad affrontare nello sforzo comune per costruire un'economia più sostenibile. I contributi presentati offrono una grande varietà di opinioni, espressione della profondità delle nostre competenze globali. 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 oppure scansiona il codice QR.



Note editoriali: Panorama è una pubblicazione semestrale di UBS Asset Management
Data di pubblicazione: dicembre 2021
Caporedattrici: Claire Evans, Sarah Gill
Redazione: Lavonne Kuykendall
Direttore di produzione: Manasvi Awasthy
Design: Marie-Agnès Lajonie

Indice

- 01 **Introduzione: un cambio di marcia verso la sostenibilità**
Riflessioni sul 2021 e il mondo post-pandemia
- 02 **Questo ciclo è diverso e migliore**
La nostra visione macroeconomica in sei considerazioni focali
- 08 **L'agenda ESG della Cina**
La stretta normativa e l'inevitabilità degli investimenti sostenibili
- 12 **Protagonisti della transizione energetica**
Posizionarsi per un'economia a minore intensità di carbonio
- 16 **Asset allocation per un mondo ESG**
La dimensione ESG guida l'asset allocation
- 18 **Il valore dell'ESG negli asset reali**
Le principali iniziative ESG incidono sugli asset reali
- 20 **Colmare il divario dei dati ESG**
Migliorare i dati ESG in un mondo guidato dai dati
- 24 **Ridefinire le normative**
Il regolamento SFDR può portare risultati migliori?
- 27 **Perché scegliere UBS Asset Management**

Un cambio di marcia verso la sostenibilità...



Barry Gill
Head of Investments

L'inizio di un nuovo anno è sempre un buon momento per guardare al futuro e chiedersi quali saranno le tendenze durature – e quali eventi estremi potrebbero invece sviare il nostro pensiero di base. Il 2021 ci ricorda che seguire una tendenza, in questo caso la rinormalizzazione dell'attività dopo lo shock causato dal COVID, è un ottimo modo per capitalizzare i rendimenti.

Lungo il percorso non mancano certo i momenti di prova, ma col passare del tempo diminuisce anche la nostra sensibilità verso questi test: non è il viaggio che conta, ma la destinazione! A un certo punto, il trend risulterà completamente scontato e saranno nuovi rischi e opportunità a guidare i rendimenti.

L'Asia è emersa per prima dal crollo provocato dalla pandemia, ma la performance del mercato ha subito un deragliamento a causa dei cambiamenti politici attuati dalla seconda economia più grande del mondo. Questo è diventato il nuovo fattore dominante nella regione.

Affermare che il successo negli investimenti sia tutta questione di scontare gli eventi, anziché prevederli, potrà sembrare un cliché, ma del resto è anche vero. Quest'anno, l'energia ha realizzato la migliore performance settoriale proprio perché i flussi di capitale verso il settore sono stati così deboli, mentre l'offerta non è stata in grado di rispondere al rapido picco della domanda seguito alla riapertura dell'economia.

Pochi settori hanno generato un ritorno sul capitale tanto scarso nella loro storia come l'energia (a fronte di un enorme ritorno di prosperità per il genere umano), ma quando un esteso mercato ribassista converge con un mega trend globale come il cambiamento climatico, è la ricetta perfetta per una decisa inversione di rotta.

Per dirla con l'investitore miliardario Charlie Munger, investire è come formarsi in campo umanistico: l'apprendimento e l'intuizione sono il risultato di molteplici percorsi paralleli.

Sono aspetti come l'imprevedibilità, la gamma di risultati, lo scenario in continua evoluzione che rendono l'investimento così impegnativo, ma anche così inebriante.

E questo ci porta all'edizione di quest'anno di Panorama Investire nel 2022: indossando il cappello da "scontatori", abbiamo individuato cinque potenziali sviluppi per l'anno a venire che non sono pienamente riflessi nei prezzi attuali delle attività finanziarie. Forse siamo influenzati dal fatto che una pandemia era, per usare le parole di Donald Rumsfeld, "un'incognita nota", visto che parliamo di un altro evento estremo ma con conseguenze sismiche per la nostra vita quotidiana.

Quando un esteso mercato ribassista converge con un mega trend globale come il cambiamento climatico, è la ricetta perfetta per un deciso cambio di rotta.

Uno dei rischi, quello dell'inflazione strutturale, è ripreso dal nostro team Solutions nella sua presentazione delle tendenze di investimento per il 2022, mentre gli altri contributi di questa edizione sono interamente dedicati al trend duraturo della sostenibilità. Ogni anno che passa, la sostenibilità ha un impatto più esteso sul panorama degli investimenti; gli autori esaminano l'argomento nel contesto degli investimenti in Cina e ne analizzano gli effetti nel settore degli asset reali.

Ci auguriamo di continuare a lavorare in partnership con voi anche il prossimo anno.

Questo ciclo è diverso e migliore

Per investire nel 2022 saranno necessarie strategie differenti da quelle seguite per affrontare l'ultimo decennio. L'espansione in atto si preannuncia quindi diversa da quella precedente? La nostra view in sei considerazioni focali



Evan Brown
Head of Macro
Asset Allocation
Strategy



Nicole Goldberger
Head of Growth
Multi-Asset Portfolios

L'ottimo punto di partenza dei bilanci delle famiglie e delle imprese è una novità di questa espansione. Mentre l'impulso fiscale si sta affievolendo, i governi non stanno virando con decisione verso quel tipo di austerità che metterebbe a rischio la ripresa, inoltre il rapido rimbalzo dei consumi conferma il solido outlook degli investimenti residenziali e aziendali.

La prospettiva di una maggiore volatilità, l'inflazione e i problemi della catena di approvvigionamento hanno però un effetto più sfaccettato sulle prospettive economiche, mentre altri aspetti ancora, in particolare il declino strutturale delle prospettive di crescita cinese, sono chiaramente negativi.

Crediamo che questa espansione possa generare una crescita nominale più forte di quella a cui si sono abituati gli investitori. Nel breve termine, però, la nuova variante Omicron sta causando restrizioni alla mobilità che potrebbero incidere negativamente sull'attività, in particolare in Europa. Anche se c'è molta incertezza, non prevediamo che questa variante costituirà un

ostacolo più grave o duraturo per la crescita rispetto alle precedenti ondate del virus. Prima di questo sviluppo negativo, dal terzo al quarto trimestre la crescita era in piena riaccelerazione e questo slancio economico sarà in gran parte mantenuto, con la forza dei mercati sviluppati che compenserà ampiamente l'outlook di crescita più modesto della Cina.

Le prove sempre più evidenti del robusto contesto di crescita dovrebbero favorire in particolare le regioni e i settori prociclici per tutti gli asset di rischio, portando inoltre a rendimenti obbligazionari più elevati.

1. Una migliore base di partenza

Arrivati a questo punto, dopo la crisi finanziaria globale, il reddito da lavoro negli Stati Uniti era ancora inferiore di oltre il 3% rispetto al picco dell'agosto 2008, mentre a seguito della recessione indotta dalla pandemia il dato nazionale sui salari aggregati supera già del 6,7% il livello di febbraio 2000.

La lenta guarigione del mercato del lavoro dopo la crisi finanziaria globale e il deleveraging seguito al crollo del mercato immobiliare hanno frenato a lungo la crescita dei consumi. L'attuale crescita del reddito da lavoro, superiore al 9% su base annua, dovrebbe invece rivelarsi più che sufficiente a sostenere un solido aumento dei consumi reali, anche a fronte delle pressioni sui prezzi più forti degli ultimi trent'anni.

Un accomodamento fiscale e monetario senza precedenti ha inoltre limitato le insolvenze e promosso un rimbalzo più rapido degli utili, con il risultato che il rapporto tra debito e valore d'impresa per le azioni globali si è ripreso velocemente e i costi complessivi di finanziamento per le società investment grade statunitensi sono prossimi ai minimi storici. Si tratta pertanto di un quadro iniziale decisamente più favorevole per le assunzioni e gli investimenti rispetto a quello osservato nella prima fase della lunga espansione pre-pandemica.

BETTER

Crediamo che questa espansione possa generare una crescita nominale più sostenuta di quella a cui si sono abituati gli investitori.

Nell'ultimo ciclo, generare crescita è stato un compito difficile a causa delle persistenti condizioni avverse all'attività che hanno continuato a pesare anche quando la contrazione era ormai completa. La portata della spinta fiscale in questo ciclo sta proteggendo le imprese e le famiglie da un esito analogo e consente di sostenere lo slancio economico iniziale. A nostro avviso, queste condizioni hanno posto le basi per un periodo di attività superiore al trend guidato dal settore privato.

2. Un floor fiscale più elevato

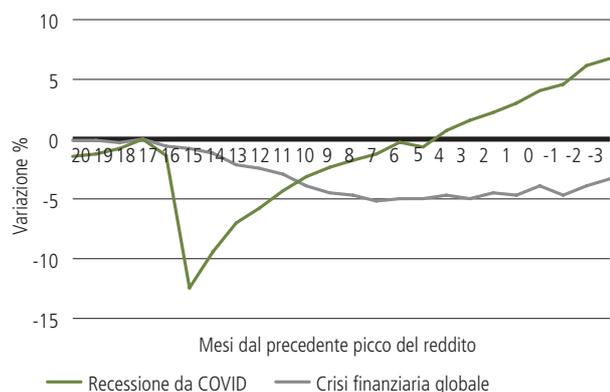
I governi hanno ormai portato a termine buona parte del lavoro più arduo necessario a sostenere questa espansione, ma una differenza importante tra questo ciclo e il precedente è che i responsabili della politica fiscale stanno seguendo più a lungo il principio del "non nuocere" e non ci aspettiamo una svolta rapida verso una severa austerità. Le misure fiscali che tengono conto del rallentamento economico implicano che fino al 2023 la politica fiscale dei mercati sviluppati rimarrà probabilmente più accomodante di quanto non sia mai stata dal 2010.

3. Supply chain e inflazione

Le brusche chiusure del 2020 e il processo di riapertura dell'economia, segnato da varie false partenze, hanno decisamente scombussolato le catene di approvvigionamento. In alcuni casi, le aziende non sono state in grado di assicurarsi input essenziali per il processo di produzione, come i semiconduttori, mentre in altri le ondate del virus hanno causato il blocco temporaneo dell'attività. A incidere pesantemente sono stati anche i ritardi nelle spedizioni transfrontaliere e le difficoltà logistiche nel trasporto via terra verso gli utenti finali.

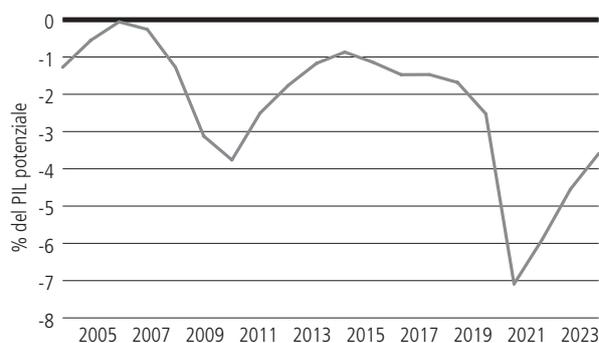
Queste sfide hanno inibito i consumi e gli investimenti, e insieme alla diffusione della variante Delta sono le ragioni principali per cui la crescita economica statunitense, da luglio a settembre, è stata meno della metà di quella prevista dagli economisti all'inizio del trimestre. Riteniamo che questi ostacoli rimarranno presenti, ma saranno comunque meno insidiosi.

Figura 1: Una robusta crescita del reddito a sostegno dei consumi



Fonte: UBS-AM, Bloomberg. Dati a ottobre 2021

Figura 2: Previsioni di lunga durata per la politica fiscale accomodante



Fonte: UBS-AM, Bloomberg. Dati 2020, previsioni fino al 2023

In definitiva, crediamo che la combinazione tra un maggiore livello di capacità, in grado di alleviare i colli di bottiglia, e una forte crescita del reddito da lavoro compenserà gli effetti dei prezzi più elevati, portando nel 2022 a una domanda che risulterà rimandata, ma non distrutta.

Le carenze legate alle strozzature della catena di approvvigionamento hanno contribuito notevolmente ad alimentare in tutto il mondo un'inflazione superiore al trend. Queste elevate pressioni sui prezzi, che sono in netto contrasto con l'ultimo decennio caratterizzato da tendenze ampiamente disinflazionistiche, hanno alcune implicazioni negative per l'attività economica. L'inflazione riduce il potere d'acquisto dei consumatori in termini reali e può spingere le banche centrali a inasprire le politiche per frenare la domanda in eccesso.

Non mancano comunque i risvolti positivi: l'inflazione diffusa è anche sintomo di un'economia che sta massimizzando la sua capacità produttiva e solo quando si raggiungono questi limiti, a livello di singoli settori, c'è un vero incentivo ad aumentare l'offerta finché il contesto della domanda rimane solido. In definitiva, crediamo che la combinazione tra un maggiore livello di capacità, in grado di alleviare i colli di bottiglia, e una forte crescita del reddito da lavoro compenserà gli effetti dei prezzi più elevati, portando nel 2022 a una domanda che risulterà rimandata, ma non distrutta.

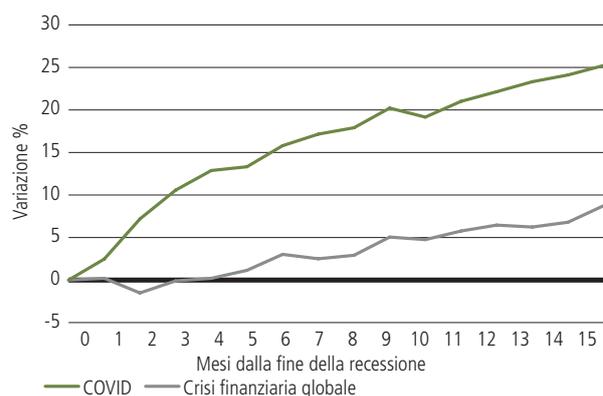
4. Migliori aspettative di investimento

Le suddette limitazioni dell'offerta rappresentano in alcuni casi il modo in cui i consumatori dicono alle aziende di aumentare la spesa per investimenti.

Le aziende rispondono "lo stiamo facendo, e continueremo a farlo". La ripresa delle spedizioni di beni strumentali, un indicatore degli investimenti aziendali, è stata molto più forte nei 15 mesi dall'aprile 2020 rispetto allo stesso periodo dopo giugno 2009.

Le banche stanno facilitando l'accesso al credito per le aziende che vogliono assumere prestiti e la domanda di prestiti commerciali e industriali è in ripresa. Le indagini delle

Figura 3: Le spedizioni di beni strumentali implicano prospettive di forte miglioramento per gli investimenti delle imprese



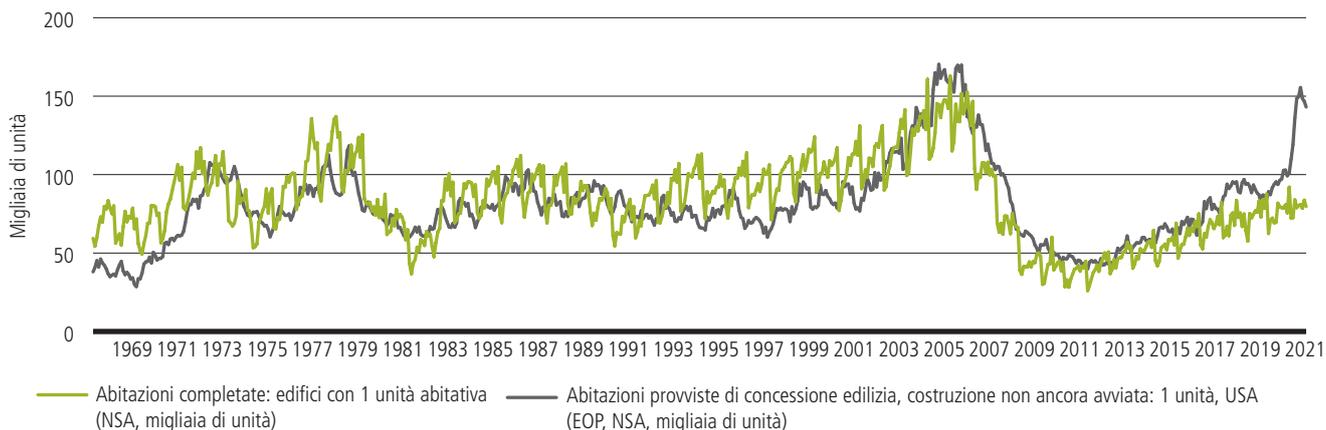
Fonte: UBS-AM, Bloomberg. Dati a settembre 2021

banche centrali regionali degli Stati Uniti indicano anche forti intenzioni di spesa in conto capitale, e dal momento che il Capex è attualmente frenato dai problemi della catena di approvvigionamento, non c'è motivo di pensare che lo slancio non continui.

La crescita lenta e il contesto economico inferiore al livello di tendenza dell'ultimo decennio hanno notevolmente ridotto la gamma di esiti macroeconomici realizzati. Una conseguenza dell'operare in un'economia più sotto pressione è che la volatilità degli esiti macroeconomici può anche aumentare – e questo dovrebbe alimentare una maggiore volatilità del mercato.

Un floor più elevato per i tassi e la volatilità del mercato azionario sarebbero uno sviluppo positivo per i gestori attivi. Una maggiore dispersione offre maggiori potenzialità di generare alpha attraverso la selezione dei titoli, nonché maggiori opportunità, per i portafogli multi-asset, di adeguare

Figura 4: Alta visibilità sul miglioramento degli investimenti residenziali



Fonte: UBS-AM, Renaissance Macro Research. Dati a settembre 2021

il posizionamento cercando di sfruttare le reazioni eccessive dei mercati alle sorprese economiche.

5. Riduzione del sostegno monetario

L'impennata dei tassi a breve termine da metà settembre, ora in parte rientrata, suggerisce che in molte economie avanzate i rialzi dei tassi dovrebbero iniziare nel 2022. Per la Federal Reserve, questo significherebbe un passaggio molto più rapido alla politica di inasprimento rispetto al periodo di oltre sei anni intercorso tra la fine della recessione del 2009 e il successivo decollo dei tassi.

Riteniamo inoltre che gli operatori di mercato stiano attualmente sottovalutando l'entità degli aumenti dei tassi che saranno attuati nel corso di questo ciclo. A prima vista la rimozione degli stimoli delle banche centrali sembra essere un fattore negativo per gli asset di rischio, ma gli investitori devono tenere presente che il ritiro del sostegno è legato a risultati economici positivi. Nel 2022 sarà chiaro che la rimozione della politica monetaria accomodante non è funzione solo della viscosità delle pressioni sui prezzi, ma anche della forza della crescita e del progresso verso la piena occupazione.

6. Cina

Sul fronte economico, l'outlook del mercato cinese rappresenta potenzialmente la nuvola più scura all'orizzonte. Crediamo che una flessione destabilizzante del settore immobiliare, che ha catturato l'attenzione degli investitori a causa dei travagli di diverse società di sviluppo altamente indebitate, sarà evitata, ma dobbiamo riconoscere che questi rischi sono aumentati e, forse ancora più importante, che in Cina la crescita tendenziale è diminuita.

Riorientare il modello di crescita del Paese verso l'aumento dei consumi e il miglioramento delle capacità tecnologiche per ridurre la dipendenza dai mercati esteri non è un

processo facile. Difficilmente le opportunità per gli investimenti produttivi saranno tanto vaste, o realizzate così rapidamente, com'è accaduto per la crescita ad alta intensità di credito guidata dal settore immobiliare e dalle infrastrutture.

La nostra opinione è che una crescita superiore al tasso tendenziale nei principali mercati sviluppati sarà più che sufficiente a compensare una moderazione della crescita cinese. L'Eurozona, per esempio, sarà probabilmente soggetta a un fiscal drag limitato nel 2022, grazie al fondo per la ripresa dell'Unione europea, ed è inoltre una delle rare regioni nelle quali la crescita della spesa per consumi, secondo le proiezioni, dovrebbe accelerare il prossimo anno.

Nonostante la tendenza strutturale, diversi catalizzatori a breve termine indicano una stabilizzazione e forse una modesta ripresa dell'attività cinese. La forte domanda da parte di Stati Uniti e Unione europea, che sta portando il surplus commerciale cinese a livelli record, sostiene la produzione interna mentre una svolta nell'impulso creditizio entro la fine dell'anno dovrebbe ulteriormente arginare il calo dell'attività. Crediamo inoltre che una ripresa più generale della mobilità cinese si verificherà dopo le Olimpiadi invernali, a sostegno degli sforzi per riequilibrare la crescita verso i consumi.

Asset allocation

La nostra convinzione di base è che gli indicatori del mercato azionario e i rendimenti dei titoli sovrani segnalino una situazione in cui gli investitori stanno sottovalutando la possibilità di una crescita economica superiore al tasso tendenziale. Siamo consapevoli che tali periodi sono stati fugaci nella storia recente, e ciò contribuisce a spiegare lo scetticismo del mercato. I prezzi di mercato indicano che il consenso è per un ritorno a una crescita mediocre, e sarà più difficile dimostrare il realizzarsi di questa visione. Se l'attività economica si svilupperà secondo le nostre aspettative, confidiamo che questo ostacolo potrà essere superato.

Le attività di rischio più legate alla forza ciclica – per esempio il Giappone, l'Europa e settori quali le small-cap statunitensi, nonché i titoli finanziari e l'energia – dovrebbero essere ben posizionate per sovraperformare in un mondo di sorprese al rialzo per la crescita che spingono i rendimenti obbligazionari verso l'alto. L'esposizione alle materie prime, sia diretta che attraverso i titoli azionari energetici, è utile anche dal punto di vista della costruzione del portafoglio, nel caso in cui l'inflazione si dimostri dirompente sia per le azioni che per le obbligazioni.

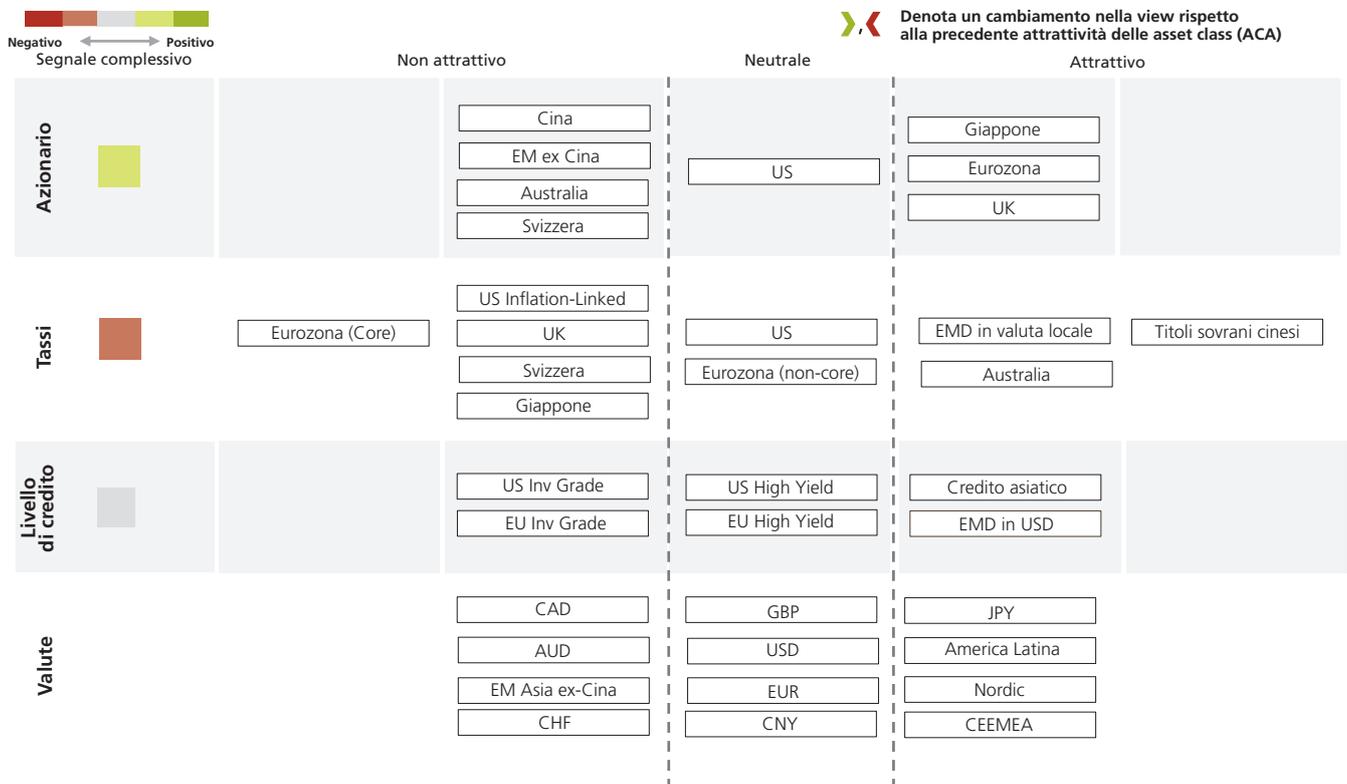
Abbiamo molta fiducia nella nostra previsione di una crescita superiore al tasso tendenziale nel 2022, anche se non la riteniamo vincolante. Se i rischi al ribasso per l'attività dovessero aumentare – un atterraggio duro della Cina, l'eventualità che il fiscal drag si dimostri più rilevante rispetto alle nostre previsioni o la domanda che incontri un vuoto d'aria dopo che le scorte sono state ricostituite e gli stress della catena di approvvigionamento si sono placati – siamo pronti ad adattarci con agilità a tali cambiamenti. E non esiteremo a passare a opportunità di rischio-rendimento più interessanti se il nostro outlook macroeconomico ottimistico si rifletterà eccessivamente nei prezzi degli attivi.



Siamo convinti
che gli indicatori del mercato azionario e i rendimenti dei titoli sovrani segnalino che gli investitori stanno sottovalutando la possibilità di una crescita economica superiore al tasso tendenziale. Siamo consapevoli che tali periodi sono stati fugaci nella storia recente, e ciò contribuisce a spiegare lo scetticismo del mercato.



Figura 5: Asset class tradizionali e valute



Fonte: il team Investment Solutions Macro Asset Allocation Strategy di UBS Asset Management, al 15 novembre 2021. Le opinioni illustrate, fornite sulla base di un orizzonte degli investimenti di 3-12 mesi, non riflettono necessariamente il posizionamento del portafoglio reale e sono soggette a variazione.

L'agenda ESG della Cina

Le forze che alimentano la domanda degli investitori e le norme più severe in materia di regolamentazione, monitoraggio e informativa stanno imprimendo un'accelerazione alla consapevolezza ESG in Cina. Ma quanto sono sostenibili le aziende cinesi?



Geoffrey Wong
Head of Emerging Markets and Asia Pacific Equities



Cui Cui
Equities Research Analyst, China Healthcare



Nicole Froehlich
Head of Fixed Income Research

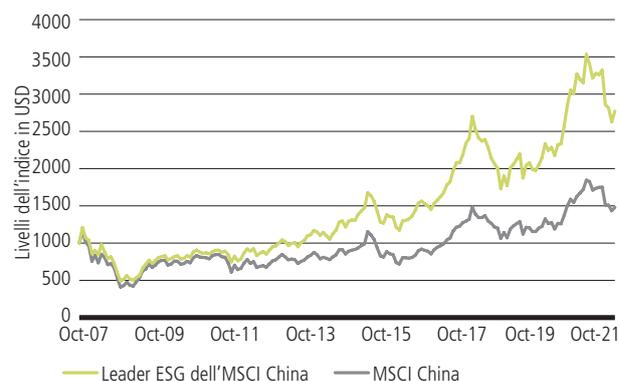
In Cina il concetto di sostenibilità sta assumendo sempre maggiore rilievo non solo per le aziende, ma anche per gli investitori. La performance viene valutata in base alle metriche ambientali, sociali e di governance (ESG) di una società. Ai fini della sostenibilità è inoltre essenziale valutare la qualità del management di un'azienda e la sua capacità di orientare il business, allontanandosi dai rischi materiali per abbracciare nuove opportunità.

Questi aspetti continuano a essere determinanti per la nostra strategia di investimento in Cina, un approccio rilevante perché crediamo che i leader di settore con un buon profilo ESG alla fine otterranno risultati in termini di performance a lungo termine e buone prassi ESG. Guardando ai dati storici si nota che, almeno in Cina, un portafoglio basato sull'MSCI, ma ponderato per l'ESG, può generare una performance migliore del benchmark standard MSCI China.

Le aziende cinesi sono talora considerate ritardatarie in materia di sostenibilità, ma secondo la nostra esperienza questi punteggi più bassi spesso non dipendono tanto da effettive differenze nella performance, quanto piuttosto da

una ridotta divulgazione pubblica delle metriche tradizionali di sostenibilità. Ed è qui che il nostro processo di ricerca "sul campo" e la valutazione della qualità possono aiutarci ad andare al di là delle informazioni fornite da un database ESG.

Figura 6: Leader ESG dell'MSCI China vs. MSCI China



Fonte: MSCI, Factset, dati a ottobre 2021
La performance passata non è garanzia di rendimenti futuri



Il settore healthcare è maturo per l'espansione?

Se pensiamo all'assistenza sanitaria in Cina, vediamo opportunità interessanti perché la spesa sanitaria cinese sta continuando a crescere e si prevede un'espansione a due cifre dato il contesto di invecchiamento della popolazione. La Cina è già il secondo mercato sanitario più grande a livello globale.

Le opportunità di investimento sono evidenti, ma crediamo che vi sia ancora ampio spazio per migliorare la divulgazione dei dati ESG. Tra le prime 60 società del mercato delle A-share e del mercato azionario di Hong Kong per capitalizzazione di mercato, solo il 74% dei titoli healthcare ha pubblicato relazioni ESG nel 2020 (contro il 94% e il 93% per i settori finanziario e immobiliare)¹. Riteniamo tuttavia che una divulgazione inadeguata indichi una scarsa familiarità con i criteri ESG, piuttosto che una scarsa consapevolezza.

L'ESG al centro della scena

Le aziende sono sempre più consapevoli della necessità di migliorare la divulgazione in materia ESG: nell'ambito

delle nostre attività di engagement con una grande azienda farmaceutica, la società ha rivelato l'intenzione di inserire un rapporto ESG nel bilancio annuale di esercizio il prossimo anno. All'inizio del 2020 è stato assunto un Chief Compliance Officer che insieme a un team di conformità composto da oltre venti membri ha avviato un processo di istituzionalizzazione di varie politiche relative, in particolare, a whistle blowing, anti-corruzione e concussione.

Dalle attività di engagement condotte con le aziende cinesi è emersa una crescente apertura verso un progressivo miglioramento dei profili ESG.

Un altro esempio riguarda un produttore alimentare in Cina, per il quale il nostro dashboard del rischio ESG ha segnalato alcuni rischi relativi alla disclosure. Il team di ricerca SI ha identificato la qualità e la sicurezza degli alimenti, l'energia e l'intensità idrica come rischi finanziariamente rilevanti per l'azienda, richiedendo ulteriori informazioni su come la società gestisce questi rischi, data la mancanza di un'informativa dettagliata.

¹ <http://www.nbd.com.cn/articles/2020-11-24/1555349.html>



Salute e nutrizione sono state inoltre identificate come aree in cui l'azienda potrebbe eccellere. Il team di investimento ha partecipato a tre incontri con l'azienda per valutare l'efficacia delle prassi di gestione del rischio ESG e incoraggiare una maggiore trasparenza. In collaborazione con altri investitori, attraverso l'Access to Nutrition Index, il team ha inoltre condotto attività di engagement con l'azienda per discutere le opportunità riguardanti i temi salute e nutrizione. Dall'inizio del 2021 la società non è più segnalata sul nostro dashboard del rischio ESG e continua a impegnarsi nelle nostre attività di engagement.

L'ascesa delle obbligazioni verdi

Nell'ambito del reddito fisso cinese, l'investimento sostenibile rappresenta un fattore sempre più rilevante. All'insegna della "prosperità comune", il governo centrale si è impegnato ad allineare gli aspetti ESG per guidare il modello di crescita a lungo termine della Cina.

Anche se alcuni aspetti di questa transizione hanno creato volatilità a breve termine sui mercati del credito cinesi rispetto al mercato asiatico complessivo (v. grafico), ad esempio l'irrigidimento dei mercati immobiliari per contenere i prezzi, i cambiamenti nelle politiche sull'istruzione e le riforme del lavoro per i lavoratori a basso reddito, crediamo che questi cambiamenti saranno salutari per l'ulteriore sviluppo dell'economia e dei mercati del reddito fisso.

In termini di politica ambientale, l'impegno della Cina a diventare carbon neutral entro il 2060 è un potenziale motore di spesa Capex espansiva; la prevista implementazione dello "strumento di prestito verde" della People's Bank of China (PBoC) e la standardizzazione dei prestiti verdi nel settore bancario dovrebbero migliorare l'efficienza dell'impiego di capitale nell'economia.

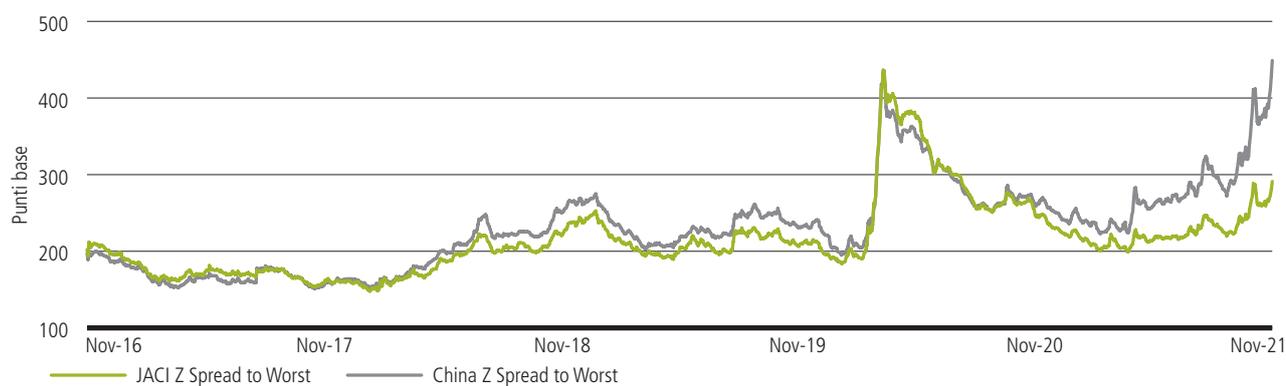
Guardando alle politiche sociali, l'attenzione verso l'accessibilità finanziaria degli alloggi, l'accessibilità all'istruzione e l'assistenza sanitaria sono fondamentali per evitare la potenziale crisi demografica riconducibile alla politica del figlio unico. Malgrado i profili ESG relativamente più bassi degli emittenti cinesi (attribuibili al rating del rischio sovrano, a una divulgazione meno efficace delle informazioni e a consigli di amministrazione trincerati), ci aspettiamo che la politica imposta dall'alto si riveli un driver incrementale di miglioramento.

I mercati del reddito fisso, sia in USD che in CNY, dovrebbero inoltre continuare a crescere, visto l'aggiornamento di aprile 2021 del Catalogo di progetti di green bond cinesi approvati e il lavoro intrapreso dalla Cina e dall'UE per la valutazione di una Common Ground Taxonomy che mostri i punti in comune tra le tassonomie esistenti a livello globale.



Dalle attività di engagement condotte con le aziende cinesi è emersa una crescente apertura verso un progressivo miglioramento dei profili ESG.

Figura 7: J.P. Morgan Asia Credit Index ('JACI') vs. JACI China Z Spread to Worst



Fonte: JP Morgan, Bloomberg, dati a novembre 2021

Protagonisti della transizione energetica

Con le maggiori economie impegnate a utilizzare in modo sempre più massiccio le energie rinnovabili e il mondo indirizzato verso un'economia più sostenibile a minori emissioni di carbonio, chi saranno i vincitori e i perdenti di questa transizione?



Ken Geren
Portfolio Manager
UBS O'Connor

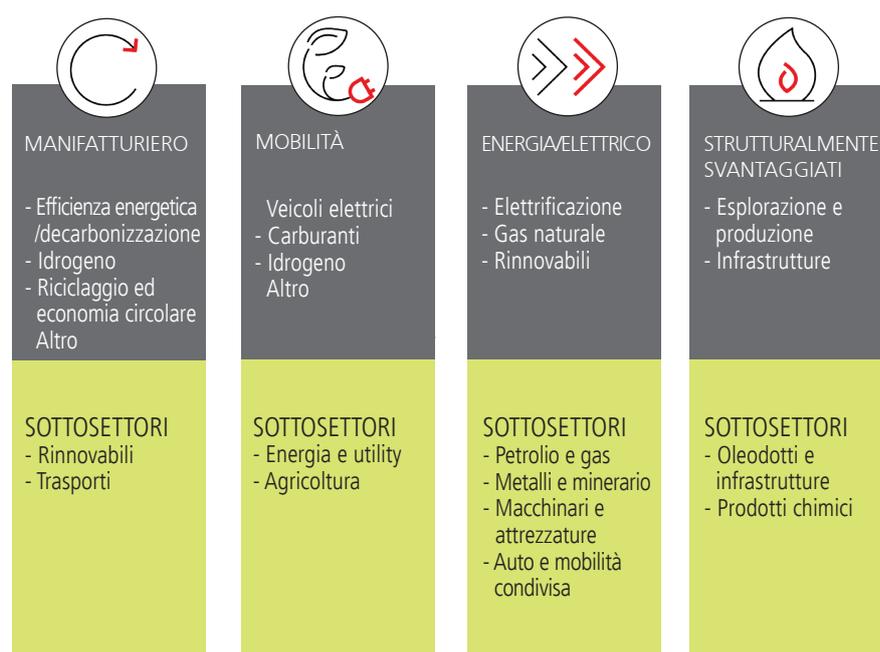


Julie Trent
Head of Partner
Relations and
Communication
UBS O'Connor

Mentre la transizione energetica è in pieno svolgimento, le sfide legate all'abbandono delle fonti energetiche tradizionali a base di combustibili fossili appaiono sempre più evidenti ed è ormai chiaro che il percorso verso un futuro a basse emissioni di carbonio non sarà privo di ostacoli, incertezze e conseguenze non intenzionali.

Una soluzione politica coordinata ed efficace a livello globale, capace di facilitare questo sforzo erculeo, deve soddisfare una serie di parti in causa che presentano livelli diversi di impegno e capacità di contribuire. Confermiamo le nostre aspettative di un flusso costante di opportunità di alpha in diversi settori, temi e aree geografiche, alimentato dalle attuali dislocazioni nei movimenti di capitale, dai cicli di investimento e dai prezzi delle materie prime, con numerosi vincitori e perdenti strutturali.

Figura 8: Temi e sottotemi energetici abbracciano diversi settori



Fonte: dati a novembre 2021



Il cambiamento all'orizzonte

Nei prossimi decenni saranno necessari livelli storici di spesa in investimenti per traghettare il mix di approvvigionamento energetico dai combustibili fossili all'energia rinnovabile, a sostegno degli obiettivi stabiliti nell'Accordo di Parigi.

Questa sfida monumentale richiederà investimenti per svariate migliaia di miliardi di dollari e farà appello a molte catene di approvvigionamento, tradizionali e nuove, che avranno anch'esse bisogno di investimenti sostanziali per tenere il passo con la crescita delle energie rinnovabili. Siamo convinti che la catena di approvvigionamento delle energie rinnovabili offra solide opportunità di investimento.

I mercati dei capitali globali avranno un ruolo strumentale nel determinare la direzione e il ritmo della transizione energetica. Riteniamo che questo processo sia già iniziato, con molti fornitori di soluzioni e facilitatori che presentano valutazioni più elevate e costi di capitale più bassi, mentre i settori strutturalmente svantaggiati si ritrovano con una base di investitori sempre più ristretta e un accesso più limitato ai

mercati dei capitali. I flussi di capitale, spesso influenzati dalle direttive politiche, fungeranno da meccanismo autorinforzante dettando il ritmo della transizione.

La spinta alla decarbonizzazione

Il mercato tenderà a premiare i fornitori di nuove tecnologie che favoriscono l'avanzamento della decarbonizzazione e quelli che realizzano modelli di business ben posizionati, penalizzando invece le aziende che non riescono a voltare pagina o hanno vincoli di accesso al capitale.

Settori che in passato erano stati scarsamente attivi adesso presentano profili di crescita dinamica, mentre alcuni settori storicamente ciclici sembrano beneficiare di condizioni favorevoli secolari.

Un ottimo esempio è rappresentato dal settore delle utility, che causano oltre il 40% delle emissioni globali di CO₂ legate all'energia ma detengono al tempo stesso la chiave per decarbonizzare altri settori dell'economia attraverso l'elettrificazione.

Settori che in passato erano stati scarsamente attivi adesso presentano profili di crescita dinamica, mentre alcuni settori storicamente ciclici sembrano beneficiare di condizioni favorevoli secolari.

Il drastico calo del costo della generazione rinnovabile ha accelerato più del previsto la decarbonizzazione commerciale su vasta scala. Nonostante il continuo miglioramento dell'efficienza energetica, ci aspettiamo un sensibile aumento della domanda di elettricità a fronte del progressivo passaggio di ampie fasce dell'economia dalle fonti di combustibili convenzionali all'elettricità.

A causa del basso costo del capitale, e della notevole capacità di controllare il proprio destino decarbonizzando i portafogli produttivi per guidare l'elettrificazione "verde", crediamo che i responsabili politici saranno motivati a sostenere ancora le utility per raggiungere gli obiettivi di decarbonizzazione dichiarati.

La decarbonizzazione del settore della produzione di energia è una componente indispensabile della transizione energetica. Con le utility in una fase di crescita a lungo termine, impegnate nella transizione del loro parco di generazione dai combustibili fossili alle energie rinnovabili, si potrebbe sostenere che le metriche di valutazione tradizionali non siano più applicabili e che sarebbe più opportuno valutare le utility attraverso una lente "di crescita".

Dato che i responsabili politici continuano a fornire questi vantaggi con sempre maggiore chiarezza sulla longevità degli

asset di generazione rinnovabile, il mercato probabilmente sconterà più in là le proiezioni, tirando avanti quel valore per gli investitori.

Molte aziende e industrie in crisi che non sono ben posizionate per adattarsi, potrebbero subire una crescente pressione sugli utili e la compressione dei multipli. Mentre le aziende cercano di riposizionarsi per allinearsi meglio alla decarbonizzazione, il capitale investito in eccesso potrebbe mettere sotto pressione i rendimenti e creare dei mini-cicli. Crediamo che le aziende con modelli di business o mercati ampiamente protetti possano prosperare, mentre quelle che cercano di competere solo con capitale a basso costo si troveranno in difficoltà.

I temi della transizione energetica sono sostenuti da forti venti favorevoli che generano interessanti opportunità di investimento. Le politiche governative favorevoli al clima e il rapido miglioramento delle tecnologie dovrebbero continuare a spingere le principali economie mondiali verso la decarbonizzazione. Continuiamo a credere che la transizione energetica presenterà opportunità di investimento senza precedenti, sia a lungo che a breve termine, con almeno dieci anni di visibilità sui principali temi strutturali.

I temi della transizione energetica sono sostenuti da forti venti favorevoli che generano interessanti opportunità di investimento.

Figura 9: UE – EUR 7.000 miliardi di investimenti necessari entro il 2050

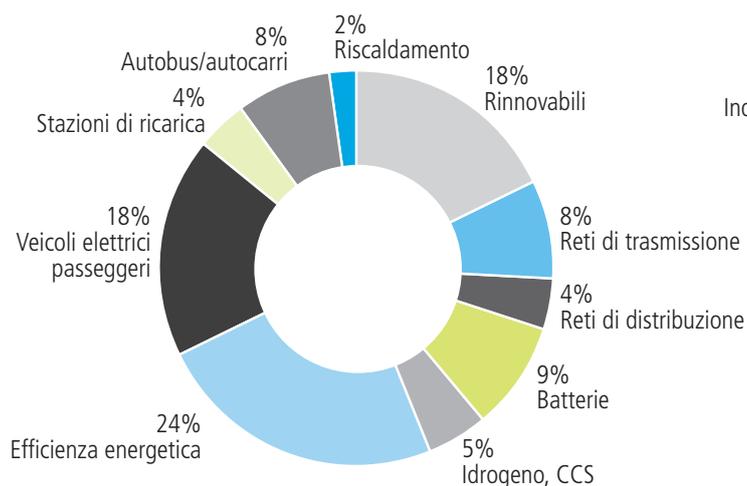
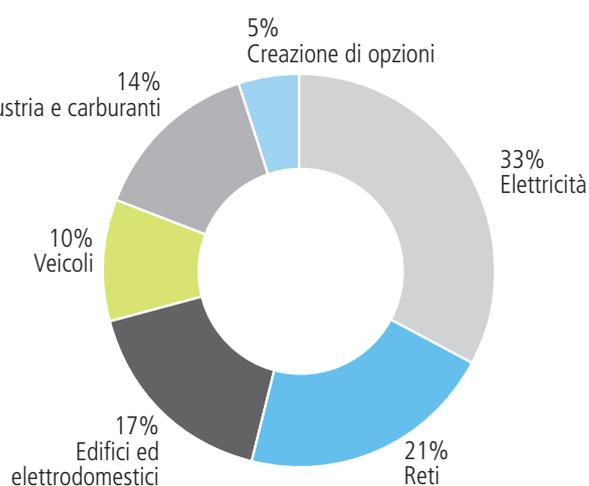


Figura 10: USA – USD 2.500 miliardi di investimenti necessari per il periodo 2021-2030



Fonte: Goldman Sachs Global Investment Research, Princeton University, Commissione europea. Dati all'11 ottobre 2021

Asset allocation per un mondo ESG

Nella costruzione dei portafogli, gli asset allocator si trovano sempre più spesso ad affrontare una nuova sfida: trovare un equilibrio tra i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) e i tradizionali obiettivi di performance per ottenere un risultato positivo su entrambi i fronti.



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



Ryan Primmer
Head of Investment
Solutions

Gli investitori sono abituati a considerare il rischio e il rendimento come le due dimensioni guida dell'asset allocation. Noi crediamo che siano necessari due elementi aggiuntivi, il tempo e la preferenza, per potenziare questo processo in un mondo ESG.

Siamo convinti che queste nuove intuizioni avranno un impatto trasformativo sui tradizionali pilastri dell'asset allocation.

Tempo

L'elemento tempo si riferisce alla durata della transizione ESG in corso, il periodo durante il quale i governi e le aziende introducono regolamenti, nuove tecnologie e investimenti per ridurre l'inquinamento in linea con i principi dell'Accordo di Parigi, adottato da 196 parti alla COP 21 nel 2015, e soddisfare gli Obiettivi di sviluppo sostenibile relativi alla responsabilità sociale e alla governance.¹ Durante questo periodo di transizione, crediamo che le strategie orientate all'ESG siano ben posizionate per cogliere i potenziali guadagni offerti dalle nuove tecnologie rispetto ai benchmark tradizionali. Gli investitori attivi che integrano nel proprio approccio l'analisi ESG possono trarne vantaggi smisurati.

Preferenza

L'elemento preferenza si riferisce al peso che un investitore attribuisce alla priorità della sostenibilità in un portafoglio di investimenti, a causa di requisiti normativi o degli obiettivi dell'investitore stesso o della società e del suo consiglio di amministrazione. Per questi investitori, il problema è come ottimizzare i portafogli per affrontare il rischio e il rendimento in un'ottica ESG. L'impatto dipende fortemente dall'entità dei vincoli ESG. I dati storici mostrano che non c'è stato alcun trade-off tra sostenibilità e performance degli investimenti per i benchmark ESG convenzionali. Confrontando ad esempio l'indice MSCI World con l'indice MSCI World ESG Focus per il periodo 2011-2020, la differenza nel rendimento totale annuo composto è stata dello 0,2% (a favore dell'indice ESG), mentre la differenza di deviazione standard annuale si è attestata allo 0,1% (16,7% per l'indice MSCI World rispetto al 16,8% per l'indice MSCI World ESG).

In futuro un livello di informativa superiore e più standardizzato aiuterà probabilmente gli investitori a selezionare con più sicurezza i leader ESG, ma i dati attualmente disponibili aiutano già a produrre portafogli sostenibili in cui rischio e rendimento non sono significativamente differenti, statisticamente parlando, da quelli dei portafogli tradizionali. Riteniamo pertanto che non siano necessarie aspettative di rischio e rendimento separate per gli investimenti sostenibili su orizzonti molto lunghi (in equilibrio).

L'adozione dei moderni approcci ESG, che sono meno restrittivi in termini di esclusioni e minimizzano il tracking error rispetto agli indici originali, storicamente non ha penalizzato la performance – come dimostra il confronto tra l'MSCI World Index e il World ESG Index di cui sopra – e può avere l'effetto collaterale positivo di contribuire a una crescita economica e sociale più forte e sostenibile. Il nostro quadro di asset allocation cerca quindi di ottimizzare il rischio e il rendimento attesi di un portafoglio, integrando al contempo i fattori ESG.

¹ Gli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite (SDGs) consistono in 17 obiettivi di sviluppo sostenibile che fanno parte della sua Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile. <https://sdgs.un.org/goals>



I benefici sono evidenti: gli investitori sono in generale più motivati verso l'ESG e più informati sulle caratteristiche della società in cui stanno investendo e sui possibili rischi e rendimenti futuri. Nel breve termine, crediamo che gli investitori individuali e istituzionali potranno avere l'opportunità di cogliere rendimenti in eccesso in quanto gli asset ESG possono diventare più popolari e ottenere valutazioni potenzialmente più elevate sul mercato.

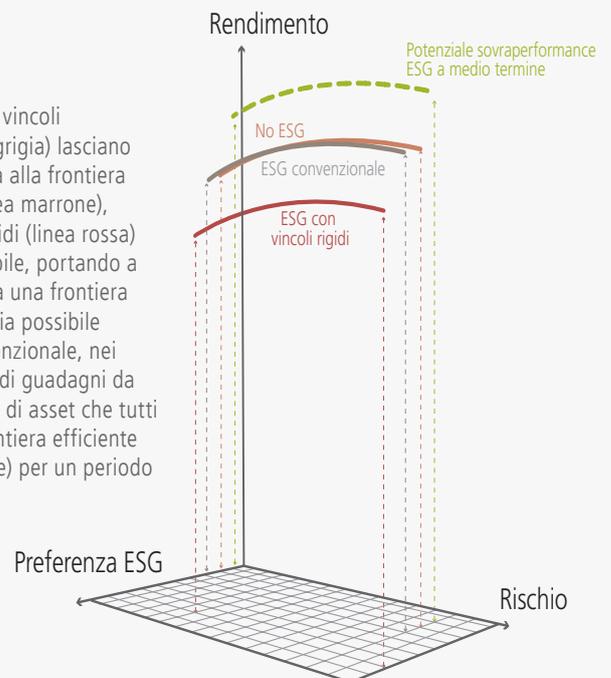


Il nostro approccio a 4-Dimensioni

Per ottimizzare un'asset allocation si possono prendere i punteggi ESG di un fornitore per ogni asset class e procedere all'ottimizzazione lungo tre dimensioni: rendimento, rischio e punteggio ESG. Peso assegnato nell'ottimizzazione ai fattori ESG in base al livello di preferenza: se un investitore non è interessato all'ESG, il peso sarà pari a zero e l'ottimizzazione sarà la tradizionale media-varianza; se l'investitore ha un grande interesse per l'ESG, il parametro del peso nella funzione obiettivo sarà elevato e sposterà l'allocation verso asset ad alto rating.

L'uso dei punteggi ESG per ridefinire l'universo di investimento porta a una superficie quadridimensionale con rendimento, rischio, tempo e punteggio ESG sugli assi, al posto della classica frontiera bidimensionale rischio/rendimento.

Seguendo questo approccio, vincoli relativamente leggeri (linea grigia) lasciano questa nuova frontiera vicina alla frontiera efficiente unconstrained (linea marrone), mentre vincoli ESG molto rigidi (linea rossa) ridurranno l'universo investibile, portando a portafogli meno efficienti e a una frontiera efficiente più bassa. È tuttavia possibile che un investitore ESG convenzionale, nei prossimi anni, possa godere di guadagni da early-adopter per il possesso di asset che tutti vogliono, ottenendo una frontiera efficiente più alta (tratteggiata in verde) per un periodo di tempo limitato.



Il valore dell'ESG negli asset reali

Alcuni asset reali concorrono già oggi a definire l'approccio ESG degli investitori. Possiamo quindi aspettarci che le principali iniziative ESG in atto saranno un importante driver di valore nell'ambito della valutazione e della performance dei portafogli di asset reali?



Darren Rabenou
Head of ESG Investment Strategies and
Head of Food & Agriculture, Real Estate and Private Markets

Quali fattori hanno indotto negli ultimi anni gli asset reali ad abbracciare l'ESG?

La maggiore enfasi sui temi legati ai cambiamenti climatici e i fattori che oltre a influenzare l'ambiente possono incidere sull'operatività di un asset, sia nelle attività dirette che nelle relative filiere, sono solo alcuni dei principali driver.

Le società alle prese con queste realtà devono riconoscere l'importanza e la necessità di adottare, all'interno delle politiche e delle prassi riguardanti i propri asset e fondi, apposite strategie per identificare e mitigare i rischi associati ai cambiamenti climatici.

Anche la rilevazione di performance e dati assume un ruolo importante in quest'ambito. Di recente abbiamo ad esempio sottoscritto un accordo con Four Twenty Seven, fornitore di dati e market intelligence, per ricevere dati previsionali di misurazione del rischio climatico (inondazioni, aumento del livello del mare, vento, calore) per tutte le nostre strategie immobiliari a livello globale.

In una prospettiva sociale, anche gli impatti sulla salute e sul benessere degli occupanti degli edifici, dei dipendenti o sulla qualità degli ambienti interni rappresentano fattori da non trascurare agli occhi degli investitori.

Un maggiore dialogo con gli inquilini si traduce in report più trasparenti sull'andamento di un asset nel suo complesso.

Inoltre, se consideriamo ad esempio prodotti alimentari e agricoltura, i consumatori non sono preoccupati solo della sostenibilità ambientale dei prodotti alimentari, ma sono interessati anche alle implicazioni sociali dell'origine dei prodotti, come il benessere del contadino che ha coltivato un determinato prodotto.

Certificazioni di terze parti, come il Leading Harvest Farmland Management Standard, possono occuparsi degli aspetti economici, ambientali, sociali e di governance in ambito agricolo. Le pressioni dei consumatori rendono ancora più importante questo elemento e possono essere facilmente riscontrate nella crescente domanda di alimentari freschi e di ordini online, con una sempre maggiore necessità di celle frigorifere, per ridurre, in definitiva, lo spreco alimentare.

Gli aspetti ESG sono orientati dai recenti sviluppi in materia legislativa e di informativa, come il Regolamento relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (SFDR) dell'UE, la Task force sulle comunicazioni di informazioni di carattere finanziario relative al clima (TCFD), l'Accordo di Parigi del 2015 sui cambiamenti climatici e i benchmark settoriali di terzi, come il GRESB e i PRI delle Nazioni Unite.

Questi sviluppi riflettono l'urgenza di rilevare, mitigare e segnalare i rischi ambientali legati ai cambiamenti climatici. L'ESG non è più un'esigenza di chi intende fare del bene, ma sta diventando una parte fondamentale all'interno di una strategia aziendale.

Investire in modo sostenibile e socialmente responsabile significa rinunciare a opportunità di performance per il portafoglio?

Registriamo un cambiamento radicale nelle aspettative e nel comportamento delle società, comprese quelle quotate.

Con il progressivo adattamento dei business, questo cambiamento comportamentale sta creando opportunità di crescita nel mondo degli investimenti. Ad esempio, investire in un nuovo edificio ad uso ufficio si traduce nella progettazione di un edificio ecologico in grado con tutta probabilità di attrarre



Gli ultimi dati AIE riassumono i cambiamenti necessari a livello di capacità globale: più energie rinnovabili e stoccaggio, meno carbone e gas, a meno che non venga utilizzata una migliore tecnologia di cattura del carbonio (CCS).

inquinili disposti a corrispondere canoni più elevati e, in ultima istanza, di aumentare il valore economico dell'edificio.

Incoraggiare l'investimento economico in aree storicamente sottoinvestite promuove una crescita di lungo termine e al contempo genera un impatto positivo sulla comunità. Infine, una governance migliore incoraggerà le imprese a includere le conseguenze ambientali e sociali nei propri obiettivi economici, generando con tutta probabilità un impatto positivo sulle relative valutazioni.

I benchmark settoriali, tra cui il GRESB e i PRI delle Nazioni Unite, sono esempi che consentono agli investitori di esaminare la propria performance e ottenere preziose informazioni per una migliore integrazione dell'ESG negli investimenti, nella strategia e nella performance complessiva.

Su quali aree potrebbero concentrarsi gli investitori nei prossimi 5-10 anni nell'ambito del tema della transizione climatica?

Le opzioni a disposizione degli investitori che intendono avere esposizione all'ESG non sono mai state tanto numerose, essendo aumentate di pari passo con l'enorme crescita della quantità di capitale investito nei cambiamenti climatici, nelle problematiche ambientali e negli investimenti sostenibili.

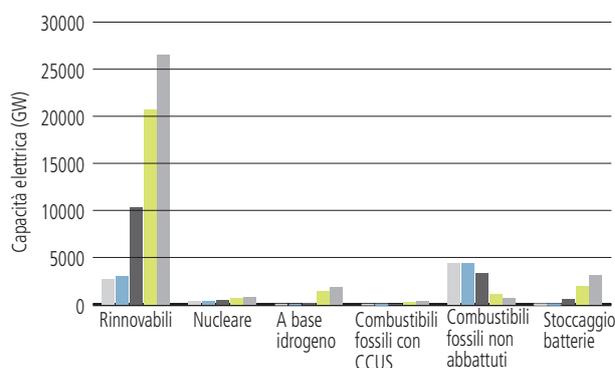
Tale tendenza dovrebbe crescere a un ritmo eccezionale in futuro. Secondo i dati di Bloomberg, gli asset ESG globali sono sulla buona strada per superare i 53.000 miliardi di dollari USA entro il 2025, ossia oltre un terzo dei 140.500 miliardi di patrimonio totale in gestione secondo le proiezioni.

L'Agenzia Internazionale dell'Energia (AIE), il primo ministro britannico e alcuni importanti economisti sono tra coloro che chiedono una ripresa ecosostenibile in grado di "costruire meglio"¹, riducendo le emissioni e mettendo al primo posto le persone e il pianeta.

Ciò richiede l'adozione di strategie (efficienza energetica, aumento della produzione di energie pulite come quella solare e acquisto diretto di energia pulita) in grado di ridurre l'impronta di carbonio di asset e portafogli.

Gli ultimi dati dell'AIE, che delineano l'attuale percorso verso la neutralità climatica, riassumono i cambiamenti necessari a livello di capacità globale: più energie rinnovabili e stoccaggio, meno carbone e gas, a meno che non venga utilizzata una migliore tecnologia di cattura del carbonio (CCS).

Figura 11: Proiezioni dello scenario dell'energia



Fonte: AIE, Neutralità climatica entro il 2050 – Una roadmap per il settore energetico globale. Dati a ottobre 2021.

Infine, è probabile che imprese e investitori privati affrontino il rischio sotto forma di una maggiore regolamentazione e cambiamenti nel comportamento degli investitori a seguito del ricorso a nuove strategie, nuove politiche o nuovi investimenti, in quanto la società e il settore lavorano alla riduzione della dipendenza dal carbonio e dell'impatto sul clima. I costi potrebbero salire in quanto il rischio climatico viene scontato nelle energie pulite, nelle filiere e nei beni sostenibili, ma le innovazioni tecnologiche assumeranno probabilmente una maggiore importanza nell'ambito di questa transizione.

¹ Nota: il disegno di legge "Build Back Better" (costruire meglio) è in attesa di essere votato dal Congresso degli Stati Uniti

Colmare il divario dei dati ESG

Con la progressiva affermazione delle strategie di investimento sostenibili all'interno dei portafogli di asset owner e gestori, aumentano anche le richieste di rating e ricerche più affidabili e su larga scala in materia di aspetti ambientali, sociali e di governance (ESG). Ma come possiamo gestire la problematica dei dati imperfetti?



Katerina Papamihail
Data Scientist
Quantitative
Evidence & Data
Science Team



Rajdip Ghosh
Quantitative Analyst
Quantitative
Evidence & Data
Science Team

Con il sempre maggiore interesse globale nei confronti delle strategie di investimento sostenibili, negli ultimi anni i dati ESG hanno registrato un miglioramento, offrendo agli investitori maggiore visibilità sull'andamento delle società da una prospettiva non finanziaria.

Tuttavia, le problematiche riguardanti le incoerenze nei dati a livello aziendale, settoriale e di mercati, che spesso non sono standardizzati e a volte risultano anche retrospettivi, inducono gli investitori a ricercare nuovi metodi per valutare la sostenibilità di un business o una strategia. Framework diversi in Paesi diversi, dove solo alcune società non pubblicano le informative, continuano a impedire una valutazione precisa dei rischi climatici a cui è esposta ogni impresa.

E poiché le problematiche di sostenibilità possono incidere pesantemente sul rischio e sul potenziale di rendimento di un investimento, gli investitori non possono semplicemente permettersi di trascurare questa complessa situazione a livello di dati.

Si tratta inoltre di una gamma di tematiche relativamente recenti, e questo acuisce il problema. Negli Stati Uniti, il Securities Exchange Act del 1934 ha richiesto per la prima volta, addirittura 87 anni fa, la pubblicazione e il monitoraggio dei report finanziari. Risale a ben 40 anni fa, ossia al 1981, la costituzione di Bloomberg, inizialmente denominata Innovative Market Systems e finalizzata alla distribuzione di dati finanziari e di mercato. Negli anni, l'ecosistema tradizionale dei dati finanziari può essere stato esposto a svariate problematiche, ma ha avuto a disposizione molti decenni per risolverle.

Il Regolamento relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (SFDR) è il primo regolamento sui dati degli investimenti sostenibili con un impatto, e potenzialmente anche un'importanza, del calibro del Securities Exchange Act del 1934. A titolo di raffronto, l'ecosistema normativo e dei dati in materia di investimenti sostenibili (SI) sta ancora muovendo i primi passi o è in fase di gestazione, a seconda del Paese, ma è escluso che si possano attendere altri 87 anni perché maturi fino a un punto di ubiquità.

Dati ESG mancanti

La giovane età dei dati ESG e la mancanza di coerenza degli standard globali di informativa generano un problema di dati "mancanti" al momento dell'analisi dell'universo delle asset class, ulteriormente acuito quando l'analisi riguarda mercati diversi da quelli sviluppati. Ad esempio, sul fronte delle informative relative alle politiche adottate per gestire le emissioni, molte società cinesi sono in ritardo rispetto alle controparti regionali. Ma la crescente pressione esercitata dal mercato sta già dando i primi frutti, in quanto gli obblighi di informativa sulla sostenibilità determinano un miglioramento degli standard di informativa, nonché delle pratiche ESG in uso nelle società cinesi.

Nei mercati sviluppati, invece, la mancanza di dati ESG, anche nel caso di alcune obbligazioni corporate investment grade di società quotate o private, è

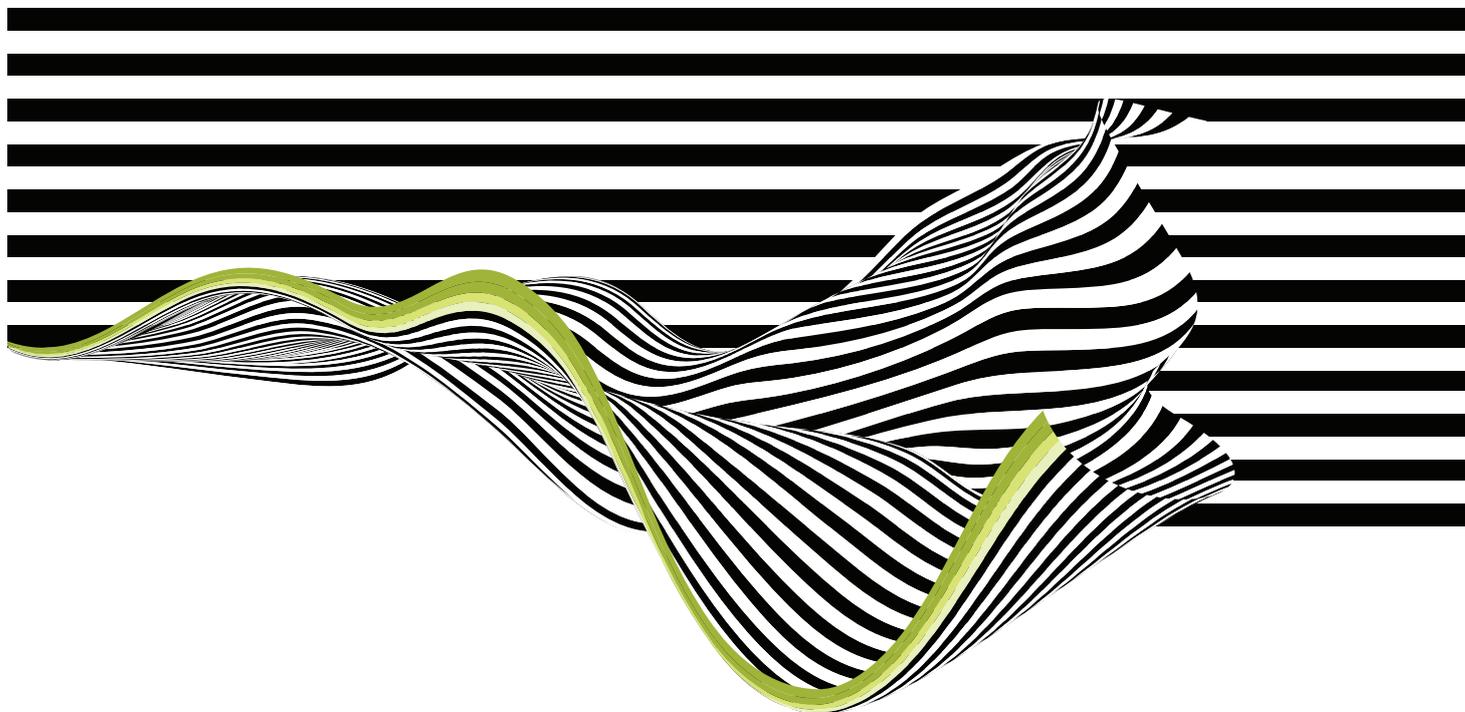


Figura 12: Copertura ESG di terzi in base al merito creditizio

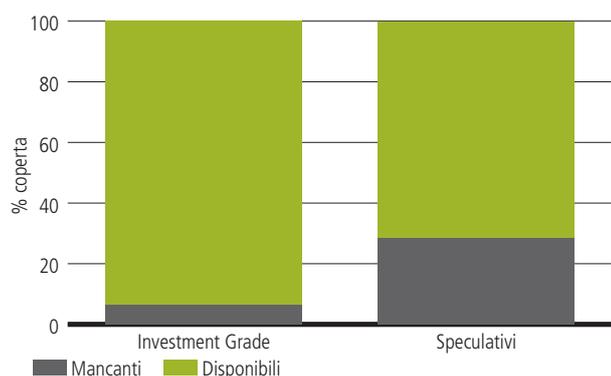
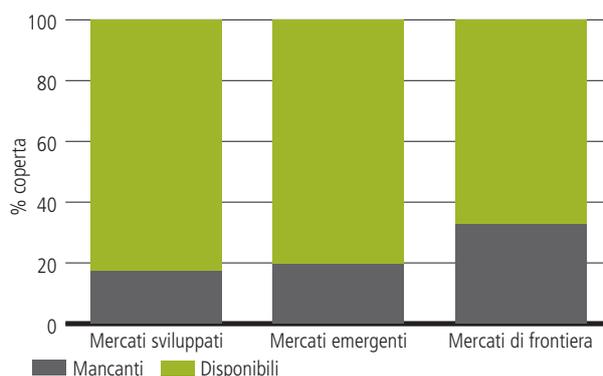


Figura 13: Copertura ESG di terzi in base alla tipologia di mercato



Fonte: UBS AM, MSCI, Sustainalytics. Dati a ottobre 2021

monitorata con attenzione e da ogni parte del mondo si avverte una sempre maggiore necessità di dati ESG precisi. Quindi, date le lacune nei dati, come è possibile costruire un modello di dati ESG per i business meno trasparenti a livello di informativa basandosi su altre società che adottano le prassi migliori? Questa problematica non è insolita perché, in realtà, le decisioni di investimento sono in genere adottate sulla base di dati imperfetti che richiedono deduzioni e al contempo la valutazione delle probabilità che si verifichino determinati risultati.

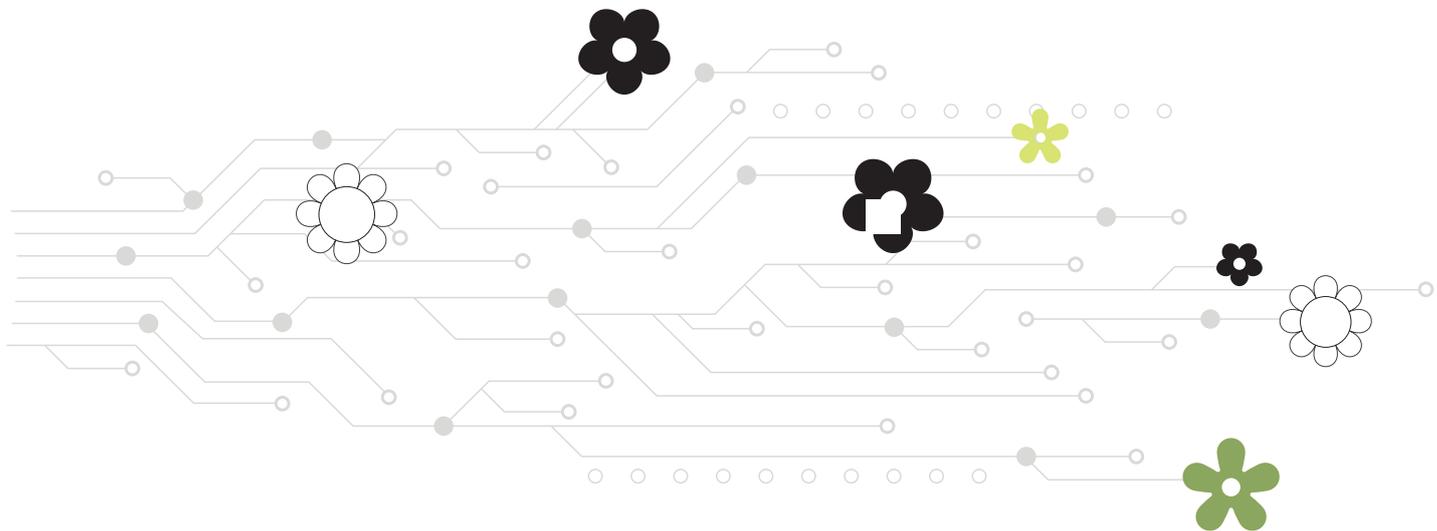
I dati ESG sono in costante evoluzione

Per avanzare sulla strada degli investimenti sostenibili, è chiaro che le società dovranno prendere provvedimenti per aumentare la solidità dei dati. Quindi, fino a quando non sarà disponibile un miglior sistema di misurazione, sarà di vitale importanza trovare soluzioni innovative che utilizzino la statistica per fare deduzioni su come colmare queste lacune.

A nostro avviso, un metodo simile al processo di investimento fondamentale può essere utile in questo senso. Siamo convinti che il nostro modello statistico possa aiutare a colmare queste lacune per permettere ai gestori di portafoglio di fare delle scelte e, in tal modo, massimizzare l'impatto per gli investitori che intendano investire in maniera sostenibile.

L'intelligenza umana può incrementare il dettaglio dei dati?

Usare i "tassi di riferimento" come un modello mentale che si basa su informazioni specifiche piuttosto che su calcoli esatti quando si esprime un giudizio di probabilità sul futuro può aiutare a fondare le previsioni finanziarie e prevenire alcuni dei bias che potrebbero emergere. Questi tassi di riferimento possono essere utilizzati in combinazione con una gerarchia del mercato.



Ad esempio, prendendo diversi valori che vengono riportati per società dello stesso settore, i modelli mentali gerarchici possono essere usati come punto di partenza per colmare le lacune informative per una previsione più efficace.

Modellazione gerarchica – identificazione dei modelli dai dati

Riteniamo che un approccio basato sulla modellazione gerarchica possa essere utilizzato per colmare statisticamente le lacune dei dati ESG con un ragionevole grado di certezza e, quando si applica questo modello ad esempio alle obbligazioni corporate a reddito fisso, è possibile correlare i rating creditizi ai punteggi ESG per colmare tali lacune.

In questo modo è possibile ampliare l'universo delle opportunità di investimento, in particolare con riferimento alle strategie di investimento sostenibile.

Ad esempio, in maniera del tutto simile all'analista fondamentale che colma le lacune utilizzando i tassi di riferimento, la nostra intuizione ci suggerisce che le società all'interno delle stesse fasce di rating, nonché provenienti dallo stesso settore e Paese, dovrebbero avere punteggi ESG simili. A nostro avviso, la performance di sostenibilità è rilevante a livello settoriale, in quanto classifica le società all'interno di un settore mediante una ponderazione dei fattori (o l'assenza di fattori) sulla base dell'informativa riguardante i dati delle emissioni.

Nel frattempo, date le diverse normative adottate nei vari Paesi, si rilevano anche distorsioni regionali. Ne sono un esempio le compagnie petrolifere statunitensi che possono effettivamente avere rating ESG simili alle società tecnologiche cinesi e qualsiasi differenza dovrebbe riflettersi nel rispettivo rating creditizio e nei relativi prezzi di mercato.

Avendo identificato questa distribuzione variabile dei punteggi ESG, risulta possibile costruire modelli statistici che tengano conto di questa intuizione in modo simile a come farebbe un analista fondamentale.

I dati possono influenzare il processo decisionale?

È stato inoltre dimostrato a livello comportamentale e fisiologico che il cervello umano effettua distribuzioni di probabilità e svolge inferenze probabilistiche (Fiser J, 2001) (Alexandre Pouget 1, 2013)¹. Solo a partire dal XVII secolo, tuttavia, i giochi d'azzardo hanno iniziato ad attirare le menti di matematici del calibro di B. Pascal e P. Fermat che hanno formulato una teoria in grado di prevedere le probabilità di vittoria di un giocatore.

Pur non potendo dare alcuna garanzia in merito al risultato di una partita, il calcolo che permetteva di individuare la mossa con l'80% di probabilità di vittoria era molto apprezzato nei circoli di gioco. Questo dimostra che dare una risposta, seppur con un certo grado di incertezza, può diventare più accettabile.

Quando si considerano probabilità e verosimiglianze, che ruolo gioca l'inferenza bayesiana nei rating ESG?

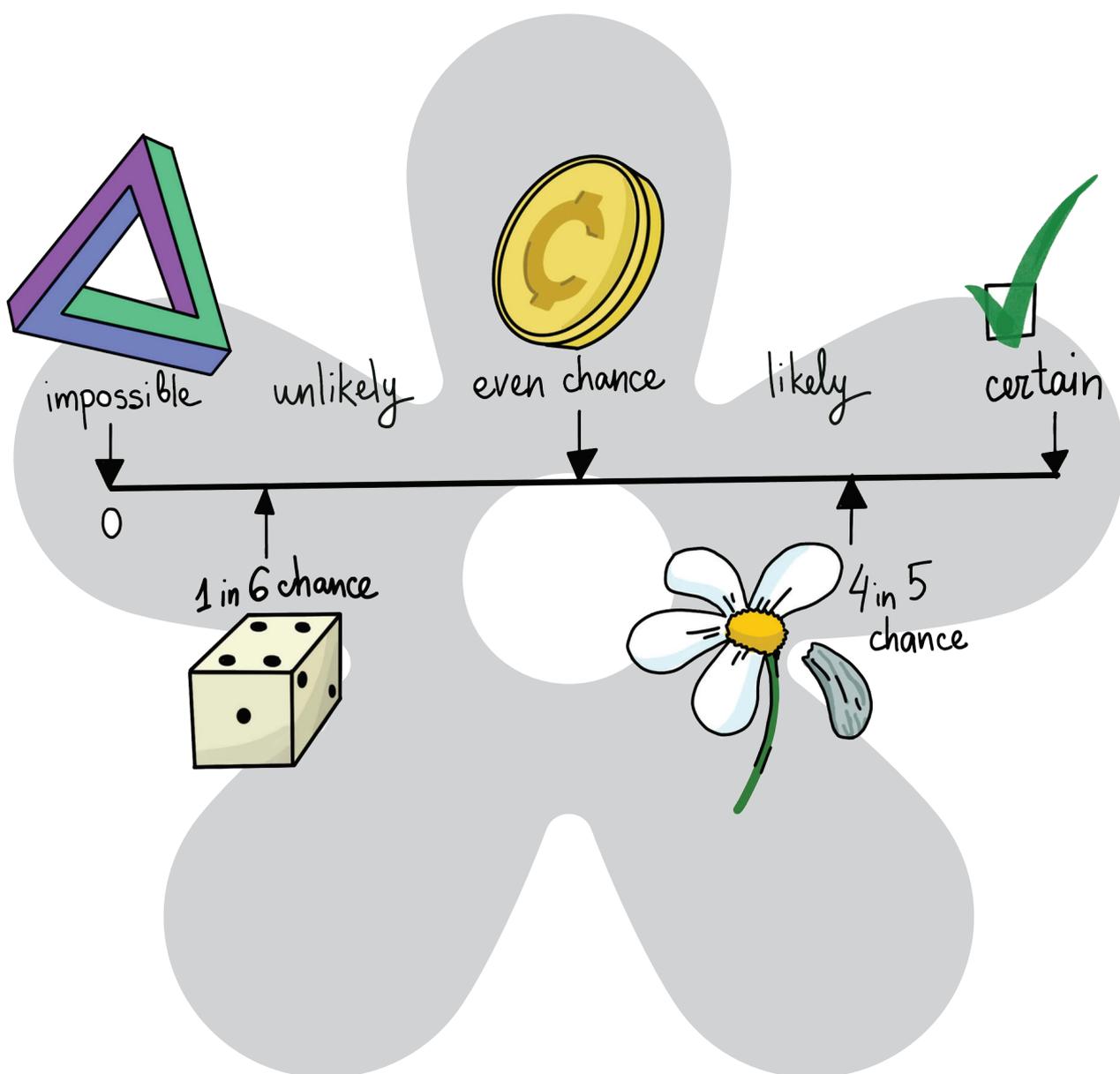
Il metodo bayesiano di inferenza statistica può essere utilizzato anche oggi dagli investitori. I rating ESG possono essere favorevoli o sfavorevoli, con emittenti provenienti da industrie verdi (a ridotte emissioni di carbonio) o marroni (ad elevate emissioni di carbonio). In presenza di un'obbligazione priva di rating del settore marrone per cui sia richiesta una valutazione positiva o negativa poiché le informazioni sull'emittente oggetto del rating sono note, gli investitori sono in grado di calcolare la distribuzione del rating tra i due settori, detta anche probabilità congiunta.

I dati ESG sono in continua evoluzione – ma finché non saranno più maturi la teoria statistica può aiutare a colmare le lacune informative

Per avanzare sulla strada degli investimenti sostenibili, è chiaro che le società dovranno prendere provvedimenti per aumentare la solidità dei rispettivi dati ESG. Tuttavia, fino a quando non sarà disponibile un miglior sistema di misurazione, sarà di vitale importanza trovare soluzioni innovative che utilizzino la statistica per fare deduzioni su come colmare queste lacune per permettere ai gestori di portafoglio di fare scelte sostenibili e, in tal modo, massimizzare l'impatto positivo dei portafogli degli investitori.

¹ Alexandre Pouget 1, J.M. (2013). Probabilistic brains: knowns and unknowns. *Nat Neurosci*, 1170-8. Fiser J, A. R. (2001). Unsupervised statistical learning of higher-order spatial structures from visual scenes. *Psychol. Sci*, 499-504

Figura 14: Probabilità e risultati



Fonte: Riprodotto con l'autorizzazione di luminousmen.com.
<https://luminousmen.com/license/> mediante https://cdn.analyticsvidhya.com/wp-content/uploads/2019/09/data-science-probability_1.jpg

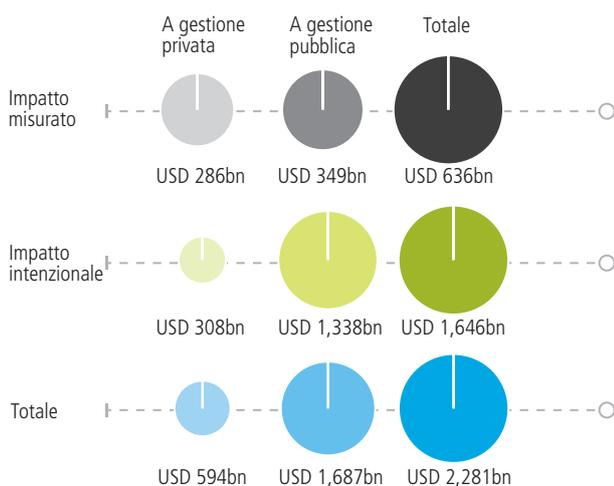
Ridefinire le normative

Le normative in materia di SI incoraggiano gli investimenti in attività sostenibili e il regime informativo è finalizzato ad aumentare la trasparenza; ma in che modo il regolamento SFDR può portare risultati migliori?



Bruno Bertocci,
Head of the Global Sustainable Equities Team

Figura 15: Impact investing: le strategie a impatto con gestione pubblica sono in aumento



Investing for Impact: the Global Impact Investing Market 2020, International Finance Corp. Luglio 2021. https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/publications_ext_content/ifc_external_publication_site/publications_listing_page/impact-investing-market-2020

Il Regolamento relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (SFDR) dell'UE è costituito da una serie di norme incentrate sulla categorizzazione orientata alla sostenibilità e sull'informativa in materia di prodotti finanziari. I principali obiettivi del regolamento sono 1) comunicare a chi opera sul mercato informazioni dettagliate sui potenziali investimenti sostenibili, favorendo un buon processo decisionale, e 2) indirizzare il capitale verso investimenti sostenibili che aiutino a mitigare e risolvere importanti problemi climatici e sociali.

La dimensione informativa dell'SFDR (ad esempio) non è una novità, dato che l'informativa in materia di prodotti finanziari è stata per lungo tempo un obiettivo importante delle autorità di vigilanza finanziaria. Ciò che è nuovo è il concetto che, secondo l'autorità di vigilanza, i problemi sociali possono essere affrontati con prodotti finanziari¹, una view direttamente derivante dai recenti sviluppi dell'impact investing.

L'evoluzione dell'impact investing

Anche se gli investimenti a impatto hanno origini antiche e risalgono al campo della filantropia e del private equity, l'impact investing dei titoli quotati è relativamente nuovo. UBS ha percorso i tempi in questo segmento, gestendo uno dei più grandi mandati di public equity impact al mondo per un fondo pensione olandese e ideando metriche su base scientifica per rilevare l'impatto esterno delle società quotate².

Non tutti gli investimenti che rientrano nello schema SFDR hanno una componente di impatto diretto ma, rendendo obbligatoria l'informativa su metriche quali l'intensità di carbonio³, è probabile che gli investitori siano portati a

¹ Questo è particolarmente rilevante per i prodotti definiti nell'ambito dell'articolo 8 dell'SFDR "promozione delle caratteristiche ambientali o sociali" e dell'articolo 9 "obiettivi sostenibili"

² The Transformative Power of Capital, B. Gill e B. Bertocci

³ Come delineato soprattutto nell'obbligo di informativa previsto dall'SFDR di rivelare il "principale effetto negativo per la sostenibilità" (PASI) degli investimenti a livello aziendale.



investire il capitale in maniera più verde e collaborino con le società per la riduzione dell'impronta di carbonio. Si dice che "si gestisce ciò che si misura", e il nostro caso non fa eccezione.

L'Europa spinge perché si trovino soluzioni

L'UE sta rispondendo alla richiesta di risolvere problemi su larga scala come i cambiamenti climatici e altre problematiche sociali, spingendo gli investitori di tutti i tipi a investire in possibili soluzioni. Inoltre, richiedendo che gli investitori siano informati delle esternalità negative dei propri investimenti, l'UE ritiene che saranno evitati gli investimenti con esternalità significative.

In sostanza l'UE sta estendendo la portata dello scopo sociale degli investimenti. Fino a 10 o 15 anni fa, lo scopo dell'investimento professionale era generare un rendimento positivo corretto per il rischio che permettesse ai pensionati di lasciare il lavoro, pagare le spese mediche, mandare a scuola i figli e raggiungere altri obiettivi. Il modo in cui si generava un determinato rendimento o le esternalità degli investimenti nel portafoglio non erano rilevanti poiché, come diceva Milton Friedman, lo scopo di una società quotata è solo fare soldi. Ma la situazione adesso è cambiata.

Gli investitori ESG si concentrano sul cambiamento positivo

Investire in società con significativi effetti negativi su ambiente, forza lavoro o catena di approvvigionamento è diventato un anatema. Investire in società con significative esternalità positive è invece diventato cruciale per gli investimenti ambientali, sociali e di governance (ESG). Questa tendenza è stata sostenuta da molti studi che dimostrano l'importanza dei fattori ESG e la possibilità di integrarli nel processo decisionale degli investimenti per migliorare i risultati in termini di rischio-rendimento.⁴

Un altro modo di guardare all'SFDR è quello di contestualizzare il regolamento nell'evoluzione in corso nel segmento degli investimenti sostenibili. Questa evoluzione sta avvenendo rapidamente in tutto il mondo, di pari passo con l'SFDR.

I dati relativi alla sostenibilità sono in miglioramento

In primo luogo, il campo stesso dei dati di sostenibilità si sta evolvendo molto rapidamente. Il Sustainability Accounting Standards Board, leader nello sviluppo delle norme contabili in materia di fattori materiali di sostenibilità, si è unito all'International Integrated Reporting Council, adottando un approccio unitario globale rispetto all'informativa. Allo stesso tempo, l'entità risultante, la Value Reporting Foundation, sta lavorando a stretto contatto con l'International Financial Reporting Standards Foundation per "accelerare la convergenza degli standard globali di informativa focalizzati sul valore d'impresa".

Abbiamo osservato lo stesso processo con l'informativa finanziaria, poi culminato nella convergenza delle norme contabili globali con l'accordo di Norwalk del 2002 che ha allineato le norme contabili USA e non USA.

Possiamo aspettarci che si arrivi presto a una convergenza simile dei fattori materiali di sostenibilità, soprattutto perché è particolarmente incoraggiata dalle autorità di vigilanza di tutto il mondo.⁵

L'informativa sta diventando la norma

In secondo luogo, la Task force sulle comunicazioni di informazioni di carattere finanziario relative al clima è stata estremamente attiva nel pubblicare raccomandazioni su metodologia e informative per emittenti, gestori e asset owner.

⁴ Alcuni studi includono Khan M., Serafeim, G. e Youn, A. (2016). Corporate Sustainability: First evidence on Materiality. The Accounting Review, Vol 91, N. 6, Madison, Nicolas e Schiehl, Eduardo (2021). The Effect of Financial Materiality on ESG Performance Assessment. Sustainability 2021, 13, 3652, e Steinbarth, E.; Bennett, S. Materiality Matters: Targeting the ESG Issues that Impact Performance. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. 2018.

⁵ Nella dichiarazione del 24 febbraio 2021, l'International Organization of Security Commission "ravvisa urgente bisogno di standard di informativa sulla sostenibilità coerenti a livello globale, comparabili e affidabili, e annuncia le proprie priorità e la propria visione per un Sustainability Standards Board (SSB) nell'ambito dell'IFRS Foundation"

Di recente queste sono state aggiornate e ampliate⁶ con uno Status Report, la Guidance on Metrics, Targets and Transitions Plans, un Annex on Implementation e un imminente Portfolio Alignment Report. Nel suo insieme, questo gruppo di documenti, che è stato anche approvato e richiesto dalle autorità, comprende un ampio insieme di metriche, metodologie e informative molto utili ai fini dell'analisi del rischio climatico.

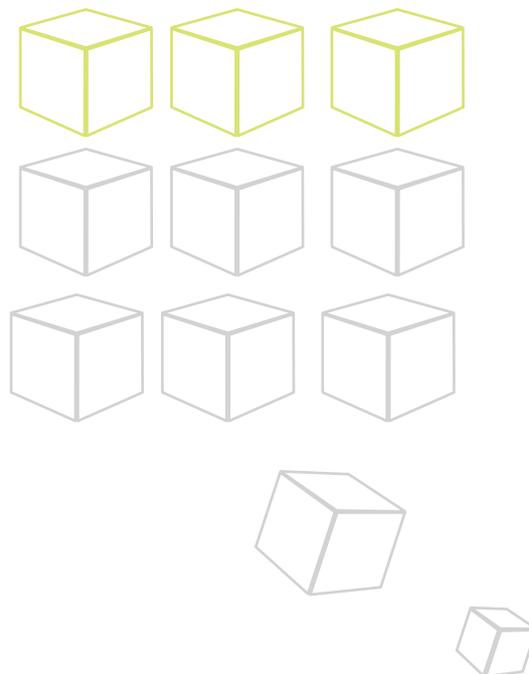
Gli standard sono cruciali per l'informativa ESG

Infine, la dimensione informativa dell'SFDR è rafforzata dalla pubblicazione finale degli Investment Product ESG Disclosure Standard del CFA Institute che gestiscono, con un approccio chiaro e conciso, l'informativa in merito alle caratteristiche chiave di tutti i prodotti che hanno una componente ESG, in tutte le asset class. Questi standard, volontari e orientati dal mercato, sono stati sviluppati in circa due anni e mezzo dopo due tornate di consultazioni pubbliche e probabilmente nel corso del 2022 saranno approvati da autorità di vigilanza come la SEC, che preferisce puntare su standard orientati dal mercato piuttosto che fornire una normativa calata dall'alto.

Questo è l'approccio che la SEC ha adottato con le norme di contabilità finanziaria per le società quotate, affidando al Financial Accounting Standards Board il ruolo di organo di regolamentazione per le società quotate. Gli Investment

Product ESG Disclosure Standard del CFA Institute sono simili e appartengono ai Global Investment Performance Standard, standard volontari ma adottati universalmente in tutto il mondo.⁷

L'SFDR è un elemento importante e influente nella ricerca di soluzioni alla crisi climatica e dovrebbe essere considerato parte di un ampio insieme di sviluppi che, nel loro complesso, stanno modificando radicalmente il panorama degli investimenti sostenibili.



⁶ Le pubblicazioni sono reperibili all'indirizzo [tcf.org](https://www.tcf.org)

⁷ I GIPS si basano su un documento indispensabile di Brian Singer e Denis Karnosky pubblicato nel 1994 intitolato "Global Asset Management and Performance Attribution", mentre erano presso Brinson Partners, la società precedente a UBS-AM.

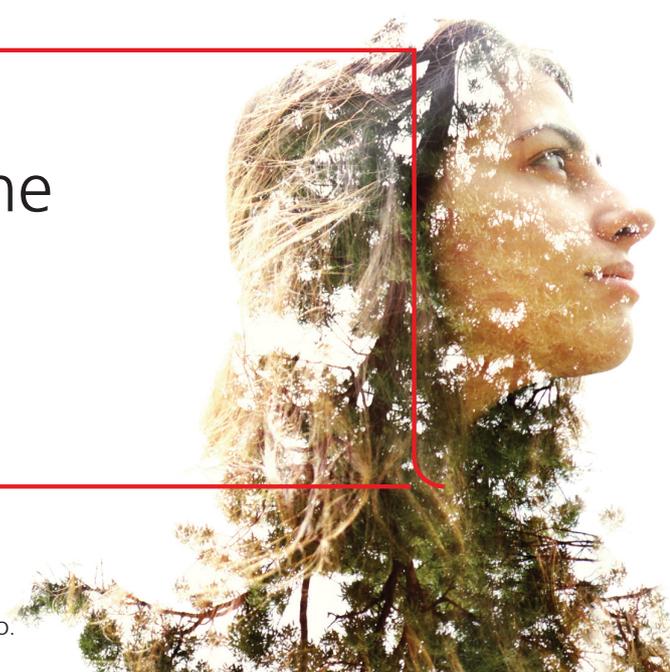
Trovare nuove fonti energetiche o trasformare le tradizionali?

Sappiamo che navigare nel mondo degli investimenti comporta scelte difficili.

Per le domande sugli investimenti, non sei solo. **Asset Management, senza compromessi.**

 UBS Asset Management
ubs.com/am

© UBS 2021. Il simbolo delle chiavi e UBS sono fra i marchi protetti di UBS. Tutti i diritti riservati.



UBS Asset Management

è una società di gestione globale e diversificata, presente a livello mondiale in 23 mercati. Offriamo capacità e stili di investimento in tutte le principali asset class tradizionali e alternative – dalla gestione attiva a quella passiva, compresa un'offerta completa di investimenti sostenibili – e consulenza a istituzioni, intermediari Wholesale e clienti Global Wealth Management.

Il nostro obiettivo è fornire ai clienti idee, capacità di comprensione e chiarezza per aiutarli a rispettare le loro priorità e i loro valori di investimento, senza compromessi. Le nostre capacità globali includono azioni, reddito fisso, valute, immobiliare, infrastrutture, private equity e hedge fund, con la possibilità di elaborare soluzioni personalizzate e strategie multi-asset.

A complemento della nostra offerta di investimento,

forniamo servizi professionali di white labelling che comprendono la creazione di fondi e attività quali contabilità, valorizzazione delle attività, calcolo del NAV e rendicontazione per fondi tradizionali e alternativi. Offriamo inoltre la nostra innovativa piattaforma modulare, UBS Partner, che fornisce alle banche potenti strumenti e analytics a sostegno della loro offerta di consulenza, consentendo di migliorare significativamente l'esperienza dei clienti finali.

Per soddisfare gli obiettivi finanziari e di sostenibilità degli investitori,

offriamo strategie di investimento sostenibili e a impatto in una gamma di classi di attività, dall'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance all'impact investing, che comprende temi di investimento quali energia rinnovabile,

stewardship ambientale, integrazione sociale, assistenza sanitaria, efficienza delle risorse e fattori demografici. Offriamo anche soluzioni su misura che abbracciano lo spettro della sostenibilità, tra cui l'integrazione ESG, l'orientamento verso uno specifico fattore E, S o G, lo screening tematico positivo, l'impatto e le esclusioni. La sostenibilità è anche una parte intrinseca del processo decisionale di investimento in molte delle nostre strategie attive. I fattori ESG sono presi in considerazione utilizzando la nostra dashboard proprietaria sul rischio ESG. Queste informazioni confluiscono anche nel nostro processo di stewardship, nel quale monitoriamo attivamente le società segnalate coinvolgendole in attività di engagement per aiutarle a progredire verso un futuro a basse emissioni di carbonio.

A scopo informativo e di marketing da parte di UBS.

Solo per clienti professionali.

Prima di investire in un prodotto leggere con attenzione e integralmente l'ultimo prospetto e il documento informativo chiave per gli investitori. 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.

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

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

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

© UBS 2021. Il simbolo delle chiavi e UBS sono fra i marchi protetti di UBS. Tutti i diritti riservati.



ubs.com/am-linkedin

© UBS 2021. Tutti i diritti riservati

ubs.com/am-it

