

PROSPETTIVE D'INVESTIMENTO PER IL 2022

DOCUMENTO DI MARKETING

# EMBRACING CHANGE



UNION BANCAIRE PRIVÉE





### Michaël Lok

Chief Investment  
Officer del Gruppo  
e Co-CEO  
Asset Management

## EMBRACING CHANGE

L'orizzonte degli investitori si è rasserenato nel 2021, quando la ripresa economica ha preso piede negli Stati Uniti e in Europa con le riaperture favorite dalle campagne di vaccinazione.

In linea con la filosofia di UBP, abbiamo cercato di proteggere i portafogli degli investitori dall'incertezza che ha accompagnato gli eventi all'inizio del 2021, un po' come avvenuto allo scoppio della pandemia nei primi mesi del 2020. Con l'allontanarsi delle preoccupazioni, ci siamo focalizzati sugli utili delle società di qualità e l'uscita tempestiva nel secondo trimestre dalle posizioni azionarie e obbligazionarie cinesi ha sostenuto le performance dei portafogli durante l'estate. Nel terzo trimestre abbiamo quindi incrementato i titoli bancari. La nostra decisione si è dimostrata opportuna poiché le previsioni di un aumento dei rendimenti dei titoli a 10 anni verso il 2% entro fine anno ha sostenuto nel secondo semestre l'allocazione nei finanziari.

Il 2022 richiederà probabilmente la stessa agilità da parte degli investitori, quando il ciclo economico globale si normalizzerà dopo la fase di ripresa post-pandemica, sulla falsariga dei minicicli che hanno caratterizzato le riprese economiche sin dall'inizio degli anni Novanta. Con queste premesse, gli investitori dovranno rimanere flessibili per migliorare le attese di rendimento più modeste che il reddito fisso e le azioni offriranno nel nuovo anno.

La gestione proattiva del rischio sarà fondamentale nel reddito fisso, poiché gli aumenti dei rendimenti dei titoli privi di rischio negli Stati Uniti e nell'Eurozona a livelli che non si vedevano dagli inizi del 2019 potrebbero spingere i prezzi delle obbligazioni sotto la pari. Gli investitori potranno cercare di proteggersi dagli aumenti dei tassi e dall'ampliamento degli spread creditizi con strategie alternative nel reddito fisso.

Gli investitori azionari dovranno attendersi performance più moderate (8-10%) dall'azionario globale, in contrasto con il 17% messo a segno fino a fine ottobre del 2021. Lo stock picking sarà determinante per aumentare gli utili nel nuovo anno, così come è avvenuto nel 2021.

La trasformazione si confermerà una narrativa importante sia come catalyst, sia come ostacolo per le performance. Con l'avvicinarsi dell'inverno, i diffusi problemi di approvvigionamento energetico in Europa e in Cina potrebbero accelerare gli investimenti nella transizione ecologica. Inoltre, la trasformazione tecnologica proseguirà con alcune aziende industriali destinate a diventare tecnologiche a pieno titolo, poiché i loro investimenti nell'IT stimoleranno la crescita in un settore tradizionalmente ciclico.

La Cina, intenzionata a trasformare il proprio modello economico, porrà nuove sfide, mentre gli Stati Uniti si muovono per contenere la seconda economia mondiale. Gli investitori potranno continuare a contare sull'approccio dinamico di gestione del rischio che è parte integrante del DNA di UBP e che ci aiuta a tenere fede al nostro impegno di preservare e accrescere il patrimonio dei clienti non solo nelle fasi di rialzo dei mercati, ma anche in quelle più difficili.



# Sommario

Prospettive economiche globali <b>EVITARE IL RISCHIO DI STAGFLAZIONE</b>  6	Valute <b>DOLLARO IN ASCESA</b>  10	Azioni <b>IN ARRIVO UN MINICICLO: BUONE OPPORTUNITÀ PER UN PORTAFOGLIO BARBELL</b>  12
Reddito fisso <b>ALLA RICERCA DI UN NUOVO EQUILIBRIO</b>  14	Cambiamenti climatici <b>LA TRANSIZIONE ECOLOGICA GLOBALE E LE SUE SFIDE</b>  16	Cina <b>IL PANORAMA È CAMBIATO</b>  18
Europa <b>RITORNO ALLA DISCIPLINA DI BILANCIO</b>  20	Geopolitica Stati Uniti-Cina <b>L'AMERICA GUARDA ALL'ASIA</b>  22	Gestione del rischio <b>GESTIRE IL RISCHIO ACCOGLIENDO IL CAMBIAMENTO</b>  23

# Evitare il rischio di stagflazione

La crescita rallenta e l'inflazione continua a salire trainata dall'impennata dei prezzi dell'energia negli ultimi mesi del 2021. Le banche centrali si preparano a ritirare gli stimoli monetari e a parlare di prossimi aumenti dei tassi. Riappare quindi lo spettro della stagflazione, una sfida per la politica economica che dovrà trovare un equilibrio ancora migliore rispetto alle crisi precedenti, con un incremento della spesa pubblica e il sostegno delle banche centrali per mantenere la crescita.

## Frenata della crescita dopo la repentina ripresa del 2021

Nel 2022 si attende una crescita dell'economia globale del 4% circa dopo la brusca accelerazione che l'ha portata vicino al 6% nel 2021. La maggior parte delle economie hanno recuperato la frenata della produzione causata dalla pandemia e il PIL ha raggiunto di nuovo o già superato i livelli del 2019.

La ripresa è stata rapida grazie all'importante sostegno della politica economica, che ha combinato allentamenti monetari e stimoli fiscali in tutto il mondo. Queste misure hanno indotto un repentino rimbalzo in diversi settori, prima di tutto in Cina, poi negli Stati Uniti e, infine, in Europa. Tuttavia, il diverso ritmo delle vaccinazioni ha ampliato il divario tra i mercati emergenti e i Paesi sviluppati, tra cui l'Europa registra i più alti tassi di vaccinazioni al mondo a fine 2021.

Nel secondo semestre del 2021 si è registrata una maggiore volatilità e l'attività economica è rallentata di nuovo in alcune regioni dopo l'iniziale accelerazione dei consumi e degli investimenti. La scarsità dell'offerta e i problemi nelle catene di approvvigionamento hanno continuato a pregiudicare la piena ripresa del settore manifatturiero.

I consumi si sono rivelati la chiave di volta della ripresa e rimarranno essenziali per la crescita nel 2022, soprattutto se i privati spenderanno i risparmi accumulati durante la pandemia. Tuttavia, nel secondo semestre dell'anno l'erosione dei redditi reali dovuta alla nuova fiammata inflazionistica ha pesato sulla fiducia dei consumatori e sulle vendite al dettaglio in alcuni Paesi. La stabilità del mercato del lavoro e la minore disoccupazione dovrebbero sostenere i consumi, che tuttavia cresceranno probabilmente a un ritmo più lento nel 2022, soprattutto in considerazione del calo della fiducia registrato verso fine

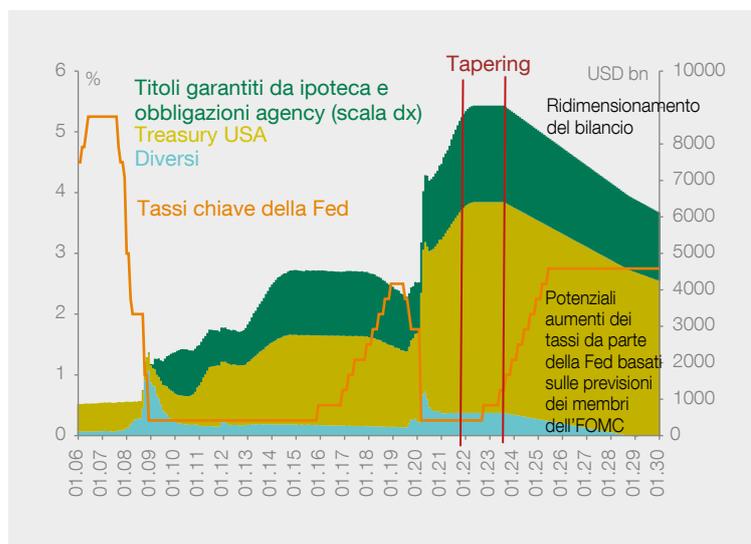


anno. Di fronte alla fine della fase di ripresa e alle imminenti elezioni in Francia e negli Stati Uniti, l'invecchiamento della popolazione, la riforma delle pensioni e l'aumento delle disuguaglianze sono tra i temi che più preoccupano.

## Sincronizzare la politica economica per combattere lo spettro della stagflazione

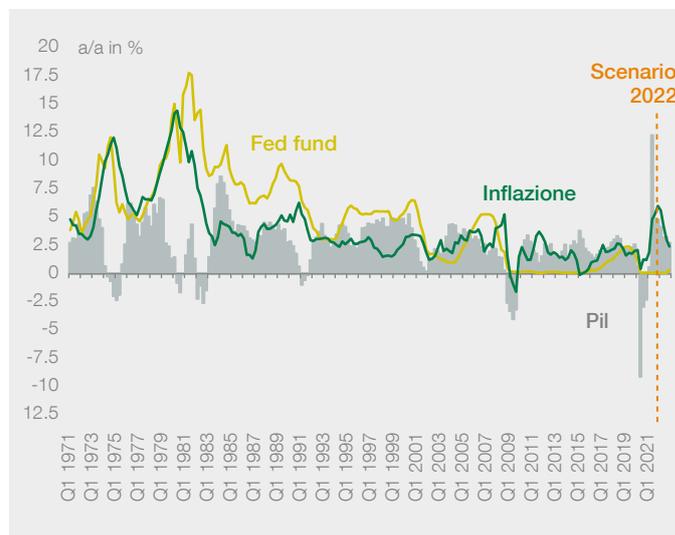
Nelle maggiori economie mondiali gli investimenti hanno dimostrato una particolare resilienza nelle recenti difficoltà e hanno recuperato terreno in linea con i consumi, poiché le imprese hanno beneficiato delle misure di sostegno e di efficienti mercati finanziari che hanno garantito l'accesso a finanziamenti poco onerosi e, talvolta, garantiti dallo Stato. Ciò significa che la recente crisi non ha distrutto il capitale come in passato tuttavia, alla fine del 2021, i problemi emersi durante la pandemia sono tuttora irrisolti e, unitamente al previsto ridimensionamento del supporto monetario nel 2022, potrebbero frenare il ritmo degli investimenti. Nel 2022 i principali settori dovrebbero trarre sostegno dai piani statali adottati quest'anno per promuovere gli investimenti nelle infrastrutture e dalla volontà politica di rilocalizzare la produzione di alcuni beni «strategici», tra cui semiconduttori e farmaci. Nell'insieme il ciclo economico sarà fortemente dipendente dalla fiducia degli attori congiunturale e dall'importante ruolo che i governi rivestono nel supporto ad alcuni settori.

### STATI UNITI: BILANCIO E TASSI CHIAVE DELLA FED



Fonti: Federal Reserve, UBP, ETR

### CRESCITA USA, INFLAZIONE E POLITICA MONETARIA



Fonti: Federal Reserve, BEA, UBP

### Politica economica: graduale ridimensionamento

Nella seconda metà del 2021 le misure di sostegno all'occupazione sono state gradualmente revocate nei Paesi sviluppati e gli aiuti alle imprese sono sempre più mirati. Gli Stati Uniti intendono mantenere la loro politica a favore degli investimenti nelle infrastrutture e della spesa sociale, ma il disaccordo tra le due ali del Congresso e tra i partiti ha comportato ritardi nelle decisioni e le somme in palio sono inferiori a quelle annunciate all'inizio dell'amministrazione Biden. I governi di diversi Paesi stanno considerando la possibilità di aumentare la tassazione delle società (o delle imprese digitali) e, in particolare, di quelle che guadagnano di più per diminuire le pesanti disuguaglianze prodotte dalla pandemia. In Cina la crescita economica ha già subito i contraccolpi di una regolamentazione più rigorosa delle piattaforme digitali e dei monopoli, ma anche dei settori della didattica a distanza e dell'immobiliare. La nuova strategia a medio termine, basata sulla ricchezza comune, intende correggere la traiettoria della crescita economica a favore delle classi medie, ma basandosi su una diffusa regolamentazione statale piuttosto che su regole di mercato.

In termini di politica monetaria, la fase del supporto aggressivo sta volgendo al termine. Le straordinarie misure introdotte durante la pandemia saranno gradualmente revocate nel 2022 e diverse banche centrali (in America latina, Svezia e Corea del Sud) hanno già aumentato i tassi nel 2021. La maggior parte delle banche centrali, fatta eccezione per la Bank of Japan, ha annunciato la fine degli acquisti di titoli nel 2022 e all'orizzonte si delineano i primi aumenti dei tassi ufficiali, soprattutto da parte della Fed e della Bank of England.

**Lo shock energetico ridistribuisce crescita e inflazione e avvicina lo spettro della stagflazione**

Nel 2022 le economie dipenderanno dalla domanda privata e dalla ripresa del commercio mondiale per proseguire l'espansione cominciata nel 2021. Tuttavia, lo shock energetico sopraggiunto negli ultimi mesi del 2021 ha interferito con le tendenze in atto, ha accelerato la frenata e acuito i rischi di inflazione, che le previsioni collocavano già su livelli elevati.

## Prezzi dell'energia e dei servizi: da tenere d'occhio

Di conseguenza, i pericoli consistono in un'attesa e improvvisa battuta d'arresto della domanda e in un'inflazione storicamente alta al punto da diventare insostenibile per gli attori economici, ma anche per le banche centrali. Queste ultime, inizialmente convinte che il rialzo dell'inflazione sarebbe stato solo temporaneo, sono ora costrette ad ammettere che durerà più a lungo del previsto. Ciò implica il rischio di commettere errori di politica economica nell'attuale fase del ciclo, portando a risposte disorganiche tra i Paesi e a frizioni tra la politica fiscale e quella monetaria.

Se questi rischi si concretizzassero, potremmo entrare in una fase di stagflazione, ossia flessione della crescita, inflazione elevata e aumento dei rendimenti obbligazionari a lungo termine, che rappresenterebbero una spada di Damocle per le imprese e i Paesi più indebitati dopo la crisi.

Il ciclo in cui ci troviamo dimostra una fragilità intrinseca, nonostante la ripresa vigorosa a cui abbiamo assistito nel 2021, poiché i Paesi sviluppati e la Cina, al di là del rimbalzo ciclico, devono fronteggiare una persistente frenata della produttività e una flessione della crescita potenziale. La crescita continua a essere imbrigliata dai fattori a lungo termine, tra cui l'invecchiamento della popolazione, una manodopera poco qualificata di fronte alle nuove tecnologie e un lento progresso verso le infrastrutture di prossima generazione. Una crisi energetica, il calo della fiducia dei consumatori e dei loro redditi reali, un ridimensionamento dei piani d'investimento delle imprese metterebbero prematuramente fine alla fase di crescita, portando a una «nuova mediocrità», per usare l'espressione con cui Christine Lagarde, allora a capo del Fondo monetario internazionale, ha descritto la crescita nel 2015.

Nel 2021 l'inflazione è aumentata sulla scia del rialzo dei prezzi dell'energia, della domanda sostenuta di beni e servizi e dell'incremento della produzione e dei costi dei trasporti. La nuova crisi dell'energia sopraggiunta alla fine del 2021 è stata indotta dalla contemporanea riapertura delle attività in diversi Paesi, ma è anche il risultato di anni di sottoinvestimenti e della mancanza di una politica

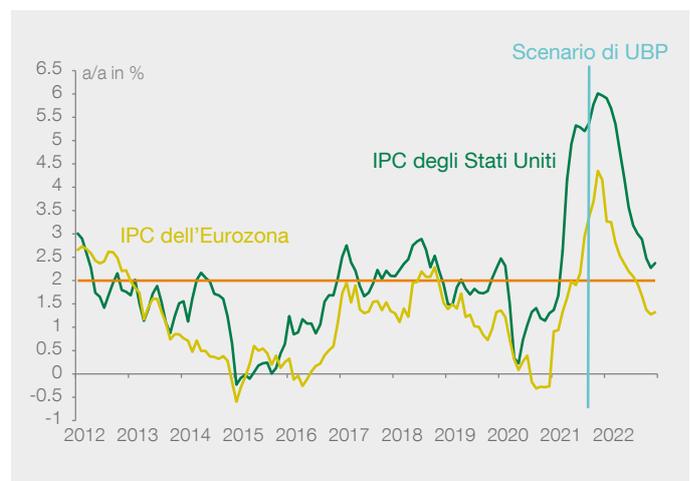
energetica. Nell'impossibilità di aumentare l'approvvigionamento di fonti energetiche nel breve termine, appare inevitabile che i prezzi continuino a salire e dovremo attendere fino al prossimo mese di marzo per vedere una loro significativa diminuzione. I persistenti colli di bottiglia nella produzione e i rincari di alcuni servizi (tra cui trasporti e affitti) acuiscono il rischio di inflazione, che potrebbe contagiare altri settori in futuro.

Sebbene la nuova strategia adottata dalla Fed e dalla BCE implichi che tollereranno un aumento sostenuto dei prezzi dopo un periodo di bassa inflazione, le banche centrali si attendevano un rincaro solo passeggero. Tuttavia, l'inflazione elevata rimarrà con noi più a lungo di quanto si aspettino le banche centrali anche a causa delle difficoltà di numerosi settori di assumere personale senza aumentare le retribuzioni.

Probabilmente la stagflazione non equiparerà la gravità di quella degli anni 70, quando le economie erano meno aperte alla concorrenza e vivevano ancora i sistemi di indicizzazione, ma potrebbe porre le banche centrali di fronte a un dilemma: accettare un'inflazione più elevata per preservare la crescita, oppure aumentare i tassi d'interesse molto prima del previsto per riportare la fiducia e allontanare il rischio di una spirale prezzi - salari.

Il rischio non riguarda tutte le regioni allo stesso modo. Stati Uniti e Gran Bretagna sembrano essere più esposti, a causa del vigore della ripresa e delle difficoltà nell'assunzione di personale. In Europa e in Asia i mercati del lavoro appaiono meno a corto di risorse, quindi il rischio che si inneschi una spirale retributiva è inferiore. La politica monetaria potrebbe sganciarsi dalla politica di bilancio quando le autorità monetarie tireranno il freno: non è da escludere che così il ciclo di crescita giunga al capolinea e si creino grandi problemi in termini di debito pubblico e privato, tali da diventare rapidamente insostenibili.

SCENARIO DI INFLAZIONE



Fonti: BLS, Eurostat, UBP

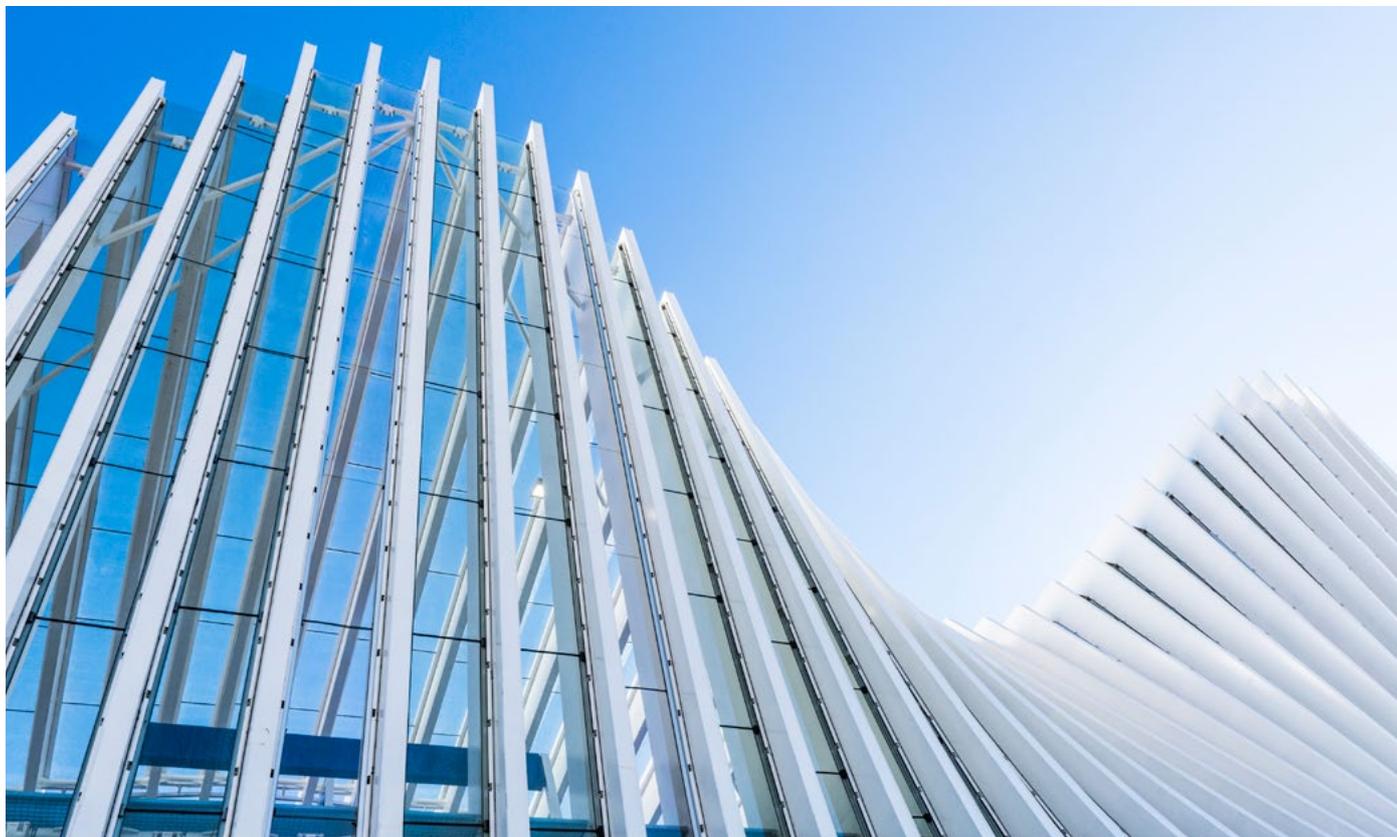
Per evitare questa situazione occorre focalizzarsi sugli investimenti pubblici che stimolano la produttività e su una politica monetaria attenta. I disavanzi pubblici rimarranno elevati nelle maggiori economie l'anno prossimo ma, a differenza di quanto avvenuto negli anni 70, è probabile che i governi puntino a orientarli verso le nuove tecnologie, la digitalizzazione e le infrastrutture di prossima generazione per affrontare i problemi climatici e prolungare il ciclo di crescita. Gli sforzi per incentivare la produttività con investimenti pubblici e privati dovrebbero contrastare la frenata cui abbiamo assistito negli ultimi anni. In altri termini, è probabile che l'inflazione rimanga elevata per alcuni trimestri, per poi tornare a diminuire.

## Investimenti per stimolare la crescita

Le autorità monetarie dovranno quindi essere flessibili nella gestione della liquidità e negli acquisti di titoli per limitare la potenziale pressione sui tassi d'interesse nominali e ponderare

attentamente ogni rialzo dei tassi per ritardare l'ascesa dei tassi reali. Se le banche centrali aumentassero bruscamente i tassi per combattere il rinfocolarsi dell'inflazione dovuta ai prezzi dell'energia commetterebbero un errore di analisi: uno shock sul fronte della domanda può essere risolto solo agendo sulla domanda e non irrigidendo la politica monetaria. Tuttavia, le banche centrali e i decisori della politica economica dovranno dimostrarsi capaci di evitare un effetto indiretto sui prezzi di base e sui salari regolando opportunamente le condizioni di credito e iniettando liquidità.

Per evitare la stagflazione, la politica economica deve essere calibrata in modo preciso e attento e dare prova di maggiore flessibilità rispetto all'uscita dalle crisi passate. Per concludere, qualunque ritorno all'austerità deve essere posticipato e le banche centrali dovrebbero mantenere il loro atteggiamento interventista, anche se su un tono minore. Nell'adottare politiche flessibili, è importante che le autorità evitino errori risultanti da un persistente lassismo o da un eccessivo rigore, così consentiranno alla fase di crescita di proseguire.



# Dollaro in ascesa

Con un cambiamento significativo della visione ribassista alla quale propendevamo da tempo, ora ci attendiamo che il dollaro si lasci alle spalle la fase di flessione e cominci ad apprezzarsi nei confronti di gran parte delle valute del G10 e dei mercati emergenti. Sterlina e rublo russo potrebbero fare eccezione, poiché le banche centrali dei rispettivi Paesi consentiranno loro di rafforzarsi nel nuovo anno.

Nel 2022 ci attendiamo un moderato apprezzamento del dollaro rispetto alle valute del G10 e di alcune monete dei mercati emergenti. Questo costituisce un importante cambiamento rispetto alla visione che nutrivamo da tempo sul dollaro, ma lo riteniamo avvalorato dai toni più hawkish adottati dalla Federal Reserve, che hanno portato a un rialzo dei rendimenti a breve e a lungo termine negli Stati Uniti nonostante l'attesa di una crescita asincrona delle principali economie e i flussi ridotti dei portafogli

troppo basso considerando la potenziale stretta della Fed tra ora e il 2023. In caso di un loro notevole rialzo, le valute ciclicamente sensibili (EUR, AUD, NZD, CAD, SEK) sottoperformeranno con l'ampliarsi dei differenziali di tassi. Se i rendimenti statunitensi a 2 anni salgono di altri 25 pb, il cambio EUR/USD dovrebbe situarsi su 1,12 o sotto e il cambio USD/JPY attorno a 116,00.

Alcune banche centrali del G10 sono inclini a una politica leggermente più restrittiva, ma solo la banca centrale norvegese riuscirà a eguagliare i rialzi dei tassi della Fed. Di conseguenza, il dollaro dovrebbe sovraperformare la maggior parte delle altre valute del G10 nei prossimi trimestri.

## La propensione al rialzo dei tassi manifestata dalla Fed ha migliorato il profilo dell'USD.

### Dalla Fed segnali da falco

La Fed ha cominciato ad assumere una linea più rigorosa. Vuole terminare il quantitative easing entro giugno 2022 per poi procedere a tre aumenti dei tassi nel 2023 e nel 2024, quindi il dollaro beneficerà di un migliore profilo dei tassi d'interesse rispetto alle altre principali valute del G20: ci attendiamo che i rendimenti statunitensi a 10 anni salgano all'1,7% circa e persino al 2% nel 2022.

### Rialzo dei rendimenti

Il dollaro ha già messo a segno un moderato progresso rispetto alla maggior parte delle altre valute (il cambio EUR/USD è sceso a circa 1,1550 e il cambio USD/JPY è salito a circa 114,0) e crediamo che proseguirà su questa strada. I rendimenti statunitensi a due anni si collocano attualmente sullo 0,50%, un livello

### Crescita asincrona

La recente underperformance delle valute ciclicamente sensibili e ad alto beta del G10 sarà accentuata dalla crescita asincrona delle principali economie. Da marzo 2020 le monete con un beta elevato rispetto alla crescita globale hanno sovraperformato grazie a un miglioramento dei dati delle economie globali e a una moderata debolezza del dollaro. Tuttavia, dal giugno 2021 gli indici di sorpresa economica delle principali economie hanno cominciato a retrocedere e i recenti cambiamenti annunciati da Pechino sulla sua politica lasciano presagire un periodo di crescita più debole in Cina. Ciò ha conseguenze nefaste per alcune valute tra cui AUD, NZD e CAD, ma anche per l'EUR: una frenata della crescita cinese implica rischi al ribasso per la moneta unica a causa delle forti esportazioni europee in Cina.

Gli investitori si sono già riorientati in risposta a questa nuova realtà. I dati aggregati sul mercato monetario internazionale stilati dalla Commissione statunitense di trading sui futures dimostrano che hanno chiuso posizioni lunghe e adesso sono short persino sulle valute ad alto beta. La posizione lunga aggregata in dollari è nettamente superiore a 25 miliardi di dollari.

Le prospettive per la sterlina sono più sfumate. Prevediamo che la Bank of England aumenti i suoi tassi base almeno di 40 pb portandoli allo 0,5% nel 2022. Di conseguenza, ci attendiamo una buona performance della sterlina rispetto all'euro, mentre sembrano meno probabili progressi sul dollaro, anche se gli spread sui tassi tra le due valute sono in linea con un cambio ben oltre 1,45.

### Flussi di portafoglio ridotti

La frenata della crescita globale tra le principali economie cambierà i flussi di portafoglio. Gli investimenti di portafoglio hanno favorito euro e yuan cinese negli ultimi 18 mesi poiché gli investitori hanno cercato di trarre vantaggio dalla riapertura del commercio. Tuttavia, una crescita più moderata ridurrà i flussi di portafoglio nelle valute ciclicamente sensibili.

Ci attendiamo minori investimenti sui mercati azionari cinesi onshore fino a quando da Pechino non giungeranno indicazioni più chiare a livello regolatorio, anche se gli investimenti obbligazionari dovrebbero dare prova di una buona tenuta. Il generale riorientamento sarà compensato dall'enorme aumento del surplus commerciale cinese, quindi non ipotizziamo una svalutazione notevole dello yuan. Il cambio USD/CNY rimarrà in una fascia piuttosto ristretta nel 2022 e il flusso di fondi sul renminbi aumenterà gradualmente.

Tuttavia, i flussi di portafoglio più deboli verso l'Eurozona impediranno all'euro rialzi significativi. Ciò peserà sull'euro, unitamente alla possibilità che le esportazioni dell'Eurozona siano fiacche nei prossimi trimestri, e costituisce una delle principali ragioni per cui abbiamo mutato atteggiamento nei confronti della moneta unica.

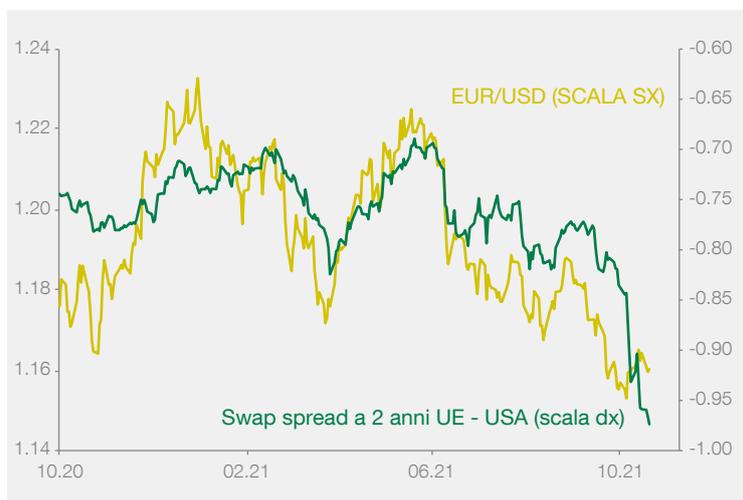
### Mercati emergenti – un quadro contrastato

Le valute dei mercati emergenti tendono a sottoperformare quando i tassi d'interesse aumentano. Tuttavia, riteniamo che siano meno vulnerabili rispetto al 2013 poiché i disavanzi aggregati delle partite correnti sono migliorati, quindi le economie emergenti sono meno esposti ai flussi dei capitali. Ciò limiterà l'esigenza di aumenti aggressivi dei tassi, che soffocherebbero la crescita.

Le prospettive per le valute dei mercati emergenti sono comunque eterogenee. Brilleranno le valute dei Paesi le cui banche centrali aumentano proattivamente i tassi d'interesse. Ci attendiamo dunque un exploit del rublo, sulla scia di un carry nominale elevato e del supporto proveniente dall'ascesa dei prezzi del petrolio. Anche il real brasiliano beneficerà di un carry nominale elevato, per quanto controbilanciato dalla ripresa dell'inflazione nei primi mesi del 2022.

Valute tra cui ZAR, MXN e TRY continueranno a perdere terreno a causa dell'inflazione sostenuta, degli investimenti sottotono e della riluttanza delle banche centrali ad aumentare i tassi. Nel caso della lira turca, la banca sta tagliando i tassi, quindi la valuta si deprezzerà, mentre aumenterà l'inflazione indotta dai cambi.

FLESSIONE ATTESA DEL CAMBIO EUR/USD



Fonti: Bloomberg Finance L.P.



# In arrivo un miniciclo: buone opportunità per un portafoglio Barbell

Gli investitori azionari dovranno prepararsi a un percorso più accidentato mentre l'economia globale entra in un miniciclo. Nonostante l'accresciuta volatilità, gli investitori possono attendersi performance dell'8-10% sulle azioni globali, trainate dalle società di qualità orientate alla crescita, in combinazione con un gruppo selezionato di azioni cicliche.

Nell'attesa che la ripresa dell'economia globale giunga alla fase matura del ciclo economico nel 2022, gli investitori dovrebbero aspettarsi che anche il ciclo del mercato azionario arrivi a maturazione e progredisca attraverso un miniciclo, mentre la crescita raggiunge il suo picco e le misure di sostegno statali vengono gradualmente revocate.

Dal 1990 i minicicli hanno evidenziato alcune caratteristiche distinte. Dopo le performance sostenute dei mercati nelle fasi di ripresa economica, i minicicli sono stati tendenzialmente caratterizzati da rendimenti più modesti e sempre più volatili. In particolare, hanno coinciso con importanti eventi creditizi localizzati tra cui la crisi messicana (1994), quella russa/asiatica (1997-98) e la crisi del debito dell'Eurozona (2011-12).

## Alcuni titoli industriali offrono previsioni di crescita uniche, con i guadagni trainati dalla tecnologia.

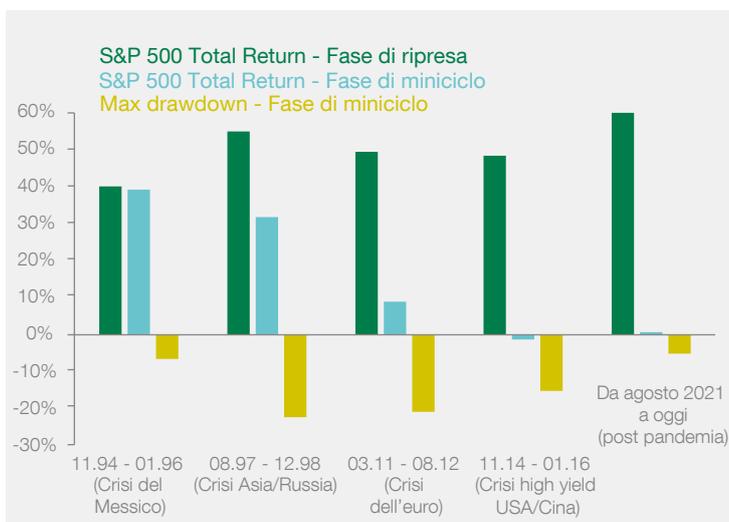
Di conseguenza, dopo che lo S&P 500 è progredito a ritmo sostenuto per oltre 200 giorni senza una correzione del 5% nel 2020-21, gli investitori dovranno prepararsi a un percorso più accidentato. Fortunatamente, nonostante la maggiore volatilità, sintanto che gli investitori si tengono alla larga da eventi creditizi localizzati, le performance tendono a essere positive nei minicicli, trainate in primo luogo dalla costante crescita degli utili indotta dalla maturazione della ripresa economica.

Tuttavia, a differenza dei minicicli precedenti, le azioni globali stanno entrando in quello attuale con quotazioni storicamente elevate.

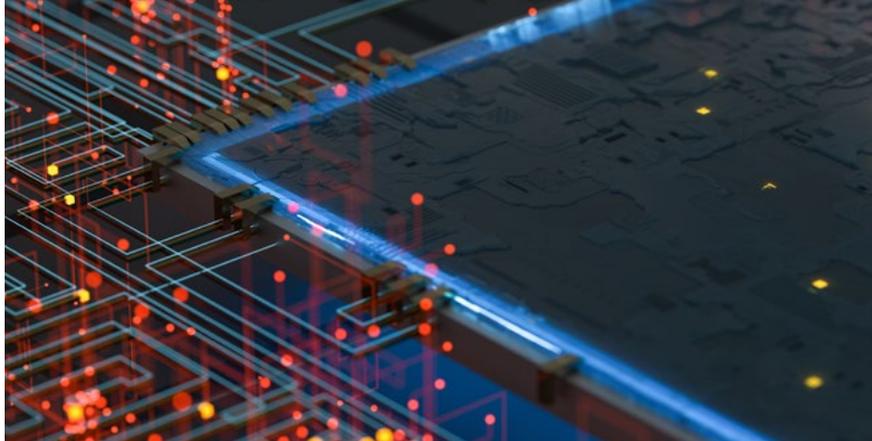
I mercati anticipano un aumento dell'inflazione nel 2022, pertanto ci attenderanno presumibilmente rendimenti obbligazionari più elevati (cfr. pag. 14 per maggiori dettagli), quindi il calo dei rapporti prezzo/utile potrebbe essere sfavorevole ai rendimenti azionari nel 2022.

Le stime di consenso indicano una crescita degli utili di poco al di sotto del 10% per le azioni globali nel 2022 e se presumiamo moderate revisioni al rialzo delle attese per l'intero anno, così come avviene generalmente, possiamo anticipare performance dell'8-10% sulle azioni globali, indubbiamente meno del quasi 17% a cui abbiamo assistito nei 12 mesi precedenti a ottobre 2021.

MINICICLI: RISULTATI PIÙ MODESTI E MAGGIORE VOLATILITÀ



Fonti: Standard & Poor's, Bloomberg Finance L.P. e UBP



## La tecnologia, asso vincente dell'industria globale

Il settore tecnologico è sicuramente uscito vincente dalla pandemia, poiché i lockdown hanno portato gli investitori e le aziende a ricorrere a soluzioni informatiche per lavorare e fare acquisti da casa.

Tuttavia, dopo il cambiamento di paradigma nei consumi privati e nelle forniture di servizi da parte delle aziende, ora i produttori industriali tradizionali dovranno servirsi della tecnologia per far fronte alla penuria di risorse, all'inasprimento della concorrenza globale e ai sempre più severi criteri ESG, per non limitarsi a sopravvivere ma tornare a prosperare in un mondo post Covid.

La trasformazione dell'industria sarà guidata dall'integrazione dell'automazione avanzata, che combina la precisione delle macchine alla creatività umana. Vi svolgeranno un ruolo essenziale i dati, le reti e l'intelligenza artificiale.

Mentre il mercato globale dell'automazione industriale raggiungerà i 280 miliardi di dollari entro il 2026, con una crescita annua superiore al 7% nei prossimi anni, per le tecnologie emergenti dell'automazione industriale che fanno leva sull' "Internet of things" si prevede un tasso di espansione di 10–20 volte superiore a quello del Pil. Persino la visione robotica e le tecnologie laser dovrebbero crescere a un'impressionante tasso di crescita annuo composto del 13% nei prossimi anni.

La risposta che le società industriali stanno dando per combattere la pandemia è sostenuta anche dalle politiche fiscali trasformative adottate da Europa e Cina (ma ancora in discussione negli Stati Uniti). Le normative ESG e orientate al clima indurranno sempre di più le società industriali a sostituire i loro impianti produttivi del XX secolo con altri adeguati agli obiettivi della sostenibilità, che consentono di ridurre notevolmente i consumi di energia e di risorse grazie a una migliore pianificazione e organizzazione e a una manutenzione intelligente.

Inoltre, la pandemia ha messo in luce le vulnerabilità della supply chain dopo decenni di outsourcing in Cina e ci si sta muovendo per accorciare le linee di approvvigionamento. In tal modo le società industriali potrebbero sviluppare e investire in stabilimenti del XXI secolo nel proprio Paese, mirando a una crescita e una sostenibilità più elevata e riducendo nel contempo i rischi di supply.

Questa situazione dovrebbe favorire le industrie manifatturiere e specifici fornitori di tecnologia dell'automazione, mentre agli investitori si consiglia di guardare anche alle opportunità nei settori finali, tra cui healthcare, semiconduttori, efficienza energetica e e-commerce. In questi ambiti le tradizionali società industriali cicliche potrebbero essere trasformate in società a orientamento tecnologico con forte potenziale di crescita.

Di conseguenza, la selezione dei settori e dei titoli sarà sempre più importante ai fini dei rendimenti azionari per l'anno prossimo.

In particolare, crediamo che le prospettive per il 2022 offrano un'interessante opportunità di creare un portafoglio azionario "Barbell", esposto a società di qualità ad alto potenziale di crescita combinate a un gruppo selezionato di azioni più cicliche.

Il primo gruppo continua a costituire una base solida per i portafogli, a causa della combinazione molto interessante tra solidi bilanci, crescita sostenuta degli utili e valutazioni ragionevoli tra le large cap leader di mercato nei settori della tecnologia, delle comunicazioni e dell'healthcare.

A livello tattico, le azioni cicliche continueranno a beneficiare della maturazione del ciclo economico e della revisione al rialzo delle aspettative in materia di utili. In realtà, il momentum degli utili sta già puntando in quella direzione poiché le previsioni sono aumentate del 50% per le azioni dei materiali di base, del 40% per i finanziari e di un'impressionante 180% per le compagnie energetiche statunitensi, rispetto a un progresso "appena" del 24% dello S&P 500 e del NASDAQ 100. Gli industriali, per quanto tipicamente ciclici, possono offrire opportunità uniche di crescita degli utili poiché fanno leva sulla tecnologia per spingere gli utili al rialzo (cfr. riquadro).

A livello geografico, gli Stati Uniti e l'Europa offrono un buon equilibrio tra azioni orientate alla crescita e cicliche. D'altro canto, il continuo processo di ristrutturazione e di riforme in atto in Cina (cfr. pag. 18) pesa sulle prospettive di crescita degli utili per i mercati emergenti nel 2022, nonostante le valutazioni interessanti in prospettiva storica rispetto a quelle dei mercati sviluppati.

# Alla ricerca di un nuovo equilibrio

Nel 2022 si prevede che i rendimenti si normalizzino negli Stati Uniti e nell'Eurozona, con i Bund tedeschi di nuovo in territorio positivo e i Treasury sopra il 2% per la prima volta dal 2019. Le obbligazioni potrebbero essere quindi scambiate al di sotto della pari, mentre la volatilità degli spread sarà parzialmente compensata dai rialzi dei tassi.

**S**e il 2020 è trascorso all'insegna dello shock economico e della ripresa dopo l'emergenza COVID-19, il 2021 è stato un anno di transizione verso un'era ancora da definire. Nel 2022 dovremmo assistere al raggiungimento di un nuovo equilibrio per l'economia globale e i mercati del reddito fisso dal momento che stiamo imparando a vivere in un'epoca post pandemica.

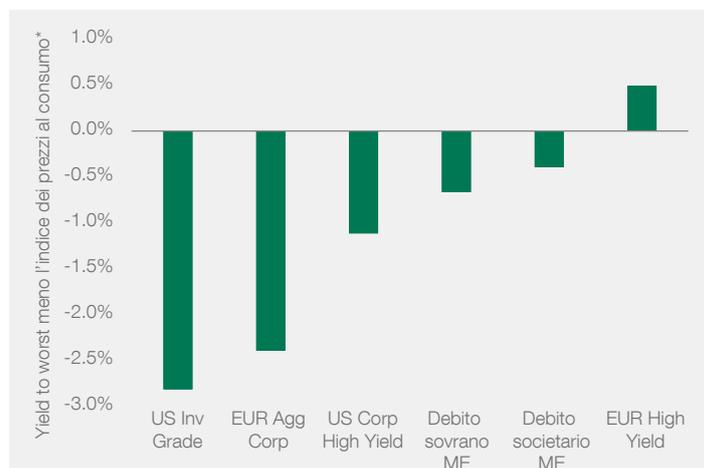
Di conseguenza, la Federal Reserve e la Banca centrale europea hanno preannunciato l'imminente riduzione dei programmi di acquisto di obbligazioni che hanno sostenuto le loro economie interne durante la pandemia.

Ci attendiamo che questi segnali contribuiscano a riportare le due curve dei rendimenti ai profili pre-pandemia. La BCE dovrebbe continuare ad ancorare i tassi d'interesse a breve nella zona euro, quindi i rendimenti dei Bund tedeschi, al di sotto dello zero sin dall'inizio del 2019, potrebbero infine risalire in territorio positivo fino allo 0,3%.

Negli Stati Uniti i mercati stanno scontando un primo aumento dei tassi da parte della Fed non prima di dicembre 2022, dunque i rendimenti dei Treasury decennali potrebbero raggiungere il 2% per la prima volta dall'inizio del 2019 e, forse, addirittura il 2,5% se le correzioni al rialzo dei tassi da parte della Fed si cristallizzassero tra qui e il 2023.

**La Fed e la BCE cercheranno una soluzione indolore come nel 2013-2014 per i prezzi immobiliari nel 2022.**

ALLA RICERCA DI TASSI DI RENDIMENTO SUPERIORI ALL'INFLAZIONE NEL REDDITO FISSO



Fonti: Bloomberg Finance L.P. e UBP

Note: obbl. soc. USA meno media mobile IPC a 3 mesi; obbl. soc. in EUR meno media mobile IPCUM a 3 mesi; obbl. soc. ME meno media mobile IPC USA a 3 mesi

All'avvicinarsi del 2022, la crescita economica mostra segni di indebolimento, ma il ritmo della ripresa non è il solo fattore determinante per la politica e i rendimenti obbligazionari a lungo termine. Un loro aumento è altresì importante per affrontare l'altra priorità delle banche centrali, ossia assicurare stabilità al sistema finanziario.

Con le pesanti flessioni dei rendimenti nominali e corretti per l'inflazione negli ultimi anni, i prezzi della proprietà abitativa negli Stati Uniti e in Germania stanno crescendo a un ritmo prossimo al 15% su base annua. Pur considerando la bassa base di partenza per fare un confronto al culmine della pandemia, i prezzi degli immobili negli Stati Uniti e in Germania sono comunque aumentati a un tasso di crescita annuo composto superiore al 10% negli ultimi due anni.

Negli Stati Uniti, dove i dati vanno ancora più lontani, i prezzi della proprietà immobiliare hanno messo a segno un biennio di progressi altrettanto rapidi solo in altri tre periodi: alla fine degli anni Ottanta (quando si è poi verificata la



crisi dei risparmi e dei prestiti negli Stati Uniti), nel 2005–2006 (innescando la crisi dei mutui subprime nel 2007 e poi la crisi finanziaria globale del 2008–2009) e, più recentemente, nel 2013–2014, dopo di che il tapering della Fed è riuscito a riportare il ritmo dell'inflazione dei prezzi degli immobili sulla media del XXI secolo nel 2016, anche se ciò ha coinciso con una fase di notevole stress sui mercati statunitensi delle obbligazioni high yield.

Ci attendiamo che la Fed e la BCE cerchino di ricreare le condizioni propizie a un atterraggio relativamente morbido del sistema finanziario in linea con quello del 2013–2014 e di evitare

le tensioni sul debito verificatesi nelle due precedenti fasi di rialzo dei prezzi immobiliari negli Stati Uniti, perseguendo un aumento più moderato dei rendimenti a lungo termine.

I mercati del credito nel mondo sembrano fiduciosi che i decisori delle politiche al di qua e al di là dell'Atlantico riescano a realizzare questo atterraggio morbido e gli spread creditizi sull'euro, sul dollaro e nei mercati emergenti si avvicineranno ai loro minimi storici. Ciò significa che, nonostante la ripresa dei rendimenti privi di rischio a lungo termine, anche i titoli obbligazionari a rischio medio-alto offrono un premio modesto rispetto agli attuali livelli di inflazione negli Stati Uniti e nell'Eurozona.

Di conseguenza, alle soglie del 2022 non è da escludere che i titoli del reddito fisso siano scambiati al di sotto della pari, mentre la volatilità degli spread creditizi sarà parzialmente compensata dagli aumenti dei tassi previsti nel nuovo anno. Il breve termine e i tassi variabili, per esempio nella categoria dei prestiti senior, potrebbero offrire una certa protezione, tuttavia invitiamo soprattutto a proteggersi contro il rischio tassi e un certo ampliamento ciclico degli spread creditizi nel 2022.

## Alternative al reddito fisso

Molti titoli tradizionali a reddito fisso generano rendimenti inferiori ai tassi d'inflazione, quindi gli investitori devono guardare al di là dei premi di rischio e al declino pluridecennale dei rendimenti privi di rischio per preservare il potere d'acquisto a lungo termine e generare un reddito sostenibile.

Per gli investitori tradizionali il calo dei rendimenti è stato accompagnato dalla minore volatilità delle obbligazioni, che ha creato un contesto favorevole agli approcci «buy & hold» e, in molti casi, passivi.

In prospettiva, con i rendimenti frenati dalle politiche dei tassi d'interesse zero in Europa e, sempre di più, negli Stati Uniti, la selezione attiva delle obbligazioni societarie, che trae vantaggio dalle opportunità lunghe e corte oltre che dai periodici aumenti della volatilità come avvenuto nel 2020, dovrebbe consentire agli investitori di generare rendimenti più elevati rispetto alla strategia «buy & hold», utile nei decenni precedenti.

Questo approccio attivo offre anche il vantaggio di ridurre la sensibilità nei confronti dei movimenti direzionali sui tassi d'interesse e/o sugli spread creditizi. Ciò dovrebbe in qualche modo proteggere gli investitori dal rialzo dei tassi, come abbiamo visto per gran parte del 2021, o addirittura dall'ampliamento degli spread creditizi, come spesso accade in questa fase del ciclo economico.

Così come nell'ultimo decennio si sono rivolti ai mercati alternativi del debito societario per raggiungere i loro obiettivi, gli investitori orientati al reddito dovranno ancora una volta ampliare il loro orizzonte e incorporare premi di illiquidità in quanto fattori di rendimento dei portafogli.

Alcuni comparti del reddito fisso, tra cui i prestiti leveraged e il debito dei mercati emergenti, hanno tradizionalmente il rischio di illiquidità incorporato nei loro profili di rendimento e nell'ultimo decennio gli investitori ne hanno tratto vantaggio. In passato gli investitori si sono cimentati in questi segmenti, che un tempo erano nuovi, e ora dovranno tornare a esplorare altre aree di nicchia che li compensino per avere rinunciato a cercare liquidità giornaliera nell'intento di accrescere i rendimenti. Crediamo che alcuni segmenti, tra cui i crediti commerciali, i crediti al consumo e le vendite di polizze vita, possano aiutare gli investitori ad aumentare rendimenti e utili nel 2022.

Proprio come i prestiti leveraged e, in precedenza, il debito dei mercati emergenti, il loro carattere di novità consente ai gestori specializzati di creare notevole valore aggiunto mediante la selezione degli investimenti per aumentare il premio di illiquidità offerto. Inoltre, come per le strategie creditizie long-short, la minore sensibilità ai movimenti più ampi sul mercato obbligazionario fa sì che queste strategie illiquide forniscano una certa protezione dall'accresciuta volatilità dei titoli o dei tassi d'interesse.

# La transizione ecologica globale e le sue sfide

La transizione energetica attualmente in atto segue un paradigma diverso: sarà la prima nella storia del mondo il cui obiettivo è ottenere più energia producendo meno CO<sub>2</sub> e nei primi anni richiederà verosimilmente un maggiore impegno.

In passato, le transizioni energetiche hanno comportato lo sviluppo di tecnologie che consentissero di accedere a maggiori quantità di energie fossili con meno sforzo e di eliminare efficacemente i limiti alla crescita economica posti dall'approvvigionamento con le fonti energetiche esistenti.

La transizione energetica attuale è diversa. Sarà la prima che ha l'obiettivo di ottenere più energia producendo meno CO<sub>2</sub> e nei primi anni richiederà verosimilmente un maggiore impegno.

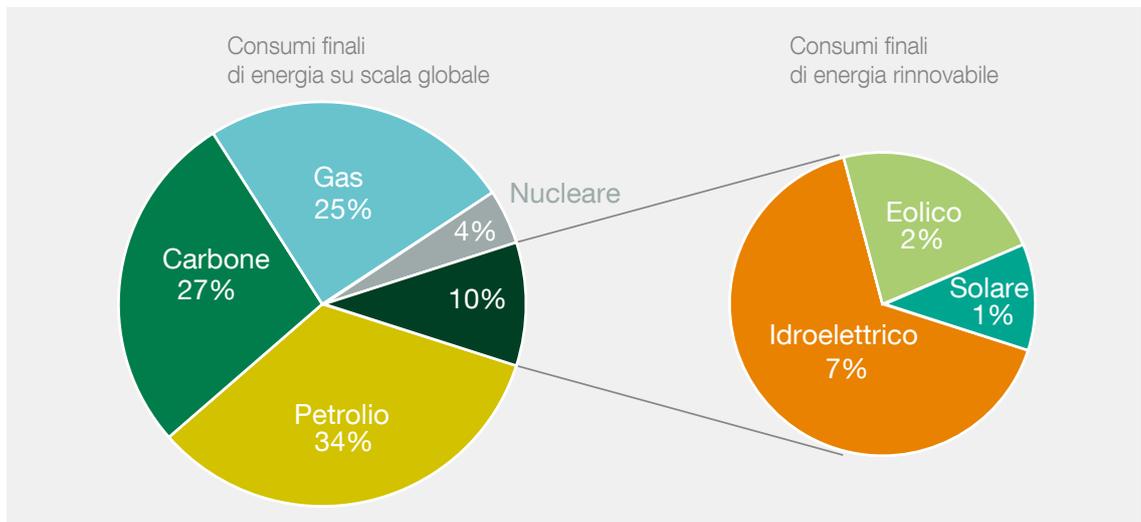
L'energia verde offre l'avvincente promessa di un costo marginale zero. Tuttavia, le principali tecnologie per decarbonizzare la catena di valore dell'energia, ossia l'eolico, il solare e le batterie, non sono per ora in grado di sostituire completamente l'attuale infrastruttura globale dei combustibili fossili. Il solare e l'eolico rappresentano appena il 3,3% dei consumi finali globali di energia e ci sono voluti più di vent'anni per raggiungere questo dato modesto.

Le transizioni energetiche passate hanno richiesto molti anni o, addirittura, decenni per compiersi, senza le sfide poste dalla trasformazione che ci attende. Il nostro prossimo viaggio implica quindi una maggiore complessità e, come vediamo in numerose parti del mondo, una più spiccata volatilità.

La complessità e la volatilità dipenderanno da quanto l'economia globale sarà reattiva e, speriamo, proattiva nell'affrontare le sfide future, promuovendo l'innovazione e creando valore sulla scia della distruzione di valore che sarà una parte inevitabile della transizione.

Per il momento, l'approccio prevalente nei confronti dei cambiamenti climatici rimane reattivo. Infatti, le stime dell'Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC) rivelano che la temperatura globale è già al di sopra dei livelli pre-industriali di 1,2°C, quindi rimane poco margine prima di superare il limite di 1,5°C deciso per i prossimi due decenni.

L'EOLICO E IL SOLARE COPRONO TUTTORA APPENA IL 3% DEI CONSUMI FINALI DI ENERGIA SU SCALA GLOBALE

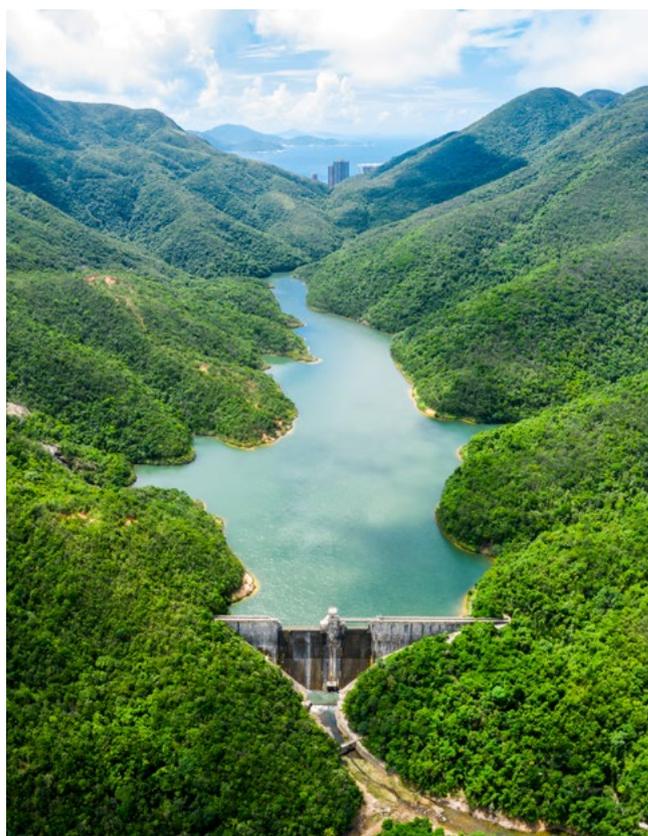


Fonti: Ourworldindata.org, BP Statistical Review of World Energy e UBP

Per un'economia globale tuttora in cerca di un pieno recupero dalla pandemia, l'approccio reattivo, per quanto preoccupante, è comprensibile poiché, nel breve termine, grava meno sui Paesi messi a dura prova negli ultimi anni.

Tuttavia, di fronte alla sempre maggiore frequenza di fenomeni meteorologici estremi, i mercati rispondono scontando futuri cambiamenti climatici. Per esempio, negli ultimi anni gli uragani si sono abbattuti più spesso sugli Stati Uniti dove hanno provocato gravi inondazioni su una vasta area e i premi delle assicurazioni contro le inondazioni sono destinati ad aumentare fino al 77% per i quasi 5 milioni di partecipanti al Programma Assicurativo Nazionale per le Inondazioni (NFIP, National Flood Insurance Program). Analogamente, le banche europee stanno riducendo progressivamente i prestiti in considerazione dell'impatto dei cambiamenti climatici.

Coloro che sono stati colpiti da questi sviluppi hanno adottato un approccio reattivo nelle spese per le infrastrutture per mitigare gli effetti dei futuri eventi meteorologici. In realtà, per le imprese preparate a fornire tali soluzioni, queste opportunità un tempo straordinarie si stanno trasformando in flussi regolari di entrate, dato che le spese diventano ricorrenti, e creano nuove opportunità per il futuro.



## Sostituire l'attuale catena di valore dell'energia potrebbe costare fino a 50'000 miliardi di dollari.

Inoltre, mentre il mondo cerca di sostituire la sua infrastruttura basata sui combustibili fossili, occorrerà uno sforzo maggiore nel breve termine per realizzare la transizione e, nel frattempo, l'attuale crisi energetica costringe alcune nazioni a tornare provvisoriamente alle fonti energetiche tradizionali a elevate emissioni di CO<sub>2</sub>, tra cui il carbone. Tuttavia, la crisi stimola una reazione nei consumatori che, per esempio, stanno investendo nei pannelli solari per evitare futuri problemi di approvvigionamento qualora la corsa ai combustibili fossili perdurasse.

Fortunatamente, queste misure reattive possono essere accompagnate da misure proattive per sostituire i sistemi energetici basati sui combustibili fossili, con le industrie manifatturiere in prima linea nell'utilizzo di energia eolica, solare e batterie su scala industriale.

Coloro che hanno la capacità di creare, installare e gestire attività rinnovabili e la relativa infrastruttura sono destinati a beneficiare di decenni di crescita, sebbene il loro sviluppo non sia necessariamente facile e le sfide di domani possano essere difficili da individuare oggi.

D'altro canto, le imprese con modelli di business interamente basati sui combustibili fossili corrono il rischio di sparire con il tempo. Tuttavia, ciò offre anche a loro l'opportunità di evolversi. Molte società petrolifere e del gas attive su scala globale si trovano proprio in questa posizione. L'attuale crisi energetica potrebbe aiutarle ad attivarsi, dal momento che possono utilizzare i guadagni derivanti dai prezzi elevati dei combustibili fossili per incanalare i loro tradizionali investimenti di capitale nel petrolio e nel gas verso le risorse rinnovabili, trasformandole in autentiche protagoniste della trasformazione energetica. Se non riusciranno a operare questo cambiamento, dovranno prepararsi a un declino strutturale e al rischio che le attività un tempo produttive, in grado di generare liquidità, diventino irrecuperabili.

Se da un lato le società possono assumere la guida della transizione energetica globale e, in realtà, lo stanno già facendo, anche i governi e i decisori politici avranno un ruolo importante al di là delle pressioni regolatorie che stanno esercitando per stimolare la trasformazione.

Per azzerare le emissioni di CO<sub>2</sub> entro il 2050, alcune stime suggeriscono che dovranno essere spesi fino a 50'000 miliardi di dollari per sostituire l'attuale infrastruttura energetica globale, una cifra superiore agli investimenti resisi necessari per l'industrializzazione della Cina negli ultimi decenni.

Di conseguenza, così come la Cina ha beneficiato del calo dei tassi d'interesse per finanziare i suoi ambiziosi progetti di investimento, i decisori delle politiche monetarie dovranno probabilmente assicurare un costo del denaro altrettanto vantaggioso per incoraggiare il settore privato a mettere in campo capitale e ingegnosità a un livello che i governi da soli non possono raggiungere.

# Il panorama è cambiato

L'orientamento della Cina verso un'era di «comune prosperità» implica che le autorità devono condurre l'economia verso un nuovo equilibrio, il cui modello di crescita è guidato dai consumi. Questo cambiamento di rotta, avviato nel 2021, ha interrotto la narrativa tradizionale degli investimenti cinesi, ponendo sfide nel medio termine, ma anche creando opportunità strategiche per gli investitori agili.

**S**in dal novembre 2020 i decisori hanno messo in campo un intero arsenale di strumenti politici per contrastare i problemi strutturali dell'economia, tra i quali si annoverano il ruolo delle piattaforme tecnologiche, la disparità di reddito, l'elevato debito societario e l'apparente sfilacciamento del tessuto sociale cinese, risultato di lunghi anni di rapida crescita del Pil nell'era del «diventare ricchi è glorioso» proclamato da Deng Xiaoping.

Di fronte a queste sfide, il presidente Xi Jinping ha annunciato un nuovo corso di «comune prosperità». Secondo il nuovo paradigma, il principale obiettivo sarà raggiungere una condizione di reddito elevato entro il 2025, un'aspirazione che implica un considerevole aumento del reddito nazionale lordo pro capite (RNL) partendo dai 10'610 dollari del 2020. Per realizzarlo, la Cina punterà ad accelerare le riforme per accrescere la quota del lavoro nel Pil e mitigare le pressioni demografiche.

**La Cina deve trovare un difficile equilibrio tra crescita e riforme, il che lascia ipotizzare una frenata a lungo termine.**

Cercherà quindi di riallineare i suoi fattori produttivi verso il lavoro e di distoglierli dal capitale. L'obiettivo sarà conseguito adottando misure redistributive e mobilitando il settore privato, che ha registrato un rapido sviluppo in assenza di concorrenza dall'esterno, ma ora agli attori già affermati viene chiesto di creare valore sociale oltre che risultati finanziari. Per alcuni ciò potrebbe tradursi in una crescita degli utili più moderata.



Le normative più severe volte ad alleviare i tre “fardelli” che gravano sulle famiglie, ossia la casa, l'istruzione e la salute, hanno cominciato a essere attuate nella speranza che possano stimolare i consumi e consentire agli elevati tassi di fertilità di invertire gli effetti della politica cinese del figlio unico sulla crescita complessiva della popolazione. Per diventare un'economia ad alto reddito entro il 2025, il cammino delle riforme proseguirà presumibilmente a ritmo sostenuto nel 2022, quindi la maggiore volatilità a cui abbiamo assistito nel secondo semestre del 2021 continuerà fino a quando non si sarà costituita una base solida e gli investitori non avranno pienamente metabolizzato questa nuova normalità.

Dopo la frenata del 2021 non è da escludere una tregua ciclica nel 2022, tuttavia la Cina dovrà trovare un difficile equilibrio tra crescita e riforme. Per conseguire l'obiettivo di diventare un'economia ad alto reddito occorre un tasso di crescita compreso tra il 4,5% e il 5%, ma il Pil

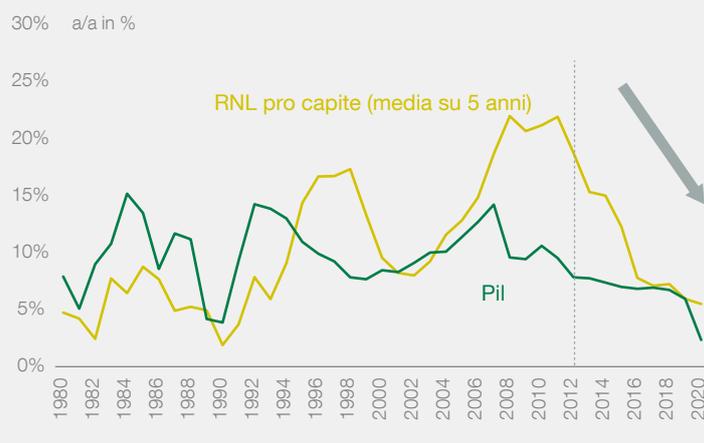
potrebbe rallentare di nuovo al 5% nel 2022 e tendere gradualmente al 4% entro la fine del quinquennio, quindi la frenata della Cina proseguirà a lungo.

In questo scenario, la politica potrebbe rimanere restrittiva per consentire alle autorità di proseguire le riforme strutturali, soprattutto per quanto riguarda gli alloggi e il mercato immobiliare nel suo insieme. Tuttavia, sarà tollerato un lieve ammorbidimento per smussare le oscillazioni del ciclo economico e compensare gli shock esogeni.

Infatti, il 2021 sta per concludersi con una crisi energetica nell'aria e la persistente minaccia del Covid, quindi non si esclude che dal secondo trimestre 2022 vengano attuate ulteriori misure anticicliche. Ciò dovrebbe consentire una maggiore chiarezza in merito al futuro quadro regolatorio all'inizio del 2022. Anche se emerge un supporto ciclico e normativo, a nostro avviso lo stock picking secondo un approccio di tipo bottom-up, che favorisca i modelli di business orientati al valore sociale e ai risultati finanziari, si rivelerà sempre più prezioso, anche all'interno dei settori di crescita prioritari per l'economia cinese.

#### CINA: FRENATA STRUTTURALE PER L'ECONOMIA

Il presidente Xi Jinping è stato incaricato di affrontare le crescenti disparità e creare una crescita sostenibile mentre la Cina entrava in una fase di frenata strutturale cominciata durante il 12° piano quinquennale (2012-2015)



Fonti: Fondo monetario internazionale, Banca mondiale, UBP

## Nuove regole per il tecnologico cinese

In Cina il contesto regolatorio per le società tecnologiche orientate al consumatore si è notevolmente inasprito nel 2021, dopo un decennio di poderosa espansione industriale agevolata da un certo lassismo normativo. Crediamo che la nuova era di vigilanza più pressante sia destinata a durare e ci attendiamo ulteriori misure nel 2022 per adempiere gli obiettivi regolatori.

Le società cinesi della tecnologia di consumo dovranno affrontare le nuove norme con cautela. Non sarà più tollerato il loro precedente modus operandi improntato a «innovare prima di chiedere». Il premio per la dominanza di mercato potrebbe assottigliarsi poiché le società leader non possono più espandersi aggressivamente o sbaragliare i concorrenti semplicemente facendo leva sulle loro dimensioni e sulla forza finanziaria. Mentre le aziende sono chiamate ad affrontare costi più elevati per adeguarsi alle nuove norme e maggiori aspettative in termini di responsabilità sociale, nei primi mesi del 2022 il mercato potrebbe continuare a «resettare» la sua valutazione e le prospettive di utili sulle grandi e sempre più mature aziende del settore.

Di conseguenza, gli investitori dovrebbero attivarsi ora in una fase iniziale del ciclo di crescita per evitare i costi sociali che devono sostenere i leader su mercati maturi. Tuttavia la Cina, che è la principale economia digitale al mondo, continua a offrire opportunità a lungo termine nella tecnologia di consumo.

Con i suoi 1,01 miliardi di utenti di Internet, il 71,6% di penetrazione di Internet e l'apertura dei nuovi internauti alle tecnologie all'avanguardia, la Cina è in grado di lanciare innovazioni su larga scala per i consumatori in tempi molto brevi.

Tuttavia sarà sempre più importante essere selettivi nell'hard tech in considerazione del peso delle attività di ricerca e sviluppo e dei tempi più lunghi per entrare in zona utili nonostante il sostegno politico e le agevolazioni fiscali del governo. L'intelligenza artificiale, con le sue applicazioni nelle auto a guida autonoma e nel riconoscimento vocale e facciale, è un ambito in cui la Cina occupa il primo posto a livello mondiale e può accedere a un'enorme banca dati per accelerare il time to market.

Inoltre, la transizione verso l'energia pulita e l'elettrificazione dei veicoli, anche questi settori in cui la Cina continua a essere leader mondiale, collimano con gli obiettivi del Paese di raggiungere il picco delle emissioni di CO<sub>2</sub> entro il 2030 e di azzerarle entro il 2060.

Questi temi sono tuttora in sintonia con i principali obiettivi politici cinesi, tuttavia gli investitori devono prestare sempre più attenzione alle tendenze in atto a livello di imprese e settori e accertarsi che i costi sociali potenzialmente in rialzo siano considerati nei modelli di business in evoluzione per assicurare rendimenti interessanti in futuro.

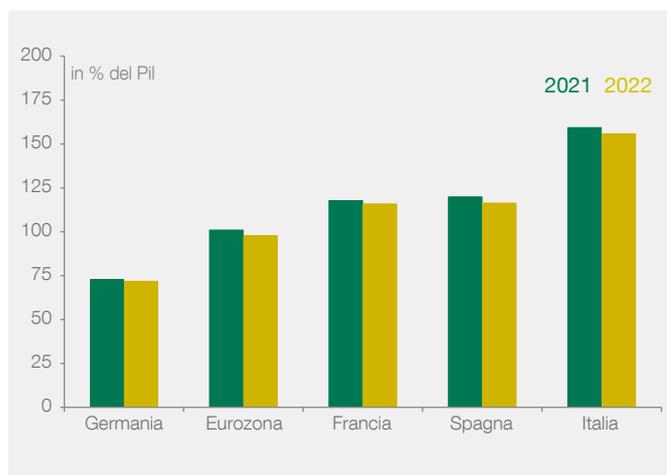
# Ritorno alla disciplina di bilancio

Facendo tesoro delle lezioni apprese dalla crisi europea del 2012 e dalla pandemia, la politica di bilancio dell'Unione europea non può più limitarsi a ripristinare i deficit di bilancio e i tetti del debito pubblico concordati nel Trattato di Maastricht, ma deve rivederli o addirittura riformarli radicalmente.

Per consentire ai governi europei di combattere efficacemente la pandemia, le regole di Maastricht sono state sospese. Per il 2023 è previsto un ritorno all'osservanza di quei parametri per il bilancio nazionale (limite del 3% del rapporto deficit/Pil) e il debito pubblico (tetto del 60% del Pil) e alla vigilanza della Commissione europea (il Patto di crescita e stabilità definisce obiettivi a medio termine per i governi nell'ambito del semestre europeo). Tuttavia, questa scadenza appare troppo vicina ed esigerebbe un eccessivo rigore da parte dei Paesi. Inoltre, la Commissione europea ha avviato una revisione strategica della sua governance fiscale.

Per evitare la stagflazione, non si può prescindere da un compromesso che consenta un'interpretazione molto flessibile delle regole e riforme più chiare potrebbero scaturire dal piano per il rilancio Next Generation EU (NGEU).

PROIEZIONE DEL DEBITO PUBBLICO LORDO



Fonte: UBP

## Indispensabile una notevole flessibilità delle regole concordate nel Trattato di Maastricht.

Inoltre, i nuovi obiettivi per l'ambiente e la spesa necessaria in ogni singolo Paese rendono obsoleta la valutazione della politica di bilancio. Le regole del Patto di stabilità e di crescita sono complesse e rimangono in gran parte inattuati poiché sono state rimandate le decisioni di sottoporre i Paesi alle procedure di

infrazione. I lenti progressi a livello di riforme comportano una politica fiscale prociclica, che aggrava le recessioni ma non riesce a riportare i bilanci in attivo quando le economie registrano una crescita sostenuta. L'austerità fiscale ha spesso comportato una riduzione degli investimenti pubblici, causando sottoinvestimenti nelle infrastrutture e nelle nuove tecnologie.

Nel 2022 assisteremo a intensi negoziati per ridefinire il quadro della politica di bilancio europea. Il lavoro svolto da diverse organizzazioni europee si è tradotto in quattro temi di discussione, con diverse misure a seconda della volontà politica e dello scenario che si profilerà nel 2022.



## Ridisegnare l'Unione europea

L'Unione europea ha vissuto una profonda recessione durante la pandemia, ma è stata capace di risollevarsi e di adottare un'azione concertata. La crisi COVID-19 ha messo in luce la vulnerabilità dell'UE a diversi fattori delineatisi dall'inizio del nuovo millennio: la dipendenza dai Paesi emergenti per i prodotti manifatturieri e farmaceutici e da alcuni mercati di esportazione (USA, Cina e Gran Bretagna), unitamente a una disomogenea e insufficiente diversificazione industriale e tecnologica rispetto ad altre aree economiche.

Il panorama economico e politico ha assunto nuovi contorni con l'uscita della Gran Bretagna dall'UE e la risposta alla pandemia: la messa a punto del piano di ripresa e rilancio (Next Generation EU) e l'introduzione di meccanismi di trasferimento di fondi tra Stati membri creano le premesse per un'Unione dotata di nuovi strumenti di intervento nel momento in cui vengono riesaminati i parametri del Trattato di Maastricht.

L'Unione monetaria è il fondamento del progetto europeo. Ha impedito che l'Eurozona si disgregasse e ha consentito nuove forme di sostegno mediante acquisti di titoli del debito pubblico e privato, oltre alla ridefinizione del target d'inflazione della BCE. Tuttavia, l'esistenza di un'Unione monetaria non può supplire alle carenze in altri ambiti, basti pensare allo stallo del progetto di Unione bancaria.

L'UE ha gettato le fondamenta dell'Eurozona per operare in un modo nuovo, con l'emissione di debito comune e trasferimenti di fondi tra Stati membri mediante lo strumento NGEU. Sebbene non costituisca una vera e propria unione fiscale, questa iniziativa collettiva si affianca agli interventi su base nazionale e apre la strada a ulteriori riforme. L'Eurozona si trova dunque di fronte a una svolta: se esiste una chiara volontà politica, i principi delle sue azioni potrebbero essere ridefiniti a favore di un disegno più inclusivo. Quest'ultimo punto è stato sottolineato dai socialdemocratici e dai Verdi durante la recente campagna elettorale in Germania. Evoca anche la strategia adottata dalla Francia, che assumerà la presidenza di turno del Consiglio europeo nel primo semestre del 2022, unitamente alle decisioni di natura fiscale e politica dei primi ministri di Spagna e Italia.

L'Eurozona è chiamata ad affrontare importanti sfide al di là delle questioni monetarie e di bilancio e implicano una maggiore cooperazione tra gli Stati membri nel settore farmaceutico (produzione e distribuzione), dell'energia (acquisti congiunti e scorte strategiche) e della difesa, unitamente a una più incisiva politica estera. Infine, sta prendendo forma la cooperazione sul clima e sono in fase di adozione scadenze regolatorie e di bilancio.

Questi strumenti, abbinati a una rinnovata volontà politica, potrebbero rappresentare una grande opportunità per l'UE. Il nuovo approccio avrà un forte impatto nel medio termine e non è da escludere che stimoli il potenziale di crescita, mettendo fine al calo della produttività e consentendo di superare il problema dell'invecchiamento della popolazione. La rafforzata attenzione sulle nuove tecnologie, sia per affrontare la crisi climatica sia per rinnovare le industrie tradizionali, costituisce un'opportunità ma anche un obbligo di fronte alle ambizioni dichiarate di Stati Uniti e Cina. Renderebbe l'Eurozona più autosufficiente e meno esposta agli shock economici e politici che hanno origine altrove: il suo ciclo di crescita dipenderebbe di più dalla domanda interna e una maggiore integrazione le consentirebbe di beneficiare delle sinergie esistenti a livello regionale e settoriale. Infine, in termini geopolitici, un'UE forte e unita sarebbe una risposta alla crescente logica isolazionista seguita dagli USA negli ultimi anni e al sempre più marcato sinocentrismo.

- 1) Riesame dei parametri riguardanti i disavanzi (3% del Pil) e il debito (60% del Pil). Questi indicatori potrebbero essere rivisti al rialzo per tenere conto del contesto attuale, ma ciò implicherebbe una revisione dei trattati europei.
- 2) Maggiore flessibilità nella valutazione dei parametri concernenti disavanzo e debito pubblico e aggiustamenti più rapidi per ogni singolo Paese. In tal modo è probabile che l'analisi si focalizzi sulla spesa pubblica netta piuttosto che su complessi calcoli del disavanzo. Non computando gli investimenti strategici nella spesa pubblica ordinaria ai fini del calcolo del disavanzo, le regole potrebbero essere ammorbidite senza imbrigliare gli investimenti.
- 3) Il piano NGEU potrebbe essere reso permanente. Lo scopo sarebbe sviluppare una versione europea del Fondo monetario internazionale per fornire una risposta fiscale e monetaria con criteri di convergenza a medio termine su misura, aiuti ciclici e la capacità di rispondere a shock esterni con le proprie risorse permanenti, grazie a trasferimenti di fondi in nome della solidarietà tra Stati membri.
- 4) Ruolo più importante del Parlamento europeo nel processo di bilancio.

Questi cambiamenti potrebbero mettere in risalto il valore della spesa pubblica strategica e accelerare il processo di trasformazione dell'UE. Negli scorsi anni la capacità di resistere agli shock esterni è stata cruciale, a riprova dell'esigenza di un'azione coordinata a livello di politiche di bilancio e monetarie. Infine, il debito dell'Europa e quello dei suoi Stati membri devono rimanere sostenibili agli occhi dei contribuenti e dei mercati, per quanto siano aumentati nel tempo e durante le recenti crisi.

# L'America guarda all'Asia

Il presidente Biden comincerà a occuparsi di politica estera nel 2022, quindi le tensioni geopolitiche potrebbero riaffacciarsi all'orizzonte. Sul fronte commerciale non si esclude che torni un po' di serenità se gli Stati Uniti aboliranno alcuni dazi per allentare le pressioni sulla supply chain. Tuttavia, l'origine delle tensioni potrebbe cambiare, con l'aumento delle coalizioni multilaterali guidate dagli Stati Uniti e delle restrizioni imposte alla Cina nell'accesso alle tecnologie avanzate.

Come previsto, il presidente Biden ha passato gran parte del suo primo anno di presidenza a occuparsi di questioni interne urgenti, tra cui la pandemia, il tetto del debito pubblico e l'agenda economica, tuttora in discussione al Congresso.

Tuttavia, nel secondo anno Biden potrebbe cercare di concentrarsi sulla politica estera, analogamente a quanto fatto dal suo predecessore Donald Trump, che ha annunciato la guerra commerciale nel 2018, a un anno di distanza dal suo insediamento. Per quanto i dettagli della politica di Biden sulla Cina non siano ancora noti, gli sviluppi del secondo semestre 2021 inducono a credere che l'amministrazione Biden stia riportando in auge il ri-orientamento verso l'Asia dell'era Obama con una strategia che dovrebbe concretizzarsi nel 2022.

Nel nuovo anno gli investitori potrebbero dunque assistere a un disgelo nelle relazioni commerciali tra Stati Uniti e Cina. Di fronte ai problemi nella supply chain che spingono al rialzo l'inflazione, l'amministrazione Biden sembra decisa a utilizzare limitate agevolazioni tariffarie per ottenere i suoi obiettivi. In realtà, gli acquisti da parte della Cina di beni statunitensi nell'ambito dell'accordo commerciale di fase 1 sono tuttora del 40% al di sotto dell'obiettivo, quindi gli Stati Uniti potrebbero essere interessati ad allentare le tensioni nei prossimi mesi, mentre la Cina beneficerebbe di una maggiore fornitura agricola al suo interno.

Tuttavia, i progressi sul fronte commerciale possono celare un cambiamento di maggiore portata nelle priorità degli Stati Uniti. In particolare, il ritiro dall'Afghanistan, l'approfondimento

delle relazioni nel Quad, il vertice che riunisce Washington, India, Giappone e Australia, e l'annuncio alla fine del 2021 di un patto di sicurezza trilaterale tra Australia, Regno Unito e Stati Uniti (AUKUS) suggeriscono uno spostamento dell'attenzione dal Medio Oriente verso un approccio multilaterale per contrastare l'influenza cinese nella più ampia regione dell'Indo-Pacifico, e non solo sul commercio.

**Il rischio non è quello di un conflitto imminente, ma di un errore di calcolo da parte delle due maggiori potenze mondiali.**

I dazi rimangono uno strumento impraticabile, quindi l'accesso alle tecnologie avanzate e ai mercati dei capitali statunitensi si confermano potenziali punti chiave di pressione strategica, specialmente di fronte al nuovo paradigma che la Cina cerca di instaurare al suo interno (cfr. pag. 18 per maggiori dettagli).

I decisori cinesi sono consapevoli di queste minacce. Negli ultimi mesi la Cina, con le sue numerose incursioni nello spazio aereo di Taiwan, ha ribadito i suoi punti fermi nei confronti dell'amministrazione americana. Nel frattempo, diversi round di colloqui tra Cina e India si sono conclusi con un nulla di fatto, rendendo più difficile l'alleggerimento delle tensioni sul sempre più conteso confine himalayano.

Nonostante le tensioni elevate, il rischio principale per gli investitori non è quello di un imminente conflitto tra le due maggiori economie mondiali, ma un errore di calcolo che potrebbe spingere verso la recessione nazioni già in frenata, proprio come ha minacciato di fare la guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina negli anni 2018-2019.



# Gestire il rischio accogliendo il cambiamento

Nel 2022 gli investitori dovranno andare incontro a nuovi e inconsueti rischi dell'era pandemica. L'approccio attivo di UBP consente agli investitori non solo di mitigarli, ma anche di accogliere il cambiamento e sfruttare gli sviluppi a lungo termine che continueranno a delinearsi nell'era post pandemica.

**I**l ciclo economico dell'era pandemica pone agli investitori rischi e opportunità unici nel loro genere. Il ciclo stesso è cominciato con la più brusca e pesante recessione seguita dalla più rapida e ripida ripresa economica della storia.

Nel 2022, quando gli Stati Uniti seguiranno la Cina e sono destinati a essere seguiti dall'Europa nella fase di espansione di questo miniciclo, gli investitori dovranno accogliere non solo i cambiamenti che accompagnano l'evoluzione del ciclo economico, ma anche i rischi che si delineano all'orizzonte.

L'ingresso nel miniciclo stesso prospetta performance più modeste per le azioni e il reddito fisso, mentre i ribassi e la volatilità saranno maggiori di quelli visti nella fase di ripresa appena conclusa.

## Il nostro approccio di gestione attiva del rischio consente agli investitori di sfruttare temi di trasformazione a lungo termine.

È importante ricordare che, sin dall'inizio degli anni Novanta, tutti i minicicli sono stati caratterizzati da crisi del credito localizzate, per esempio in Messico nel 1994, in Asia e Russia nel 1997–1998 e per il debito sovrano dell'Eurozona nel 2011–2012. Per il prossimo anno, dunque, una gestione proattiva del rischio nell'universo del reddito fisso, con opportunità alternative di reddito decorrelate dalla volatilità dei tassi d'interesse e degli spread creditizi, rappresenta un'opzione prudente.

I minimi storici della volatilità azionaria conosciuti nel 2021 stanno per concludersi, quindi le strategie in opzioni tornano a offrire una protezione interessante, mentre nel mondo i decisori politici tentano di contenere le pressioni inflazionistiche e di stimolare gli investimenti in un'economia globale sempre più sostenibile per i prossimi decenni.



Il riallineamento delle alleanze geopolitiche e il tentativo della Cina di trasformare la sua economia portano una certa dose di incertezza sullo scacchiere internazionale. Dall'inizio del nuovo millennio, la Cina ha sempre sostenuto la crescita globale. Tuttavia, la previsione di una significativa frenata nei prossimi anni e il rischio di nuovi patti indopacifici volti a contenere le ambizioni cinesi hanno riportato alla luce il pericolo di un errore politico nella regione transpacificca tra le due maggiori potenze economiche mondiali.

Di conseguenza, l'approccio di gestione attiva del rischio, che costituisce il fulcro della filosofia d'investimento di UBP tesa alla preservazione e alla crescita del capitale, consente di mitigare non solo i rischi tipicamente ciclici, ma anche quelli straordinari implicati dal nuovo viaggio in un'era post pandemica.

Mitigando tali rischi, siamo più capaci di accogliere il cambiamento e sfruttare le opportunità durante le fasi di volatilità, oltre a consentire ai clienti di focalizzarsi sui duraturi temi di trasformazione a lungo termine che continuano a prendere forma nel mondo post pandemia.



## MICHAËL LOK

Chief Investment Officer del Gruppo e Co-CEO Asset Management

Michaël Lok è entrato in UBP nel 2015 assumendo la guida dell'Investment Management. Ha maturato oltre vent'anni di esperienza nel Wealth Management e nell'Asset Management. In precedenza è stato direttore generale dell'Asset Management presso Indosuez Wealth Management (gruppo Crédit Agricole), dove ha sviluppato una gamma di fondi UCITS per il Private Banking e un'offerta di soluzioni d'investimento dedicate e

di mandati per i clienti UHNWI. Prima di questo, aveva assunto la funzione di direttore della divisione Investimenti e della divisione Risk & Quantitative Portfolio Management, dopo aver lavorato come gestore di portafogli e di fondi presso la Banque Martin Maurel e HSBC France (ex CCF). Ha conseguito due master, uno in finanza (DESS) e uno in Banking e Finance (DEA) all'Università di Aix-en-Provence.



## NORMAN VILLAMIN

Chief Investment Officer (CIO) Wealth Management

Norman Villamin è entrato in UBP nel mese di novembre del 2015 in qualità di responsabile della divisione Investment Services, Treasury and Trading di UBP Zurigo. È stato nominato Chief Investment Officer del Wealth Management nel 2016. Ha maturato oltre vent'anni di esperienza nella gestione patrimoniale con mandati di consulenza e discrezionali in qualità di Chief Investment Officer per Coutts International, come direttore del settore

Analisi e consulenza in investimenti per Citi Private Bank nell'area del Pacifico asiatico e capo della ricerca nel Pacifico asiatico per HSBC e della strategia nella stessa area geografica per Morgan Stanley con sede a Hong Kong e Singapore. Norman Villamin ha conseguito il Bachelor in Business Administration all'Università del Michigan e il Master in Business Administration all'Università di Chicago.



## PATRICE GAUTRY

Capo economista

Patrice Gautry è entrato in UBP Ginevra nel mese di febbraio del 2000 e dirige il dipartimento di ricerca economica e tematica della Banca. Dal 1991 al 1999 ha lavorato presso il dipartimento di gestione istituzionale del gruppo HSBC di Parigi in qualità di responsabile dell'economia e della strategia d'investimento. Dal 1988

al 1991 è stato gestore di portafogli SICAV e fondi comuni d'investimento diversificati europei per il gruppo Ecofi-Finance. Ha ottenuto il Master in ricerca (Diplôme d'Etudes Approfondies) in economia all'HEC-CESA di Parigi e all'Università d'Orléans specializzandosi in valute, finanza e scienze bancarie.



## PETER KINSELLA

Responsabile della strategia divise

Peter Kinsella, che ha maturato oltre 14 anni di esperienza nell'asset management e negli investimenti, è entrato in UBP nel novembre 2018. In precedenza ha diretto la divisione Ricerca mercati emergenti di Commerzbank, dove era responsabile di un team internazionale che si occupava delle principali economie dei mercati emergenti (Russia/CSI, EMEA, Cina e America latina). Peter Kinsella ha una

solida esperienza, in particolare nelle tecniche di copertura valutaria e di gestione dei rischi, acquisita soprattutto quando lavorava in qualità di trader FX e derivati presso Pioneer Investments/Amundi. Ha conseguito due master, uno in economia alla London School of Economics (Gran Bretagna) e l'altro in diritto ed economia all'Università di Bologna (Italia).

## Avvertenze legali

Il presente documento è una comunicazione di marketing e contiene INFORMAZIONI GENERALI sui mercati e sugli strumenti finanziari. Riflette unicamente l'opinione di Union Bancaire Privée, UBP SA, e/o di qualsiasi entità del gruppo UBP (di seguito «UBP») alla data della sua pubblicazione. È destinato unicamente ai clienti che hanno stipulato mandati di consulenza. Può contenere raccomandazioni di carattere generale formulate per qualunque mandato di consulenza remunerato, ma non dovrebbe essere considerato né un'offerta, né una sollecitazione ad acquistare, sottoscrivere o vendere qualunque valuta, prodotto o strumento finanziario, ad effettuare investimenti o a partecipare a una particolare strategia di trading in qualsiasi giurisdizione dove tale offerta o sollecitazione non sia autorizzata o a chiunque sia illegale sottomettere tale offerta o sollecitazione. Il documento intende fornire unicamente una visione d'insieme come base di discussione, al fine di determinare l'interesse dei clienti. Non sostituisce un prospetto, né qualunque altro documento legale concernente un qualsiasi strumento finanziario specifico ottenibile gratuitamente su richiesta da UBP o, se del caso, dalla sede registrata del fondo in questione. Le opinioni espresse non tengono in considerazione la situazione, gli obiettivi o le esigenze specifiche del cliente.

Nel presente documento UBP non si esprime in merito all'adeguatezza o all'appropriatezza, per alcun particolare cliente, degli strumenti o dei servizi finanziari descritti, né in merito alla loro performance futura. I clienti che desiderano ottenere maggiori informazioni su qualsiasi strumento finanziario specifico possono richiederle a UBP e/o al loro consulente. In previsione di un investimento, le informazioni dei rischi collegati a ogni strumento finanziario dovranno essere fornite in tempo utile separatamente prima che sia deciso l'investimento. In ogni caso, ciascun cliente deve prendere autonomamente una decisione concernente i titoli o gli strumenti finanziari qui menzionati, nonché i vantaggi e l'idoneità di qualunque investimento. Prima di un'operazione, i clienti sono invitati a leggere attentamente le avvertenze in materia di rischi e le normative espresse nel prospetto o in qualunque altro documento legale. Inoltre si esortano a chiedere un parere qualificato ai propri consulenti finanziari, legali, contabili e fiscali in merito ai loro obiettivi d'investimento, alla situazione finanziaria e alle esigenze specifiche.

Le informazioni qui contenute non sono il risultato di analisi finanziarie secondo le «Direttive sull'indipendenza della ricerca finanziaria» emanate dall'Associazione Svizzera dei Banchieri né di una ricerca indipendente sugli investimenti secondo l'ordinamento dell'UE sulle disposizioni della MIFID o altri regolamenti. In linea di principio, l'ordinamento dell'UE non disciplina le relazioni con entità di UBP ubicate al di fuori dell'UE.

Gli investimenti menzionati nel presente documento possono implicare rischi difficili da quantificare e considerare nella valutazione degli investimenti. In generale, i prodotti con un grado elevato di rischio, tra cui derivati, prodotti strutturati o investimenti alternativi/non tradizionali (ad es. hedge fund, private equity, fondi immobiliari ecc.) sono indicati solo per i clienti in grado di comprendere e assumersi i rischi implicati. Il valore di qualunque investimento di capitale può essere a rischio e il capitale originariamente investito può andare perso completamente o in parte. Gli investimenti sono soggetti a fluttuazioni dei cambi che possono implicare un aumento o una diminuzione del loro valore. Le fluttuazioni dei cambi possono aumentare o diminuire le performance e/o il valore del portafoglio del cliente. Il cliente può essere esposto a rischi di cambio, poiché uno strumento finanziario o l'investimento sottostante a uno strumento finanziario è denominato in una valuta diversa da quella di riferimento del portafoglio del cliente o dalla valuta del suo paese di residenza. Per maggiori informazioni sui rischi, si invita a consultare l'opuscolo «Caratteristiche e rischi di alcune operazioni finanziarie».

UBP prende in considerazione e valuta tutti i principali rischi finanziari, compresi quelli concernenti la sostenibilità quando fornisce consulenza in materia di investimenti o servizi di gestione di portafoglio. Ai sensi del Regolamento (UE) 2019/2088 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (conosciuto anche come «Regolamento SFDR», Sustainable Finance Disclosure Regulation), i rischi di sostenibilità sono costituiti da eventi o condizioni ambientali, sociali o di governance (ESG) il cui verificarsi potrebbe avere un impatto reale o potenziale significativamente negativo sul valore di un investimento. Per maggiori informazioni sul nostro approccio alla gestione dei rischi in materia di sostenibilità si invita a consultare il sito di UBP ([www.ubp.com](http://www.ubp.com)).

Sono stati compiuti sforzi adeguati per assicurare che il contenuto del presente documento sia basato su informazioni obiettive e dati ottenuti da fonti attendibili, tuttavia UBP non può garantire che le informazioni raccolte dalla Banca in buona fede siano accurate e complete. Le circostanze possono mutare e ripercuotersi sui dati raccolti e sulle opinioni espresse al momento della pubblicazione, pertanto le informazioni contenute nel presente documento sono soggette a modifica senza preavviso. UBP non fornisce alcuna dichiarazione, garanzia o promessa, esplicita o implicita, per qualsiasi informazione, previsione o opinione qui contenuta e declina qualsiasi responsabilità per errori, omissioni o inesattezze nel documento. UBP non si impegna ad aggiornare il presente documento né a correggere qualunque imprecisione che possa essere emersa dopo la sua pubblicazione.

Il documento può riferirsi alla performance passata degli strumenti finanziari. La performance passata non è indicativa ai fini dei risultati attuali o futuri. Il valore degli strumenti finanziari può aumentare così come diminuire. Tutte le affermazioni contenute nel presente documento, diverse da quelle riguardanti la performance passata e i fatti storici, sono da interpretare come anticipazioni, che non sono garanzia di performance future. Le proiezioni finanziarie contenute nel presente documento non rappresentano previsioni né preventivi, ma sono esclusivamente fornite come esempi a titolo illustrativo basati su una serie di aspettative attuali e ipotesi che potrebbero non avverarsi come previsto. L'effettiva performance, i risultati, il valore di mercato e le prospettive di uno strumento finanziario possono differenziarsi notevolmente da quanto espresso o implicato nelle anticipazioni espresse nel presente documento. Le performance previste

o mirate sono implicitamente soggette a notevoli incertezze riguardanti l'economia, i mercati e altro che possono avere un impatto negativo sulla performance. UBP rifiuta inoltre qualsiasi obbligo di aggiornare le anticipazioni sulla scorta di nuove informazioni, eventi futuri o altro.

I dati sulla performance contenuti nel presente documento non tengono in considerazione i diritti, le commissioni e le spese addebitate all'emissione e al riscatto dei titoli o qualunque altro costo, né le imposte eventualmente addebitate. Il trattamento fiscale di qualunque investimento dipende dalle circostanze individuali del cliente e può essere soggetto a cambiamenti in futuro. UBP non fornisce una consulenza fiscale nell'ambito del presente documento.

Il presente documento è confidenziale ed è destinato a essere utilizzato unicamente dalla persona alla quale è stato fornito. Ne è vietata la riproduzione, integrale o parziale. UBP vieta espressamente la divulgazione, integrale o parziale, del presente documento senza il suo permesso scritto e declina qualsiasi responsabilità per le azioni intraprese da terzi al riguardo. Il documento non è destinato a essere distribuito negli Stati Uniti e/o a cittadini statunitensi, né in giurisdizioni dove la distribuzione da parte di UBP sarebbe oggetto di restrizioni.

**Svizzera:** UBP ha ottenuto l'autorizzazione ed è regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA) in Svizzera.

**Regno Unito:** nel Regno Unito UBP ha ottenuto l'autorizzazione dalla Prudential Regulation Authority (PRA) ed è soggetta alla regolamentazione della Financial Conduct Authority (FCA) e alla regolamentazione limitata della PRA.

**Dubai:** la presente documentazione a fini di marketing è stata comunicata da Union Bancaire Privée (Middle East) Limited, una società regolamentata dalla Dubai Financial Services Authority (DFSA). È destinata unicamente a clienti professionisti e/o controparti di mercato e nessun'altra persona dovrebbe agire in base a essa. I prodotti o i servizi finanziari ai quali la documentazione si riferisce saranno a disposizione unicamente dei clienti che si qualificano come cliente professionale e/o controparte di mercato. Le presenti informazioni sono fornite a puro titolo illustrativo. Non devono essere intese come offerta di acquistare o vendere, né una sollecitazione ad accettare un'offerta di acquistare o vendere qualsiasi strumento finanziario o partecipare a una particolare strategia di trading in qualunque giurisdizione.

**Hong Kong:** UBP ha ottenuto la licenza bancaria in qualità di società regolamentata dalla Hong Kong Monetary Authority (HKMA) e opera a Hong Kong come istituto registrato dalla Securities and Futures Commission (SFC) esclusivamente per le attività di tipo 1, 4 e 9. I titoli possono essere offerti e venduti a Hong Kong solo mediante i seguenti documenti: (i) documenti destinati agli «investitori professionali» ai sensi del capitolo 571 della Securities and Futures Ordinance («SFO») nell'ambito della legislazione di Hong Kong e di qualunque disposizione in essa contenuta; o (ii) «prospetti» ai sensi del capitolo 32 della Companies Ordinance («CO») nell'ambito della legislazione di Hong Kong o documenti che costituiscano un'offerta al pubblico ai sensi della CO. Fatti salvi i casi in cui le disposizioni giuridiche di Hong Kong lo consentono, nessuno può pubblicare o possedere a scopo di pubblicazione, a Hong Kong o in un altro Paese, un documento pubblicitario, un invito o un documento relativo ai suddetti titoli destinati al pubblico di Hong Kong o che potrebbe essere reso accessibile o consultabile dal suddetto pubblico, eccettuati i casi in cui i titoli siano destinati a essere ceduti soltanto a persone al di fuori di Hong Kong o esclusivamente a «investitori professionisti» ai sensi della SFO.

**Singapore:** UBP è una banca regolamentata dalla Monetary Authority di Singapore (MAS), una società di consulenza finanziaria esonerata dal rispetto di determinati requisiti di conformità ai sensi del Financial Advisers Act (cap. 110 di Singapore) nella fornitura di alcuni servizi finanziari ed è esonerata dal rispetto di determinati requisiti di conformità ai sensi della sezione 99(1) del Securities and Futures Act (cap. 289 di Singapore) nello svolgimento di alcune attività regolamentate. Il presente documento non è stato registrato come prospetto presso la MAS, di conseguenza questo documento e qualunque altro documento o materiale relativo a raccomandazioni di carattere generale non possono essere messi in circolazione né distribuiti, direttamente o indirettamente, a persone di Singapore fatta eccezione per (i) gli investitori istituzionali di cui alla sezione 274 del Securities and Futures Act (cap. 289) di Singapore («SFA»), (ii) le persone rilevanti in conformità alla sezione 275(1) o a qualunque persona in conformità alla sezione 275(1A) dell'SFA e in ottemperanza alle condizioni specificate alla sezione 275 dell'SFA o (iii) altrimenti in conformità con e in ottemperanza alle condizioni di qualunque altra disposizione applicabile dell'SFA. La documentazione non è stata controllata dalla Monetary Authority di Singapore.

**Lussemburgo:** UBP è autorizzata e regolamentata dall'autorità lussemburghese di vigilanza, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

**Italia:** Union Bancaire Privée (Europe) S.A., Succursale di Milano, opera in Italia in virtù del passaporto europeo di cui beneficia la sua casa madre, Union Bancaire Privée (Europe) S.A., valido per l'intero territorio dell'Unione europea, pertanto è autorizzata a prestare servizi e a esercitare attività per cui la sua casa madre, Union Bancaire Privée (Europe) S.A., è stata abilitata in Lussemburgo, dove è regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), l'autorità di vigilanza lussemburghese.

**Monaco:** il presente documento non intende costituire un'offerta pubblica o una sollecitazione analoga ai sensi delle leggi del Principato di Monaco, ma potrebbe essere messo a disposizione a titolo informativo dei clienti di Union Bancaire Privée, UBP SA, Succursale di Monaco, una banca regolamentata assoggettata alla vigilanza della Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) per le attività bancarie e alla vigilanza della Commission de Contrôle des Activités Financières per le attività finanziarie.

© UBP SA 2021. Tutti i diritti riservati.

Novembre 2021

Fotografie: ©Gettyimages.com, ©iStockphoto.com, UBP





DI PIÙ SU  
UBP.COM

Approfondimenti  
delle prospettive  
d'investimento 2022

su [ubp.com/it/outlook2022](https://ubp.com/it/outlook2022)



Per ricevere la  
newsletter di UBP  
iscrivetevi

su [ubp.com/it/newsletter](https://ubp.com/it/newsletter)

