

Panorama

Per investitori professionali
A scopo di marketing

Investire nel 2023 | UBS Asset Management



Investire nel cambiamento

Immagina le opportunità

01 | Le acque
calme si
fanno agitate

02 | Gli effetti di
un fine ciclo
più lungo

14 | Un nuovo paradigma
per l'Equity Long/
Short Alpha?

16 | Outlook di politica
monetaria delle
banche centrali

In questa edizione di Panorama i nostri esperti fanno il punto sull'anno di investimenti appena trascorso, esplorando le aree che potrebbero riservare nuove sfide, opportunità e sorprese.

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: novembre 2022

Caporedattrice: Claire Evans
Redazione: Melanie Archer
Design: Marie-Agnes Lajonie

Indice

- 01 Le acque calme si fanno agitate
Barry Gill presenta la nuova edizione di Panorama
- 02 Un fine ciclo più lungo
Che effetti avranno le decisioni della Federal Reserve sui mercati?
- 06 Il portafoglio 60/40 risorgerà dalle sue ceneri?
Il team multi asset illustra le prospettive di questo approccio di portafoglio
- 10 I motivi per tornare all'obbligazionario
Le opportunità disponibili ora che la maggior parte dei rendimenti di mercato supera il 2%
- 14 Equity Long/Short Alpha: un nuovo paradigma?
L'outlook di Bernie Ahkong su questo approccio di investimento basato sugli hedge fund.
- 16 Quale sarà il prossimo passo delle banche centrali?
Il 2023 sarà un anno di sfide per le banche centrali mondiali: riusciranno a mantenere l'orientamento attuale?
- 20 Perché scegliere UBS Asset Management



Barry Gill
Head of Investments

Le acque calme si fanno agitate

È stato un anno difficile per gli investitori. Barry Gill, Head of Investments di UBS Asset Management, presenta l'edizione di fine anno di Panorama e le questioni che gli investitori dovranno affrontare nei prossimi mesi.

Wow! Che periodo tumultuoso stiamo vivendo. Sembra che dal 2020 stiamo cavalcando un'ondata di imprevisti che (si spera...) ha raggiunto il culmine quest'anno. Dopo anni di acque calme, siamo ora chiamati a immaginare un mondo in cui l'imprevedibilità è presente in modo permanente. Paradossalmente, il nostro elenco degli accadimenti che l'anno prossimo potrebbero cogliere impreparati gli investitori appare più convenzionale rispetto agli anni precedenti, ma questo dipende probabilmente dal cambiamento nella nostra percezione di ciò che rientra nei limiti della normalità.

All'inizio di quest'anno abbiamo avuto l'impressione che gli storici vantaggi di diversificazione del tradizionale portafoglio 60/40 potessero essere vanificati dall'aumento dell'inflazione. Pochi avrebbero potuto immaginare fino a che punto questa prospettiva si sarebbe concretizzata: a un certo punto le azioni si sono trovate in pieno territorio ribassista, mentre le obbligazioni hanno registrato il più grande sell-off dal 1994. La domanda, adesso, è: cosa succederà d'ora in avanti? Le valutazioni si sono riequilibrare a sufficienza e le obbligazioni offrono abbastanza rendimento da rendere nuovamente adeguato il mix 60/40? Ne parliamo in questa edizione di Panorama.

Malgrado le evidenti difficoltà a servire il debito di famiglie, aziende e governi, per la prima volta dalla Grande crisi finanziaria del 2007-2008 abbiamo cedole interessanti lungo tutto lo spettro obbligazionario. Mentre gli spread di credito non sono particolarmente ampi, qualche investitore potrebbe pensare che i rendimenti delle obbligazioni con duration breve siano abbastanza elevati da non richiedere una grande scommessa sulla duration. Il nostro team si muove alla ricerca delle migliori opportunità.

Dopo tanti anni di dominio del settore tecnologico, gli investitori riusciranno finalmente ad apprezzare altri tipi di azioni? Le azioni dovranno assomigliare un po' alle obbligazioni per essere interessanti? Potrebbero tornare i dividend yield? Solo il tempo lo dirà, ma una cosa è certa: rotazioni di questo tipo sui mercati azionari possono creare incredibili opportunità di alfa, in particolare dove il mix istituzionale di azionisti è limitato. Il nostro team di gestione di hedge fund O'Connor spiega come intende identificare l'alfa in un periodo in cui la sua generazione dovrà probabilmente contribuire in modo più rilevante ai rendimenti azionari rispetto all'ultimo decennio.

I mercati rialzisti nascono solitamente quando gli investitori ignorano le buone notizie, ma hanno una grande paura di rimanere esclusi dalle opportunità. Questa "fear of missing out" (FOMO) sembra indicare che ci sarà ancora da patire prima che i mercati tornino a essere realmente investibili. La sensazione è che le sorprese non siano ancora finite. Per citare un colorito aforisma di Warren Buffett, solo quando la marea si ritira scopri chi stava nuotando nudo. La marea di oggi è il rapido aumento dei tassi di interesse per combattere l'inflazione. Quali debolezze dei mercati rimarranno esposte? Mentre scriviamo, alcuni elementi del mercato delle criptovalute sono in tumulto. Chi sarà il prossimo? Il Giappone potrebbe abbandonare il controllo della curva dei rendimenti? Quali sarebbero le conseguenze? Questo esito è una delle sorprese più negative che ipotizziamo in questa edizione di Panorama.

Come sempre, il nostro team è a disposizione per sostenervi nel vostro viaggio di investimento e aiutarvi a scrutare attraverso la nebbia dell'incertezza.

Un cordiale saluto,
Barry

La resilienza del mercato del lavoro potrebbe prolungare la fase finale del ciclo

Forse gli investitori rimarranno sorpresi dalla resilienza dell'economia globale nel 2023. Per il team Investment Solutions, il desiderio della Fed di mantenere condizioni finanziarie restrittive indica che gli asset di rischio non sono fuori pericolo.



Evan Brown
Head of Multi-Asset Strategy

Ryan Primmer
Head of Investment Solutions

Finora, quest'anno, la Federal Reserve statunitense ha aumentato i tassi in sei riunioni consecutive, per un totale di 375 punti base. Se a dicembre procederà con il previsto rialzo di 50 punti base, avrà realizzato il maggiore inasprimento cumulativo in un anno civile dal 1980. La velocità e l'ampiezza dei rialzi dei tassi sono state concepite per incidere sull'economia statunitense al fine di ridurre l'inflazione.

In questo contesto, oltre il 75% dei gestori di fondi ritiene probabile una recessione nei prossimi 12 mesi, un livello più o meno pari al picco di pessimismo registrato durante la crisi finanziaria globale del 2009 e la pandemia di COVID-19 del 2020¹.

Sebbene una recessione sia una possibilità molto concreta, gli investitori potrebbero rimanere sorpresi dalla resilienza dell'economia globale, anche in presenza di un così forte inasprimento delle condizioni finanziarie. Il mercato del lavoro sicuramente si raffredderà, ma i bilanci sani delle famiglie dovrebbero continuare a sostenere la spesa nel settore dei servizi (Tabelle 1 e 2). Inoltre, alcuni dei principali freni all'economia mondiale dovuti all'Europa e alla Cina sono destinati a migliorare, anziché peggiorare, da qui alla fine del primo trimestre del 2023.

Evitare una recessione sarebbe chiaramente una buona notizia, ma non darebbe comunque il cessato allarme per gli asset di rischio. Un'economia più resiliente potrebbe anche significare che le banche centrali dovranno fare di più, non di meno, per riportare l'inflazione in modo duraturo verso il target, e questo aumenta il rischio che ci aspetti un atterraggio più duro. Crediamo tuttavia che sia prematuro iniziare a posizionarsi per esiti economici molto negativi. Potremmo assistere al prolungarsi del contesto di fine ciclo, e nel quadro di queste potenziali dinamiche gli investitori dovranno dimostrarsi capaci di flessibilità e discernimento nel 2023.

¹ Bank of America Global Research November 2022 Global Fund Manager Survey, 12 novembre 2022

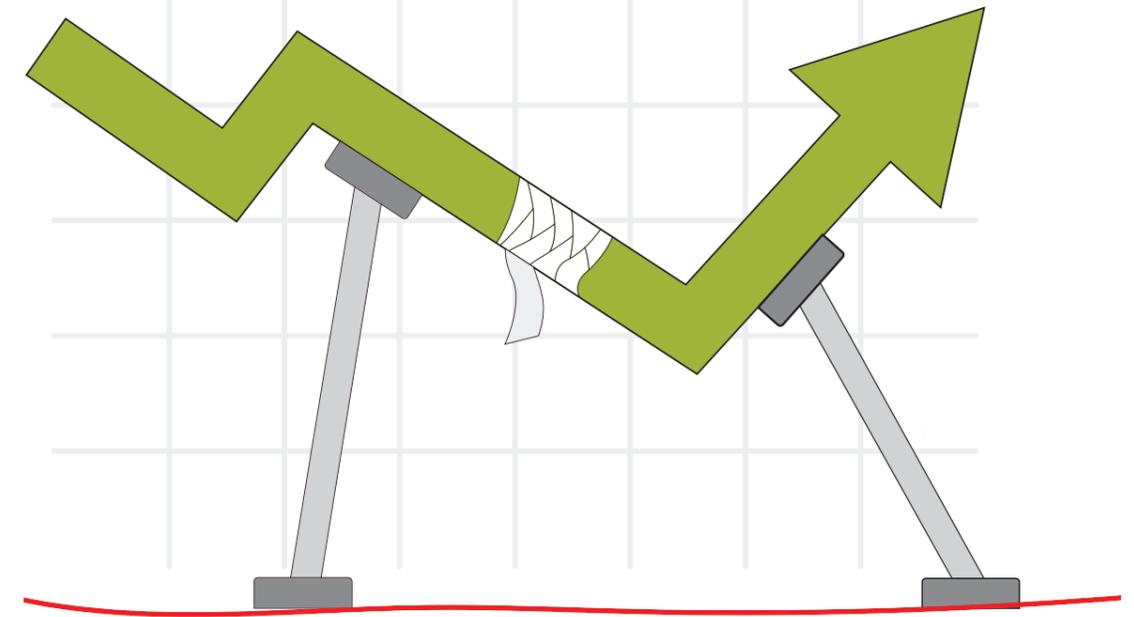


Tabella 1 – Indicatori del mercato del lavoro statunitense da monitorare

Indicatori del mercato del lavoro statunitense da monitorare	Dati più recenti*	Fine 2019	Differenza
Tasso di disoccupazione (U3)	3,7% (ott)	3,60%	+0,10%
Indice dei costi dell'occupazione nel settore privato: salari e stipendi	5,3% (Q3)	3%	+2,30%
Nuove richieste di sussidi di disoccupazione	222K (12 nov)	235K	-13k
Richieste di disoccupazione continua	1,5m (5 nov)	1,9m	-400k
Tasso di occupazione della prima fascia d'età	79,8% (ott)	80,30%	-0,5%
Reddito da lavoro aggregato (su base annua)	8,7% (ott)	3,70%	+5%
Tasso di abbandono del settore privato	2,9% (sett)	2,60%	+0,3%

Fonte: Bureau of Labor Statistics, Dipartimento del Lavoro. *Dati correnti: Tasso di disoccupazione a ottobre 2022, Indice dei costi dell'occupazione nel settore privato al 30 settembre 2022, Nuove richieste di disoccupazione al 12 novembre 2022, Richieste di disoccupazione continua al 5 novembre 2022, Tasso di occupazione della prima fascia d'età a ottobre 2022, Reddito da lavoro aggregato a ottobre 2022, Tasso di abbandono del settore privato a settembre 2022

Tabella 2 - Principali parametri salariali delle banche centrali dei mercati sviluppati

Banca centrale	Principale parametro salariale	Var. % su base annua (ultima lettura)
Federal Reserve	Indice dei costi dell'occupazione nel settore privato: salari e stipendi (Q3)	+5,3%
Banca Centrale Europea	Indicatore BCE sui salari negoziati (Q2)	+2,4%
Bank of Japan	Retribuzioni contrattuali programmate (sett.)	+1,6%
Bank of England	Retribuzioni contrattuali medie settimanali escl. bonus/arretrati (sett.)	+6,3%
Reserve Bank of Australia	Indice dei prezzi dei salari escl. bonus (Q3)	+3,1%
Reserve Bank of New Zealand	Indice salari e stipendi (Q3)	+3,9%
Bank of Canada	Indice dei salari BoC (Q2)	+3,3%

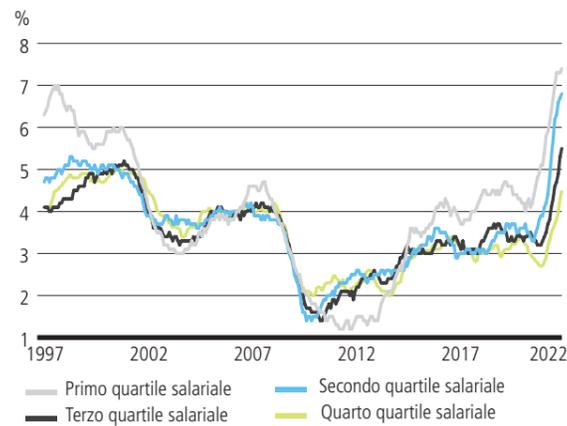
Fonti: Ufficio statistico del lavoro degli Stati Uniti, Banca Centrale Europea, Ministero della salute, del lavoro e del welfare giapponese, Ufficio statistico nazionale del Regno Unito, Ufficio statistico australiano, Statistiche della Nuova Zelanda, Bank of Canada



La Fed e il mercato del lavoro statunitense

Per comprendere al meglio le dinamiche economiche degli Stati Uniti, è necessario suddividere il mercato del lavoro statunitense in coorti di reddito inferiori e superiori. I lavoratori con salari più bassi, impiegati in modo sproporzionato nel settore servizi, stanno registrando una crescita salariale molto forte (Figura 1). Questo accade in gran parte perché i lavoratori a più alto reddito hanno ancora un eccesso di risparmio molto consistente e sono pronti e più che disposti a spenderlo nel settore dei servizi². Se da un lato le persone con un reddito elevato hanno una propensione marginale al consumo più bassa (cioè spendono una percentuale minore del loro reddito rispetto alle persone con un reddito inferiore), dall'altro rappresentano la maggior parte dei consumi totali (Figura 2).

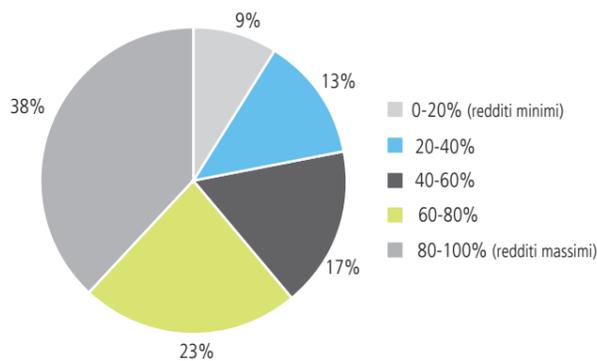
Figura 1 – Negli Stati Uniti la crescita più forte del reddito riguarda le retribuzioni più basse



Fonte: Macrobond, Atlanta Federal Reserve. Dati al 1° ottobre 2022

² <https://www.chicagofed.org/publications/working-papers/2020/2020-15>

Figura 2 – Il 40% delle fasce di reddito più alte rappresenta il 60% della spesa



Fonte: UBS-AM, Macrobond. Dati al 1° gennaio 2021. Stati Uniti, BLS, Indagine sulle spese dei consumatori, Spese, Spese annuali medie totali, Totale, Quintili di reddito al lordo delle imposte, USD

È compito della Federal Reserve raffreddare la situazione e assicurarsi che non si trasformi in una spirale salari-prezzi. L'inasprimento delle condizioni finanziarie da parte della Fed ha in parte contribuito al rallentamento del reddito da lavoro aggregato, raffreddando il mercato immobiliare e riducendo il consumo di beni, ma le dinamiche della spesa per servizi che abbiamo evidenziato si riscontrano unicamente in questo ciclo dettato dal COVID-19 e probabilmente sarà più difficile interromperle. Questo significa, a nostro parere, che l'economia (e gli utili) statunitensi non dovrebbero subire un calo così brusco come molti prevedono, ma anche che la Fed dovrà mantenere i tassi più alti più a lungo.

Dalla Cina arrivano intanto i primi segnali di un allentamento delle misure zero-COVID, nonostante l'elevato numero di casi, a dimostrazione dell'impegno verso questo cambiamento di politica che dovrebbe consentire un rilancio dei consumi.

È improbabile che il processo si svolga in modo lineare, ma la direzione intrapresa appare piuttosto chiara. La nostra convinzione che la Cina sia pronta a una svolta è rafforzata dal fatto che questi aggiustamenti alla politica anti-COVID si stanno verificando in concomitanza con il più ampio sostegno al settore immobiliare mai osservato finora. Una Cina in ripresa potrebbe fornire la spinta necessaria a fronte del rallentamento delle economie sviluppate, ma probabilmente porterà anche a un aumento dei prezzi delle materie prime. Anche per questo motivo, la Fed e le altre banche centrali potrebbero avere difficoltà a tirarsi indietro troppo velocemente.

Asset allocation

È improbabile che la volatilità a livello macro e delle singole asset class svanisca con la fine dell'anno, senza contare che la distribuzione dei possibili esiti rimane molto più ampia di quella a cui si erano abituati gli investitori nel ciclo precedente. La nostra attenzione si concentra quindi sul posizionamento nei prossimi mesi, piuttosto che nell'anno a venire, e siamo pronti a cambiare rotta in base all'evoluzione del ciclo economico.

Per il 2023 ci aspettiamo che le azioni globali, a livello di indice, rimangano all'interno di un range di oscillazione che sarà limitato al rialzo dal desiderio della Fed di non allentare troppo le condizioni finanziarie, e al ribasso dalla resilienza dell'economia e dalla ripresa della Cina.

Il set di opportunità di relative value offerto dall'azionario globale appare promettente. I nostri settori preferiti sono i finanziari e l'energia, in quanto le posizioni con un orientamento ciclico dovrebbero registrare una buona performance se il pessimismo sulla crescita globale, a nostro parere eccessivo, si affievolirà a fronte di dati economici solidi. I livelli di attività che sorprendono al rialzo e la prospettiva di tassi più elevati più a lungo dovrebbero avvantaggiare i titoli "value" rispetto ai titoli "growth", soprattutto perché le stime sugli utili delle società meno costose evidenziano una buona tenuta rispetto a quelle delle controparti che presentano prezzi più elevati. A livello regionale, il Giappone è sostenuto da una rara combinazione di stimoli monetari e fiscali accomodanti.

Sulle materie prime abbiamo un posizionamento neutrale. Gli interventi della Fed per terminare o invertire il ciclo di rialzi dei tassi saranno probabilmente gradualmente finché il mercato del lavoro statunitense continuerà a piegarsi senza però spezzarsi, mentre i segnali che l'inflazione complessiva ha raggiunto il picco potrebbero ridurre le probabilità di un eccessivo inasprimento. Tuttavia, è probabile che le pressioni sui prezzi rimangano ostinatamente elevate, effetto collaterale di un mercato del lavoro statunitense che si rifiuta di cedere. La riapertura della Cina dovrebbe alimentare una ripresa della domanda interna di petrolio, compensando in parte la pressione al ribasso sull'inflazione esercitata dai prezzi dei beni. Per quanto riguarda il credito statunitense ed europeo, i rendimenti delle obbligazioni investment grade

appaiono sempre più interessanti come punto di equilibrio tra un'economia potenzialmente resiliente e rendimenti delle obbligazioni governative più range-bound.

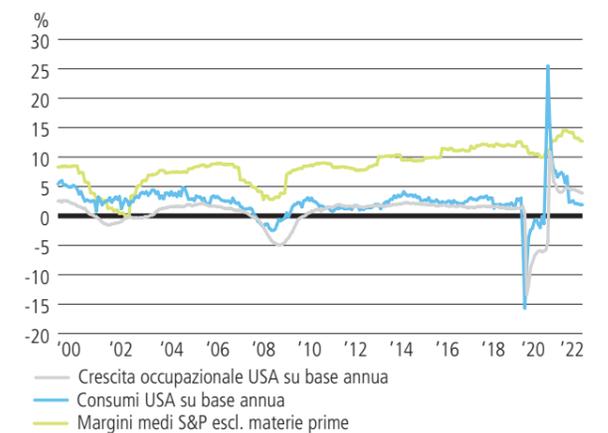
Riteniamo che le materie prime siano interessanti sia in termini assoluti, sia per il ruolo di copertura che svolgono nei portafogli multi asset. Le scorte, già basse, possono continuare a ridursi in un contesto di rallentamento della crescita finché l'offerta rimane limitata, situazione che si riscontra nella maggior parte dei mercati delle materie prime. Garantire un accesso sufficiente all'energia non è un problema che si risolverà alla fine di questo inverno, e potrebbe intensificarsi con l'aumento della domanda cinese se le restrizioni alla mobilità saranno rimosse. Inoltre, le materie prime hanno un track record di ottime performance nei mesi in cui le azioni e le obbligazioni subiscono cali significativi.

Per quanto riguarda le valute, riteniamo che il dollaro USA sia passato da una posizione di forza, evidenziata da un chiaro trend, a un andamento più confinato in un range di oscillazione.

I fattori che a nostro parere potrebbero accelerare un'ampia svolta del dollaro sono la conclusione dei rialzi dei tassi da parte della Fed, la fine della politica zero-COVID cinese e l'attenuazione delle pressioni energetiche in Europa derivanti dall'invasione russa dell'Ucraina. Nessuno di questi si è ancora manifestato pienamente, ma tutti e tre sembrano prossimi.

Un dollaro più confinato in un range, associato a un'economia globale che sta ancora crescendo, ma in rallentamento, potrebbe creare un contesto molto positivo per le valute ad alto carry legate alle materie prime. Tra le valute preferiamo il real brasiliano e il peso messicano.

Figura 3 – I margini dell'S&P 500 tendono a evidenziare una correlazione positiva con la crescita dell'occupazione e della spesa



Fonte: UBS-AM, Macrobond. Dati al 31 ottobre 2022

Il portafoglio 60/40 risorgerà dalle sue ceneri?

Per i portafogli 60/40, il 2022 è stato finora uno dei peggiori anni mai registrati. Nonostante le prospettive a lungo termine più positive, il perdurare dell'incertezza aumenta l'attrattiva di una diversificazione delle esposizioni oltre le azioni e i titoli governativi tradizionali. Approfondisce questo tema il nostro team multi asset.



Louis Finney
Research Analyst
Investment Solutions



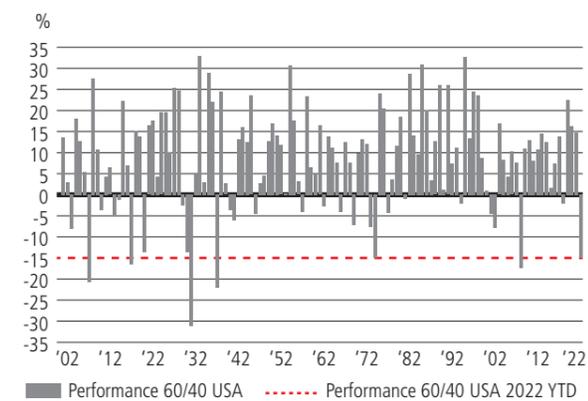
Nicole Goldberger
Head of Growth
Multi-Asset Portfolios

Per gran parte degli ultimi venticinque anni, gli investitori hanno beneficiato di una correlazione costantemente negativa tra azioni e obbligazioni. In parole povere, quando si verificava un sell-off azionario, gli investitori potevano contare sulle obbligazioni come ancora e protezione in un portafoglio multi asset.

Tuttavia, il persistere di un'inflazione elevata e le aggressive campagne di inasprimento delle banche centrali hanno messo sotto forte pressione i mercati finanziari nel 2022. Per gli investitori è stato impossibile trovare un posto sicuro in cui nascondersi: il rendimento totale delle azioni globali è pari a -21% per i primi 10 mesi dell'anno, ma anche le obbligazioni sovrane e il credito hanno registrato performance negative a livello globale, con rendimenti totali rispettivamente del -22% e -21% nello stesso periodo¹.

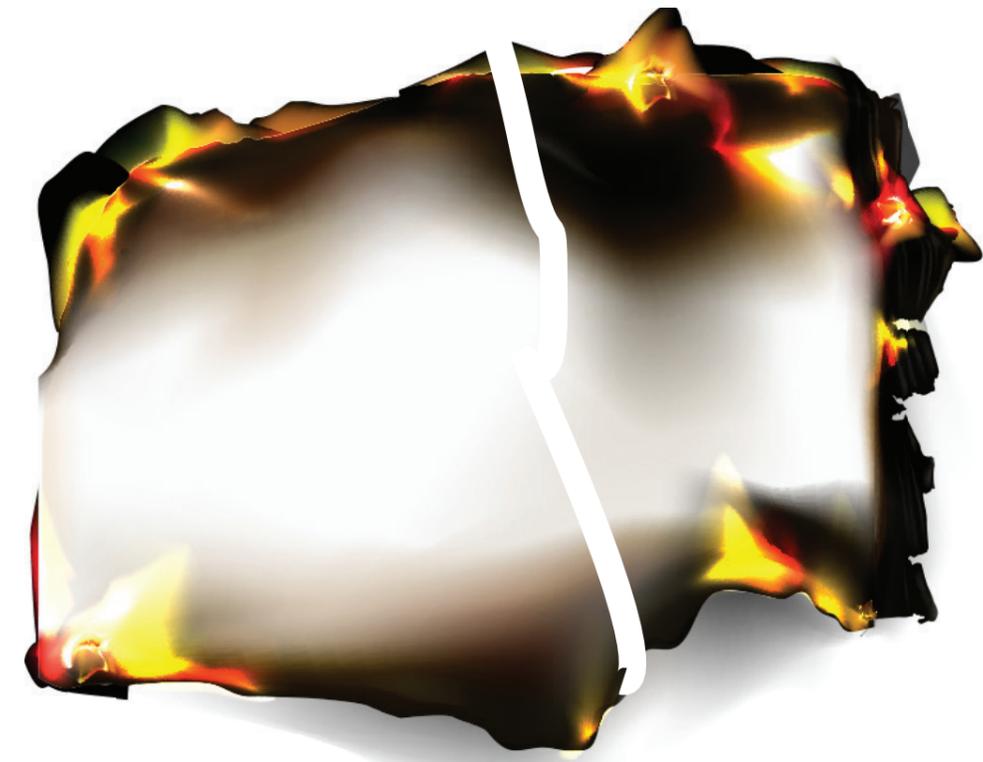
La correlazione tra azioni e obbligazioni, tipicamente negativa, è quindi diventata positiva. A metà novembre, il rendimento da inizio anno di un portafoglio con una ponderazione del 60% in azioni statunitensi e del 40% in Treasury USA sfiorava quota -15% (v. Figura 1). Solo in cinque occasioni la performance annuale di questa struttura di portafoglio tradizionale ha dato risultati peggiori, e a parte la crisi finanziaria globale risalgono tutte a più di ottant'anni fa.

Figura 1: Il 2022 è stato uno dei peggiori anni mai registrati per i portafogli 60/40



Fonte: Goldman Sachs Investment Research Division, al 16 novembre 2022. Basato sulla performance dell'S&P 500 e del Treasury USA a 10 anni, ribilanciata giornalmente

¹ Fonte: MSCI ACWI Index, Bloomberg Global Aggregate Treasuries Total Return Index, Bloomberg Global Agg Credit Total Return Index, a fine ottobre 2022

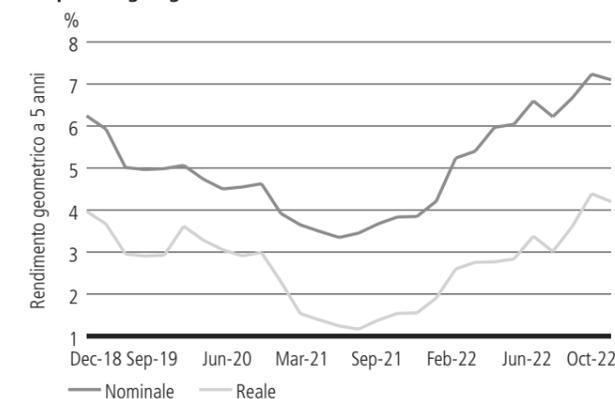


Una notizia positiva su mercati negativi

Siamo consapevoli che le prospettive macroeconomiche a breve termine sono insolitamente incerte, ma a prescindere da ciò che porterà il 2023, riteniamo che i fattori inflazionistici, di crescita e geopolitici che hanno provocato problemi di mercato nel 2022 stiano aumentando la potenziale remunerazione per gli investitori di medio e lungo termine disposti a sobbarcarsi questi rischi. È questa la notizia positiva sui mercati negativi.

Sviluppiamo le aspettative sul mercato dei capitali, che sono proiezioni sull'andamento delle diverse asset class nell'arco di cinque anni, in base alle nostre ipotesi di crescita, inflazione, politica monetaria e ad altri fattori macro fondamentali. Queste stime indicano che oggi il contesto di investimento è molto più interessante rispetto a 12-15 mesi fa. Nel nostro scenario di base, i rendimenti annuali a cinque anni attesi per un portafoglio globale 60/40 sono ora del 7,1%, contro il 3,3% del luglio 2021, mentre i rendimenti reali (cioè corretti per l'inflazione) si attestano al 4,2% rispetto all'1,2% (Figura 2).

Figura 2: Storico dei rendimenti annuali attesi a cinque anni per un portafoglio globale 60/40



Fonte: UBS-AM, al 31 ottobre 2022. Nota: l'asse delle ordinate mostra il rendimento geometrico annuale a 5 anni (%) in termini di USD. I rendimenti nominali sono in dollari correnti, mentre quelli reali sono corretti per l'inflazione. Gli indici di riferimento sono MSCI All-Country World Index (USD senza copertura) e Bloomberg Global Agg (USD con copertura)

Si tratta dell'outlook più favorevole per i rendimenti almeno dal quarto trimestre del 2018. Per gli investitori che adottano la diversificazione e potenziano i portafogli con altre asset class, il profilo di rendimento potenziale è ancora migliore. Questo vale particolarmente nel contesto attuale, in cui gli investitori devono considerare la possibilità che per qualche tempo perdurino regimi macroeconomici più inflazionistici.

Migliorano le valutazioni

La causa principale dell'aumento dei rendimenti attesi per tutte le asset class è il miglioramento delle valutazioni rispetto a quelle espresse nelle nostre ipotesi sul mercato dei capitali a partire dalla metà del 2021. Valutazioni più favorevoli, pur mantenendo un outlook simile per l'attività reale, comportano naturalmente aspettative di rendimento più elevate, a parità di condizioni. Il nostro rendimento atteso sulla liquidità è aumentato notevolmente, da meno dell'1% al 3,8%, a seguito dei consistenti aumenti dei tassi di interesse da parte delle banche centrali.

L'entità dell'inasprimento monetario è collegata a un'altra variazione nelle nostre stime: l'outlook di inflazione medio su questo orizzonte, passato dal 2% circa a quasi il 3%. È importante notare che se da un lato le maggiori pressioni sui prezzi contribuiscono a migliorare i rendimenti nominali attesi, dall'altro anche i rendimenti reali attesi (corretti per l'inflazione) delle varie asset class sono migliorati in modo significativo.

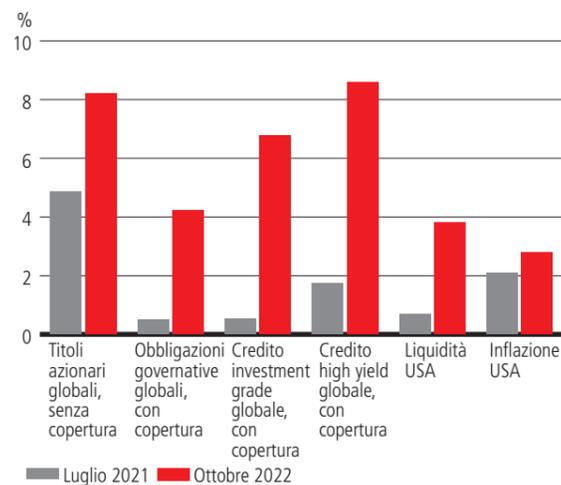
Le valute rappresentano un altro aspetto fondamentale. Il dollaro statunitense è diventato ancora più costoso nell'ultimo anno, il che, secondo le nostre proiezioni, aumenta il deprezzamento atteso nel tempo con il suo progressivo ritorno al valore equo. Riteniamo che questo processo sia destinato a incrementare i rendimenti per gli investitori in dollari che detengono asset internazionali su un orizzonte di cinque anni.

Asset a cedola

Per quanto riguarda le principali asset class liquide (azioni, titoli governativi e credito), le nostre previsioni di base per i rendimenti attesi sono sensibilmente più alte a ottobre 2022 in confronto a luglio 2021 (Figura 3). Il miglioramento del profilo di rendimento è più evidente negli asset che pagano una cedola, ossia titoli governativi e credito, in funzione del punto di partenza più elevato per i tassi privi di rischio grazie all'inasprimento delle banche centrali.

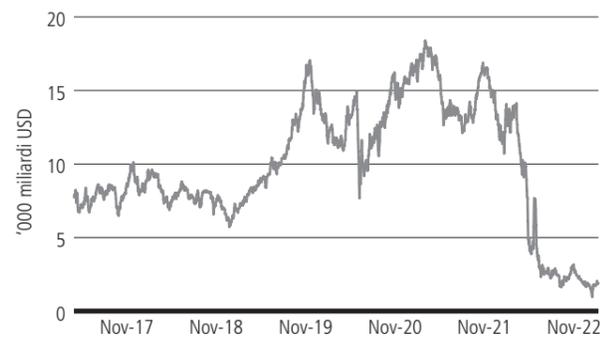
Con questo diverso regime, è infine possibile ottenere un reddito dalle obbligazioni. Forse questo sviluppo è meglio illustrato dalla diminuzione dello stock di debito a rendimento negativo a livello globale (Figura 4). Anche i mercati del credito, sia investment grade che high yield, appaiono particolarmente interessanti, per esempio il rendimento atteso del credito investment grade globale ha subito un'impennata, passando da un misero 0,5% al 6,8%. Crediamo che questo ci porti alla fine dell'era TINA ("There Is No Alternative", non ci sono alternative – oltre alle azioni), una buona notizia per le prospettive dei portafogli multi asset. Ora più che mai riteniamo importante diversificare oltre i confini di un ampio portafoglio 60/40, alla luce di rendimenti attesi positivi per le varie asset class e di una correlazione negativa meno affidabile tra azioni e obbligazioni.

Figura 3: Rendimenti attesi a cinque anni: allora e adesso



Fonte: UBS-AM, al 31 ottobre 2022. Nota: i rendimenti sono espressi in USD. Gli indici di riferimento per queste asset class sono l'MSCI All-Country World Index (USD senza copertura), il Bloomberg Global Treasuries (USD con copertura), il Bloomberg Global Credit (USD con copertura), il Bloomberg Global High Yield (USD con copertura), il Treasury Bill a 3 mesi e l'indice dei prezzi al consumo degli Stati Uniti

Figura 4: La scomparsa del debito globale a rendimento negativo



Fonte: Bloomberg Global Aggregate Negative Yielding Debt Market Value (USD) Index, al 17 novembre 2022

Analisi di scenario

Il nostro approccio prevede inoltre l'analisi della sensibilità delle nostre aspettative di rendimento a diversi mix di crescita e inflazione su un orizzonte temporale di cinque anni:

- Recessione profonda: inflazione più bassa, crescita inferiore (o negativa).
- Stagflazione: periodo prolungato di inflazione superiore al trend e crescita inferiore al trend.
- Goldilocks: attenuazione dell'inflazione e crescita superiore al trend.
- Reflazione: inflazione superiore al trend e crescita superiore al trend.

Questi scenari (vedi tabelle) riflettono lo scenario economico che si presenterà nei primi due anni dell'orizzonte considerato, seguiti da un periodo triennale di regressione verso la media (cioè di rendimenti annui di base). Come illustrato nella sezione precedente, per il portafoglio globale 60/40 la nostra proiezione di base prevede un rendimento nominale atteso annuo del 7,1% e un rendimento reale atteso annuo del 4,2% per i prossimi cinque anni.

I rendimenti annui reali attesi si attestano rispettivamente al 5,5% e all'8,0% negli scenari reflazione e goldilocks. I rendimenti reali attesi sono significativamente negativi in uno scenario di stagflazione (-6,2%), con una correlazione positiva tra azioni e obbligazioni che mette a dura prova la performance di tutte le componenti del portafoglio 60/40. In caso di recessione profonda, anche le proiezioni relative ai rendimenti reali sono leggermente inferiori (-0,4%).

Il momento di diversificare

Siamo fermamente convinti che il persistere di un'incertezza macroeconomica insolitamente elevata accresca l'interesse a diversificare le esposizioni di portafoglio al di là delle azioni e delle obbligazioni governative tradizionali. In particolare, l'aggiunta di una gamma più ampia di asset al portafoglio dovrebbe contribuire ad affrontare le sfide poste da un periodo prolungato di inflazione elevata.

Rendimenti attesi a 5 anni per scenario

Ipotesi economiche	Base di partenza	Recessione profonda	Stagflazione	Goldilocks	Reflazione
Inflazione	2,8%	1,3%	6,0%	2,0%	5,0%
Crescita economica	2,5%	1,1%	1,2%	3,0%	3,0%
Crescita nominale	5,3%	2,5%	7,3%	5,1%	8,2%

		Termini nominali					
		Rendimento iniziale	Base di partenza	Recessione profonda	Stagflazione	Goldilocks	Reflazione
Liquidità	Liquidità	4,5%	3,8%	1,5%	6,5%	3,2%	4,9%
Obbligazionario	Obbligazioni governative globali	3,0%	4,2%	5,5%	2,1%	4,4%	2,1%
	Obbligazioni investment grade globali	6,0%	6,8%	8,2%	5,0%	7,0%	6,2%
	Global Agg	3,8%	5,0%	6,0%	3,1%	5,1%	3,4%
	High yield globale	10,0%	8,6%	5,5%	5,3%	11,0%	10,1%
Azionario	TIPS	1,7%	4,9%	4,5%	8,5%	3,6%	6,0%
	Azionario globale		8,2%	-1,7%	-1,6%	12,4%	15,1%
	Portafoglio 60/40		7,1%	1,4%	-0,2%	10,1%	10,5%
	Deviazione standard		10,7%	14,1%	16,4%	8,8%	9,3%
	Portafoglio diversificato		7,4%	1,2%	1,2%	10,5%	11,9%
	Deviazione standard		10,7%	14,1%	16,4%	8,8%	9,3%

		Termini reali					
		Rendimento iniziale	Base di partenza	Recessione profonda	Stagflazione	Goldilocks	Reflazione
Liquidità	Liquidità	4,5%	1,0%	0,2%	0,5%	1,2%	0,0%
Obbligazionario	Obbligazioni governative globali	3,0%	1,4%	4,1%	-3,7%	2,4%	-2,8%
	Obbligazioni investment grade globali	6,0%	3,9%	6,7%	-0,9%	4,9%	1,2%
	Global Agg	3,8%	2,2%	4,6%	-2,8%	3,1%	-1,5%
	High yield globale	10,0%	5,6%	4,1%	-0,7%	8,8%	4,8%
Azionario	TIPS	1,7%	2,0%	3,1%	2,4%	1,6%	0,9%
	Azionario globale		5,3%	-3,0%	-7,2%	10,2%	9,6%
	Portafoglio 60/40		4,2%	-0,4%	-6,2%	8,0%	5,5%
	Deviazione standard		10,9%	14,2%	16,8%	9,0%	10,0%
	Portafoglio diversificato		4,5%	-0,2%	-4,5%	8,3%	6,6%
	Deviazione standard		10,9%	14,2%	16,7%	8,9%	9,8%

Fonte: UBS-AM, previsioni e dati in termini di USD, al 31 ottobre 2022. Il portafoglio diversificato è composto per il 55% da azioni globali (senza copertura), per il 33% da obbligazioni globali – governative, cartolarizzate, investment grade, high yield, e per il 12% da asset reali – real estate globale (senza copertura), Treasury USA protetti dall'inflazione e materie prime

Nella tabella presentiamo, ad esempio, anche un portafoglio più diversificato composto da azioni globali, da una gamma più ampia di obbligazioni, quali titoli high yield globali, e da un'esposizione ad asset reali in grado di fornire protezione dall'inflazione. Applicando le nostre ipotesi sul mercato dei capitali, questo portafoglio diversificato offre lo stesso profilo di rischio del portafoglio 60/40, ma con un rendimento di base atteso superiore nonostante una riduzione del 5% dell'allocazione azionaria globale. È importante notare che i rendimenti previsti per questo portafoglio sono assai migliori di quelli del 60/40 quando l'inflazione si fa sentire, ossia negli scenari di stagflazione e reflazione.

Prospettive più rosee per gli investitori a lungo termine

Le nostre aspettative a cinque anni sul mercato dei capitali mandano un chiaro messaggio: le difficoltà del 2022

potrebbero gettare le basi per guadagni migliori in futuro. La gamma delle proiezioni di rendimento, sia a livello di portafoglio che di singole asset class, rimane ampia, soprattutto nel breve termine, ma per gli investitori a medio e lungo termine le prospettive sono molto più rosee rispetto alla metà dello scorso anno.

Riteniamo vantaggioso diversificare al di là di un ampio portafoglio 60/40 incorporando ulteriori elementi nella costruzione dell'asset allocation, ossia una selezione più ampia di mercati in ambito obbligazionario, come il credito, e un'esposizione agli asset reali. Questi portafogli multi asset diversificati saranno probabilmente più resilienti e meglio posizionati per realizzare performance in regimi diversi e, in particolare, in contesti macroeconomici più inflazionistici in futuro.

Una svolta positiva? Tre motivi per tornare all'obbligazionario

Dopo molti anni di tassi d'interesse negativi, i rendimenti degli asset a reddito fisso sono diventati finalmente positivi. Charlotte Baenninger, Head of Fixed Income, illustra i benefici dei rendimenti positivi attualmente disponibili sui mercati obbligazionari.

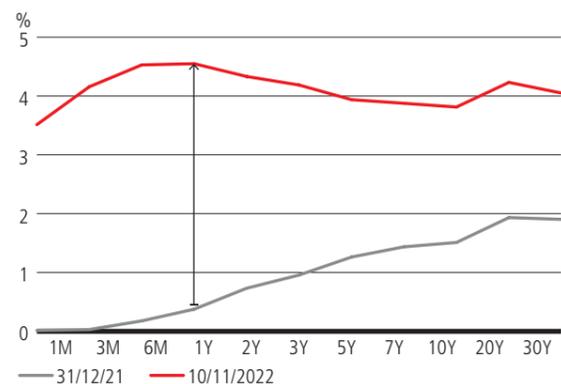


Charlotte Baenninger
Head of Fixed Income

Dire che il 2022 è stato un anno difficile per chi investe in obbligazioni è decisamente un eufemismo. Con la risposta delle banche centrali delle economie sviluppate a un'inflazione che ha raggiunto i massimi da 40 anni, i mercati obbligazionari hanno subito un netto repricing, causando le maggiori perdite da molti anni a questa parte lungo tutto lo spettro del reddito fisso.

Negli Stati Uniti, la curva dei rendimenti si è notevolmente appiattita dall'inizio dell'anno: quasi tutta la curva supera ora il 4% (Figura 1).

Figura 1: L'appiattimento della curva dei rendimenti USA nel 2022



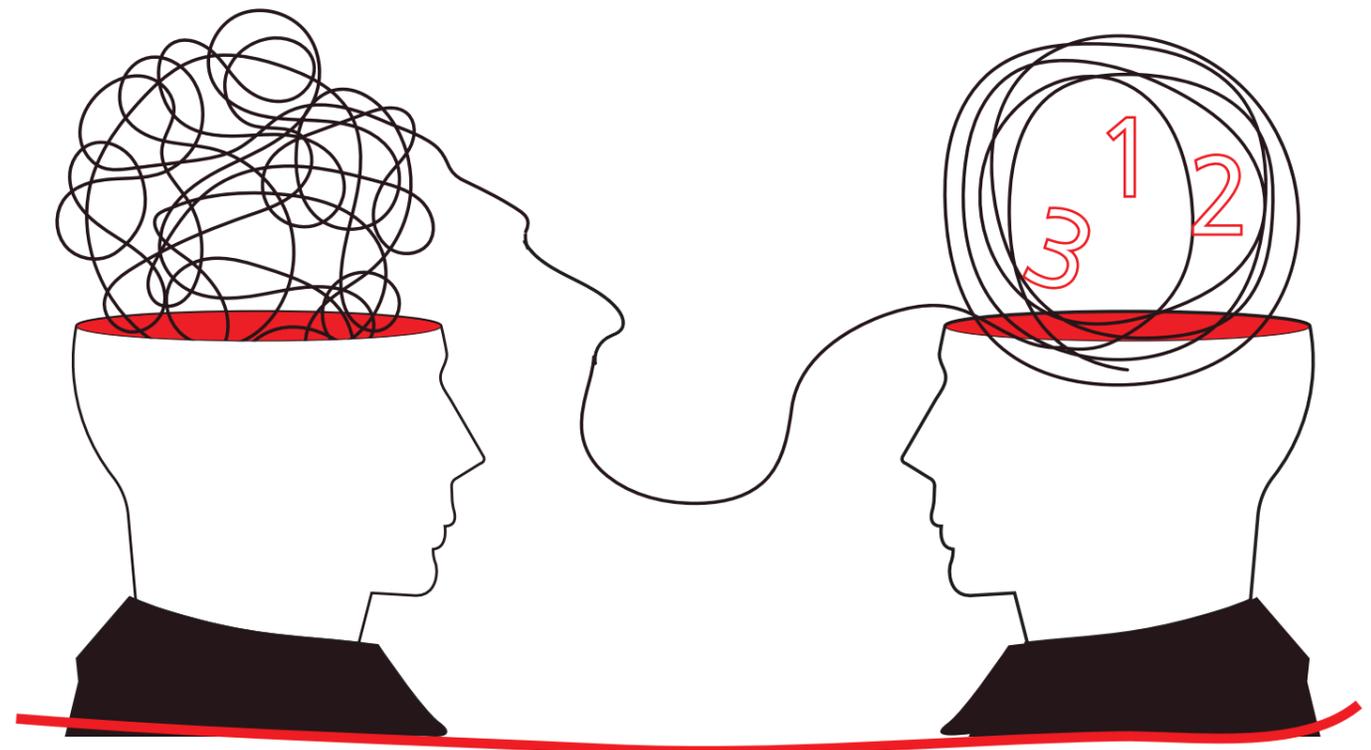
Fonte: Bloomberg, al 10 novembre 2022

Nel Regno Unito, i gilt con scadenza intermedia (7-10 anni) hanno registrato una significativa sottoperformance, con un sell-off di oltre 260 punti base che li ha portati all'attuale livello di rendimento del 3,54%, mentre il ritorno è pari a -16,9%. Anche per gli investitori che replicano i benchmark o hanno una bassa tolleranza alla flessibilità, e si sono quindi ritrovati a detenere obbligazioni a rendimento negativo in mercati come quello tedesco, le perdite sono state notevoli. I rendimenti delle obbligazioni governative tedesche con scadenze intermedie sono saliti di 235 punti base a +2,06%, determinando un ritorno negativo superiore al 16%.

L'altra faccia di questi movimenti del mercato è che i rendimenti attualmente offerti dalla maggior parte dei settori obbligazionari sono oggi nettamente più elevati rispetto al passato, ma l'ammontare di debito a rendimento negativo si è praticamente dissolto. Da un massimo di 18.000 miliardi di dollari alla fine del 2020, oggi circolano meno di 2.000 miliardi di dollari di debito a rendimento negativo.

Con il "reddito" finalmente tornato nel reddito fisso, è possibile individuare tre fattori di ottimismo:

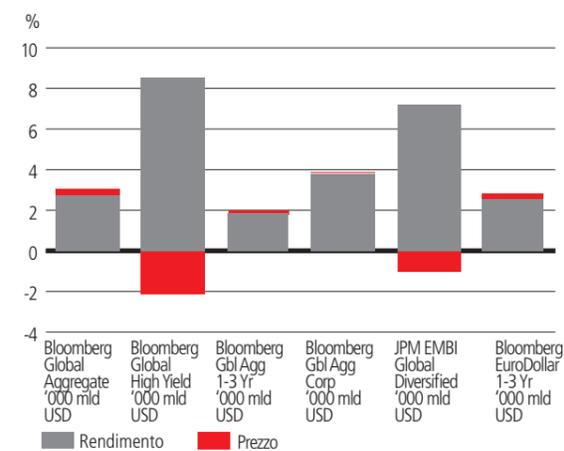
1. Nel lungo periodo, il rendimento (yield) è di gran lunga la componente più stabile e affidabile del rendimento totale delle obbligazioni.
2. I break-even più elevati (dovuti ai rendimenti superiori) fungono da "ammortizzatori".
3. Gli investitori non sono più costretti a cercare rendimento assumendo rischi di credito non necessari.



1 Nel lungo periodo, il rendimento (yield) è di gran lunga la componente più stabile e affidabile del rendimento totale delle obbligazioni

Negli ultimi vent'anni, il rendimento (reddito) è stato il driver dominante dei rendimenti totali dei portafogli obbligazionari. Per alcune asset class come l'high yield e i mercati emergenti, il rendimento dei prezzi è stato negativo nel lungo periodo, eppure la performance è risultata positiva e molto forte, a dimostrazione del potere del rendimento (Figura 2).

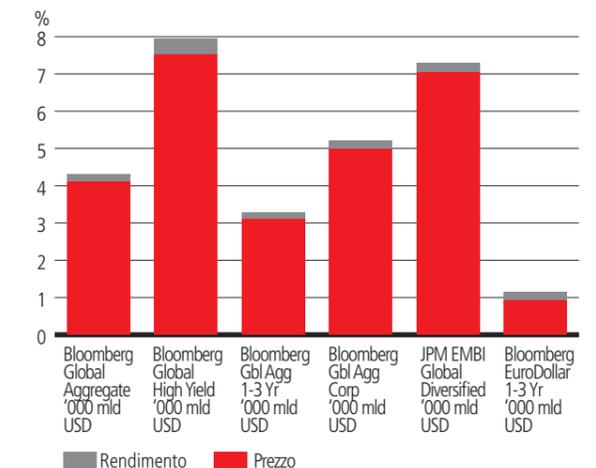
Figura 2: Ripartizione dei rendimenti totali delle sottoclassi di attivo a reddito fisso per prezzo e rendimento negli ultimi vent'anni



Fonte: Bloomberg, periodo dati dal 2 febbraio al 31 ottobre 2022

Pur avendo un ruolo importante nel rendimento totale, il rendimento contribuisce solo in minima parte alla sua volatilità. Dalla Figura 3, che mostra in modo semplicistico il rendimento e il prezzo in rapporto alla volatilità del rendimento totale, si evince che il rendimento ha fornito il maggior contributo al rendimento totale negli ultimi due decenni, ma ha contribuito in percentuale minore alla volatilità complessiva.

Figura 3: Ripartizione della volatilità delle sottoclassi di attivo a reddito fisso per prezzo e rendimento negli ultimi vent'anni



Fonte: Bloomberg, periodo dati per il calcolo della deviazione standard dal 2 febbraio al 31 ottobre 2022

2 I tassi di break-even più elevati (dovuti ai rendimenti superiori) fungono da "ammortizzatori"

In questo contesto, il termine "break-even" si riferisce semplicemente all'entità degli aumenti dei tassi necessari per annullare il vantaggio fornito dalla componente di reddito in una prospettiva di rendimento totale. In generale, più alto è il livello del rendimento, maggiore sarà l'entità degli aumenti dei tassi necessari per generare un rendimento totale negativo (ovvero annullare il contributo positivo del reddito). Nella Tabella 1 riportiamo i break-even per le principali asset class a reddito fisso e la loro variazione dall'inizio dell'anno.

Se consideriamo il Bloomberg Global Aggregate Index, i break-even erano a 17 pb all'inizio dell'anno e attualmente sono a 57 pb. Per il Global Aggregate Corporates Index è ora necessario un aumento dei rendimenti di 92 pb, rispetto ai 25 pb di inizio periodo, prima che si registrino rendimenti totali negativi. Spiccano in particolare i settori a breve duration, questo perché le curve si sono appiattite e gli asset a breve duration sono molto meno sensibili ai tassi d'interesse. A fine 2021, per il Global Aggregate 1-3 Year Index era necessario un aumento dei rendimenti obbligazionari di soli 38 pb per generare un ritorno negativo, mentre più di recente questo stesso benchmark richiede circa 190 pb di aumento del rendimento per annullare il vantaggio dovuto al suo rendimento più elevato.

Tabella 1: Variazione dei break-even per le principali asset class a reddito fisso da inizio 2022

Indice	Break-even a fine dicembre 2021 (pb)	Break-even a fine ottobre 2022 (pb)	Ammortizzatore extra per assorbire l'aumento dei rendimenti (pb)
Bloomberg Global Aggregate Index	17	57	40
Bloomberg Global Aggregate 1-3 Year Index	38	189	152
Bloomberg Global High Yield Index	114	242	128
Bloomberg Global Aggregate Corporates Index	25	92	66
ICE BofA 1-3 Year Eurodollar Index	63	283	220
JPM EMBI Global Diversified Index	66	148	82

Fonte: Bloomberg, JP Morgan, ICE BofA, a fine ottobre 2022

3 Gli investitori non sono più costretti a cercare rendimento assumendo rischi di credito non necessari

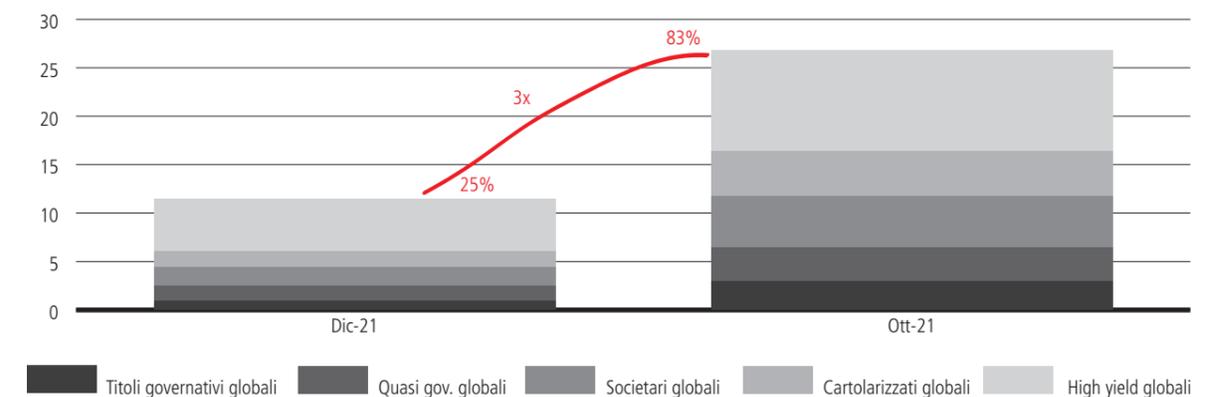
In un regime di rendimenti obbligazionari estremamente bassi e curve dei rendimenti ripide, gli investitori in obbligazioni dei mercati sviluppati si sono trovati di fronte a un trade-off piuttosto difficile: generare rendimenti più elevati, spostandosi verso le scadenze più lunghe della curva e assumendo un maggiore rischio di tasso di interesse, oppure assumere un rischio di credito più elevato scendendo lungo lo spettro della qualità del credito.

Come mostra la Figura 4, alla fine dello scorso anno solo un quarto del mercato offriva rendimenti superiori al 2% (in USD). Oggi questo universo è più che triplicato, raggiungendo l'83%. Riteniamo che questo sviluppo consenta agli investitori di avere un punto di partenza assai migliore per raggiungere i propri obiettivi di investimento, con la possibilità di costruire un portafoglio molto più diversificato in termini di emittenti e settori.

Rischi in un mondo di rendimenti in aumento

Gli investitori hanno ora una flessibilità decisamente superiore per raggiungere i loro obiettivi di rendimento, ma è chiaro che se da un lato i rendimenti più elevati di oggi sono vantaggiosi, dall'altro dobbiamo tenere presente che, con la Federal Reserve e le altre banche centrali intente a stroncare un'inflazione persistentemente elevata, è probabile che i mercati rimangano volatili nel breve-medio termine. Tuttavia, per gli investitori a lungo termine, si può affermare che oggi le obbligazioni sono meglio posizionate, rispetto al passato, per gestire eventuali ulteriori cali di prezzo.

Figura 4: Crescita della quota del mercato del reddito fisso con rendimenti pari o superiori al 2%



Fonte: Bloomberg, dati a fine ottobre 2022

L'universo Global Fixed Income è rappresentato dal Bloomberg Multiverse Index. Il Bloomberg Multiverse Index fornisce un'ampia rappresentazione del mercato obbligazionario globale a reddito fisso: l'indice è l'unione del Global Aggregate Index e del Global High Yield Index, in quanto rappresenta le obbligazioni investment grade e high yield in valuta locale

Un nuovo paradigma per l'Equity Long/Short Alpha?

Nei mercati finanziari sembra imminente l'ingresso in un nuovo paradigma che potrebbe avere implicazioni anche significative sull'Equity Long/Short. Bernie Ahkong, Head of UBS O'Connor in Europa e Co-CIO of O'Connor Global Multi-Strategy Alpha, presenta il proprio outlook su questa strategia.



Bernard Ahkong
Head of UBS O'Connor in Europa
Co-CIO of O'Connor Global Multi-Strategy Alpha

Se raffrontati al decennio precedente, gli ultimi due anni sono stati particolarmente critici per le strategie Equity Long/Short Alpha globali. I drastici cambiamenti subiti dal contesto macroeconomico hanno messo in discussione ipotesi microeconomiche di lungo corso e le strategie Equity Long/Short globali hanno incontrato parecchie difficoltà.

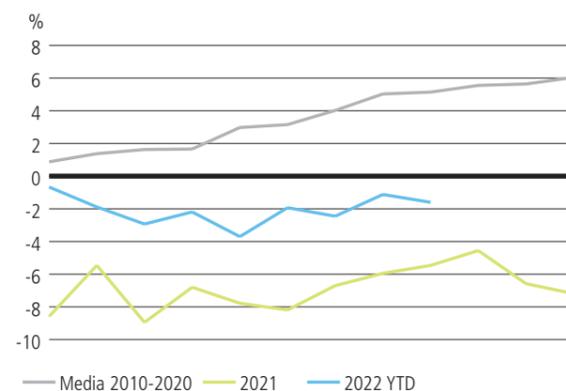
L'inflazione ha raggiunto livelli che non si vedevano dagli anni Ottanta e le banche centrali hanno operato una stretta aggressiva della politica monetaria. Di conseguenza, le società con valutazioni più elevate sono state colpite in maniera sproporzionata, in quanto gli investitori azionari hanno in genere una predilezione per le società a crescita o qualità più elevate. L'aumento sostenuto e persistente della volatilità dei tassi d'interesse ha inoltre fatto salire la volatilità dei fattori, incidendo più frequentemente e in maniera più importante sui corsi azionari – cosa a cui i gestori azionari long/short fondamentali non sono abituati.

I dati di Morgan Stanley Prime Brokerage, riportati nella Figura 1, mostrano l'alfa medio globale generato dalla relativa base di clienti di hedge fund nel periodo 2010-2020 rispetto a 2021 e 2022 (dato YTD).

A livello ciclico, potremmo assistere a una certa regressione verso la media dal livello attuale, dato che la volatilità dei tassi potrebbe scendere da un punto di partenza elevato. Storicamente, ciò ha premiato gli investimenti azionari relative value long/short. Nella Figura 2, l'indice MOVE, che tiene

conto della volatilità implicita a breve termine delle diverse scadenze dei Treasury USA, ha raggiunto nel mese di ottobre livelli che non si vedevano dalla crisi finanziaria globale del 2007-2008. Quest'anno molte rilevazioni sull'inflazione hanno sorpreso al rialzo, inducendo la Federal Reserve USA ad alzare i tassi di interesse in maniera aggressiva e facendo impennare la volatilità dei tassi. Tuttavia, indipendentemente da quale opinione si abbia oggi sull'inflazione e sulla politica della banca centrale, è improbabile che la volatilità dei tassi rimanga tanto elevata nel 2023.

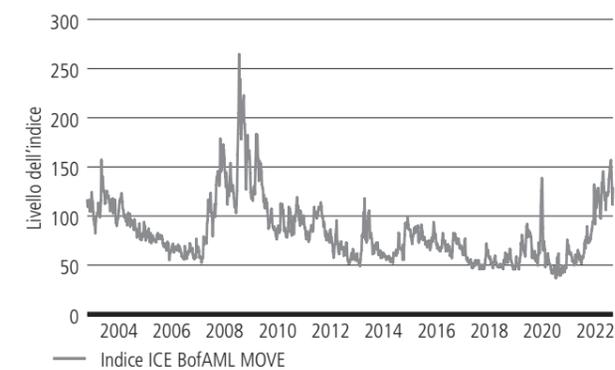
Figura 1: Alfa globale generato dagli hedge fund



Fonte: Morgan Stanley Prime Brokerage, dati al 30 settembre 2022



Figura 2: Volatilità del mercato obbligazionario in ascesa



Fonte: Indice ICE BofAML MOVE, al 10 novembre 2022

Comunque qualcosa è cambiato a livello strutturale. Anni di politiche accomodanti delle banche centrali e di dinamiche demografiche favorevoli da parte dei mercati emergenti hanno generato un contesto caratterizzato da inflazione e tassi di interesse strutturalmente ridotti. Ciò ha contribuito a sostenere un contesto favorevole alle società più orientate alla crescita, indipendentemente dalla loro valutazione, e ha probabilmente ridotto la capacità di concentrarsi sulle relative differenze in termini di valutazione e struttura del capitale. Riteniamo che questo potenziale nuovo paradigma favorisca i team che possono vantare un'esperienza nei cicli passati, che si concentrano sull'analisi bottom-up di tipo fondamentale

accompagnata da un robusto quadro relative value e che promuovono la collaborazione tra i team delle diverse asset class. Esistono anche aree con fattori favorevoli all'alfa strutturale legati a cambiamenti normativi, politici, geopolitici e tematici, che fanno meno affidamento su variabili come tassi d'interesse e inflazione; tra queste figurano Cina, private credit, situazioni event-driven, transizione energetica e finanza commerciale.

La Cina offre al contempo quattro fattori di sostegno: un'elevata partecipazione retail, uno scarso interesse da parte degli investitori istituzionali, una ridotta copertura degli analisti della ricerca rispetto agli altri principali mercati e un miglioramento della liquidità per gli investitori istituzionali. Riteniamo che ciò creerà una congiuntura favorevole agli investimenti long/short, indipendentemente dal contesto di mercato.

L'Equity Long/Short Alpha si è rivelato più impegnativo negli ultimi tempi e richiederà capacità di cui non tutti gli investitori sono dotati. Tuttavia, diverse motivazioni cicliche e strutturali inducono gli investitori a essere più ottimisti sull'insieme delle opportunità che si presenteranno a partire dal 2023.

Quale sarà il prossimo passo delle banche centrali?

Le banche centrali riusciranno a continuare a intervenire al rialzo sui tassi fino a quando l'inflazione non sarà tornata sotto controllo o l'aumento dei costi di servizio del debito indurrà a preferire una certa tolleranza nei confronti dell'inflazione? Cosa comporterà per gli investitori obbligazionari?

Autore:
Fixed income team

Ci troviamo in una situazione insolita: le banche centrali hanno avviato una stretta della politica monetaria per contenere i livelli record di inflazione in un periodo in cui la crescita economica non è affatto sostenuta ma è in forte rallentamento, se non già vicina alla recessione in alcuni casi (Figure 1 e 2). E quindi? Le strategie obbligazionarie adottate negli ultimi 10 anni funzioneranno ancora?

Le banche centrali di molte aree, tra cui Stati Uniti, Eurozona e Regno Unito, dovranno probabilmente fare una scelta radicale nel corso del 2023: andare verso la deflazione (portando di fatto le rispettive economie in recessione per favorire la lotta

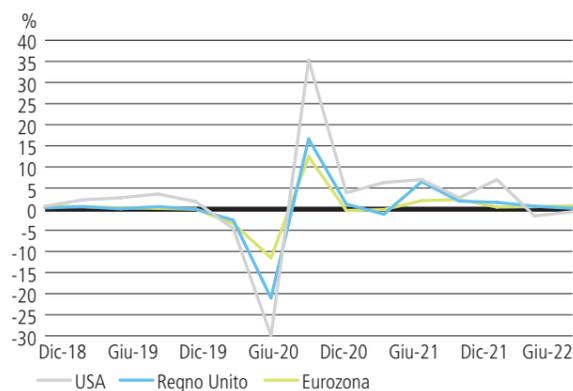
all'inflazione) o accettare la svalutazione (sopportando di fatto un'inflazione più elevata e prolungata del previsto).

Intenzionate a ristabilire la propria autorità nel campo della lotta all'inflazione, le banche centrali saranno determinate a mantenere la direzione della deflazione, ricorrendo a un tono aggressivo e a forti aumenti dei tassi. Tuttavia, con la recessione alle porte, potrebbe risultare difficile mantenere la rotta.

Il controllo dell'inflazione

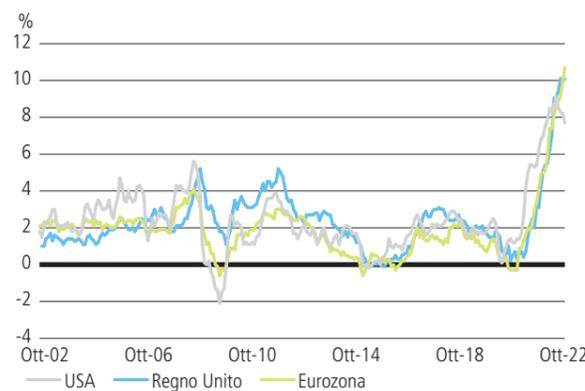
Nel tentativo di risollevare le economie per oltre un decennio, le banche centrali hanno puntato a mantenere un'inflazione

Figura 1: Tassi reali di crescita del PIL in appiattimento nei mercati sviluppati

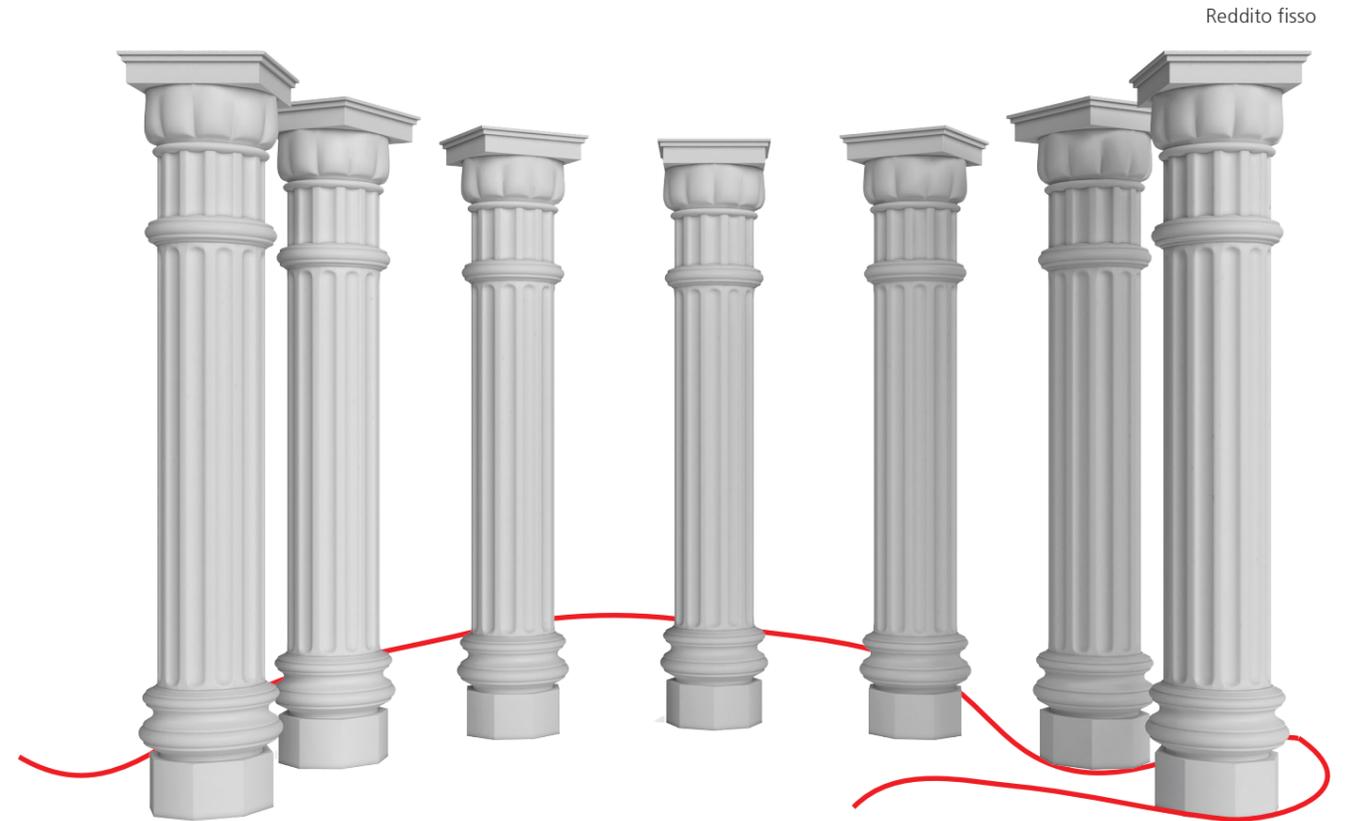


Fonte: PIL USA: Dipartimento del Commercio USA; PIL britannico: Ufficio statistico nazionale; PIL dell'Eurozona: Eurostat. Dati al 30 giugno 2022

Figura 2: Forte accelerazione dell'inflazione negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nell'Eurozona



Fonte: Dipartimento del Commercio USA; Ufficio statistico nazionale del Regno Unito; Eurostat. Dati al 31 ottobre 2022



vicina o inferiore all'obiettivo. Nonostante l'ampia gamma di strumenti politici e su larga scala messi in campo dalle banche centrali, gli effetti sono probabilmente stati estremamente ridotti.

A dispetto dei tassi di riferimento a zero o negativi adottati in molti Paesi e della creazione di bilanci da migliaia di miliardi di dollari, le banche centrali hanno riscontrato enormi difficoltà a riportare l'inflazione verso l'obiettivo.

Ora che le banche centrali si trovano ad aumentare i tassi a fronte dei livelli record raggiunti dall'inflazione (Figure 3 e 4), non è opportuno sottovalutare quanto

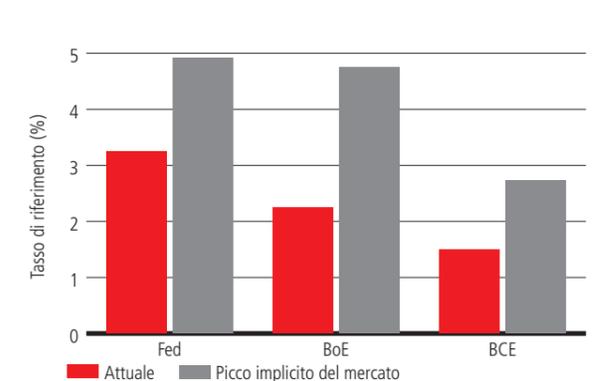
servirebbe per riportare l'inflazione all'obiettivo. Con tutta probabilità, i fattori ciclici contribuiranno ad arginare la marea dell'inflazione nei prossimi mesi, ma anche i fattori strutturali giocheranno un ruolo importante e potrebbero rivelarsi molto più duraturi.

Figura 3: Negli USA, l'inflazione PCE core supera il 5%

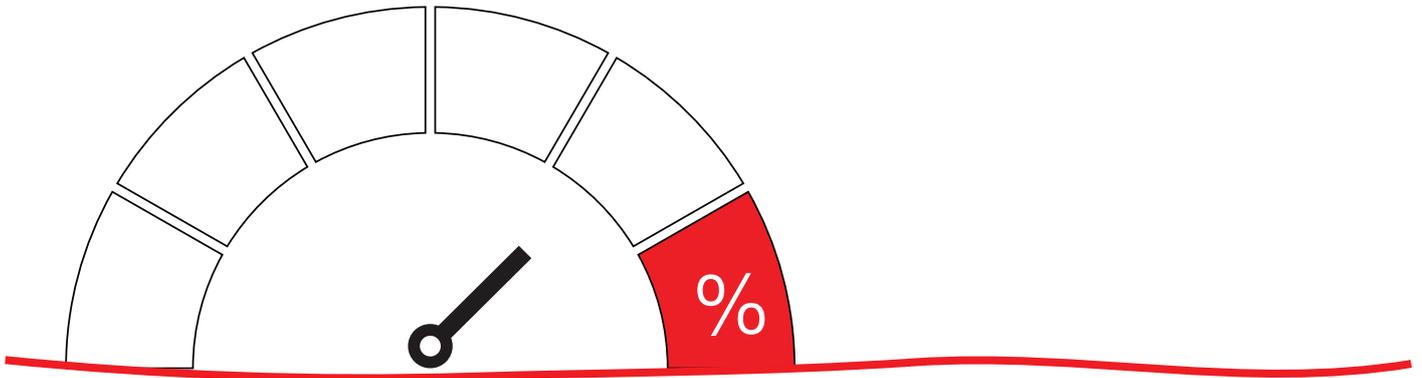


Fonte: Dipartimento del commercio USA, Ufficio delle analisi economiche, al 1° novembre 2022

Figura 4: Tassi di riferimento delle banche centrali rispetto al picco previsto



Fonte: Federal Reserve USA, Bank of England, Banca Centrale Europea, al 1° novembre 2022



Il mutevole approccio alla politica

La definizione delle politiche delle banche centrali è sempre stata soggetta a periodici cambiamenti. L'ultimo ciclo di rialzo dei tassi della Federal Reserve (Fed), iniziato in realtà nel 2016, si è concretizzato sotto la guida di Janet Yellen che ha preso decisioni politiche lungimiranti, preventive e generalmente basate sui modelli. I tassi sono stati alzati ben prima che l'inflazione raggiungesse l'obiettivo e, in effetti, in quel periodo ha superato di poco l'obiettivo.

Ma gli "anni di Janet Yellen" erano molto diversi dal mondo di oggi. Nel 2020 la Fed ha modificato la retorica sull'inflazione in maniera piuttosto importante, nel momento in cui ha adottato l'obiettivo di inflazione media sul lungo termine. In questo modo i responsabili politici dispongono di maggiore flessibilità, in quanto l'inflazione può essere lasciata temporaneamente libera di oscillare poco al di sopra o al di sotto dell'obiettivo.

Ma la definizione delle politiche sembra cambiata anche in maniera più sostanziale. La Fed di oggi pare concentrata sui dati relativi all'inflazione corrente più di quanto non lo sia mai stata in passato e quindi adotta un approccio molto più reattivo che preventivo. È inoltre meno chiaro quali siano le regole o i modelli alla base del processo decisionale. Molte cose sono cambiate, compresa la definizione delle politiche.

Danni collaterali

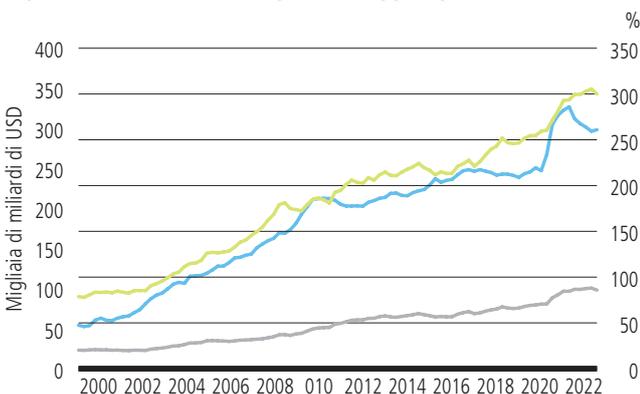
Attualmente il debito globale si attesta intorno al 350% del PIL mondiale; in generale, i livelli di debito sono aumentati negli ultimi vent'anni, sia in termini relativi che assoluti (Figura 5). In passato alcuni osservatori sostenevano che questo non avesse importanza. Perché? Perché i costi di finanziamento erano tendenzialmente in calo in tutto il mondo. Le banche centrali tagliavano i tassi, i tassi reali scendevano e il servizio del debito diventava quindi più agevole, anche con livelli assoluti più elevati.

Ma se sia i tassi reali sia quelli nominali sono in aumento, questi elevati livelli di debito inizieranno ad avere importanza? Ne siamo convinti. Il servizio del debito diventerà probabilmente più difficile, non solo a livello aziendale ma anche statale. Ed è un dato di fatto che quando i livelli di debito sono elevati, può essere preferibile tollerare livelli più elevati di inflazione.

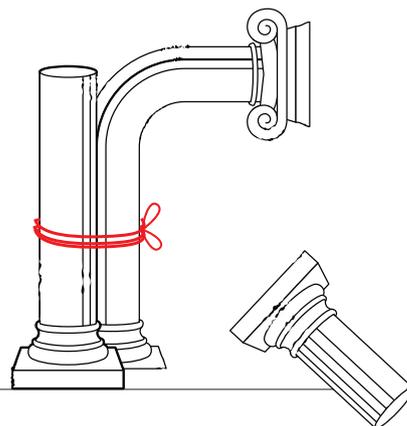
Conseguenze per gli investitori obbligazionari

I temi che abbiamo toccato in precedenza sono di natura globale e si svilupperanno a ritmi diversi nei vari Paesi. Con tutta probabilità le scelte politiche adottate in Europa saranno piuttosto diverse da quelle statunitensi nei prossimi anni; anche rischi e rendimenti saranno quindi differenti nei due mercati, soprattutto nel caso in cui le banche centrali siano costrette ad aumentare i tassi molto più di quanto attualmente previsto oppure nel caso in cui le banche centrali abbandonino la retorica aggressiva e decidano di tollerare livelli di inflazione più elevati per periodi di tempo più lunghi. In questa congiuntura, riteniamo che strategie flessibili e in grado di approfittare di queste diverse opportunità saranno probabilmente quelle di maggior successo.

Figura 5: I livelli di debito globale raggiungono il 350% del PIL



Fonte: IIF. Dati al 1° novembre 2022



Perché scegliere UBS Asset Management

Radicata nella sede di Zurigo ma affermata in tutto il mondo, UBS Asset Management è un partner affidabile sia in Svizzera che all'estero da oltre 150 anni. Cosa ci differenzia?

Pensiero indipendente...

Con team specializzati distinti tra attivi e passivi, tradizionali e alternativi, ciascuno con un proprio punto di vista e una propria filosofia, generiamo idee innovative per aiutare gli investitori a raggiungere i propri obiettivi d'investimento.

... con i vantaggi della scala

Questo ventaglio di soluzioni approfondite su scala globale è affiancato dall'agilità e dalla conoscenza dei mercati locali, tutti "sotto uno stesso tetto", motivo per cui siamo in grado di soddisfare le priorità degli investitori che, al contempo, devono far fronte alle complessità dei mercati finanziari odierni

Un partner su cui contare...

La cultura della partnership è parte integrante del nostro DNA e si basa su relazioni durature che si adattano alle mutevoli esigenze d'investimento e del business degli investitori. Offriamo un ecosistema di idee e competenze per trovare la soluzione per te.

... con un'esecuzione disciplinata

Forniamo standard rigorosi, solidi processi d'investimento e una particolare attenzione all'offerta di servizi di alta qualità ai clienti, il tutto rafforzato dalla sicurezza e dalla protezione offerte da UBS in generale.

Eccellenza delle performance...

Il ricorso a un orizzonte temporale più lungo e l'adozione sistematica di un orientamento alla sostenibilità per molte delle nostre decisioni d'investimento sono parte integrante del nostro approccio e ci permettono di offrire prodotti di alto livello con la sostenibilità integrata nel loro nucleo.

... e, al contempo, promozione di un cambiamento positivo

Abbiamo inoltre la visione per promuovere un cambiamento positivo nel settore. Il nostro obiettivo è definire gli standard, utilizzare la nostra influenza su larga scala e continuare a innovare senza sosta per aiutare gli investitori a progredire verso un futuro a zero emissioni.

A scopo informativo e di marketing da parte di UBS.

Solo per clienti professionali.

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

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

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

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

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

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

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



ubs.com/am-linkedin

© UBS 2022.

ubs.com/am

