



PROSPETTIVE D'INVESTIMENTO 2021

DOCUMENTO DI MARKETING

# IL MONDO NUOVO

UBP

UNION BANCAIRE PRIVÉE





### Michaël Lok

Chief Investment Officer  
del Gruppo e Co-CEO  
Asset Management

## IL MONDO NUOVO

Il 2020 ha riservato agli investitori un terreno irto di insidie che ha dovuto essere percorso con agilità e convinzione.

L'anno è cominciato con valutazioni elevate, un'economia già in frenata e una Federal Reserve riluttantemente accomodante, mentre gli utili davano segni di cedimento già prima che la pandemia prendesse il sopravvento. L'atteggiamento cauto da noi adottato in gennaio e febbraio ha dato i suoi frutti, poiché ha consentito ai portafogli gestiti da UBP di limitare i danni provocati dalla più breve e più pesante ondata di vendite della storia dei mercati azionari.

I decisori delle politiche di bilancio si sono uniti alle banche centrali in uno sforzo di allentamento senza precedenti e in primavera siamo riusciti a posizionare rapidamente i portafogli in linea con questo orientamento reflazionistico. La consapevolezza che gli effetti della crisi indotta dalla pandemia e i bassi rendimenti erano destinati a durare ha portato a un aggiustamento su larga scala delle nostre allocazioni obbligazionarie e azionarie liberandoci della tradizionale zavorra dei portafogli multi-asset.

Nel mezzo della più grave recessione dai tempi della Grande depressione, l'attenzione alla solidità dei bilanci e alla qualità delle società ci ha aiutati a navigare le acque agitate dei primi giorni della crisi. Anticipando una metamorfosi della struttura dell'economia globale, abbiamo favorito i temi della trasformazione nell'healthcare e nella tecnologia per portare avanti le nostre allocazioni azionarie durante gran parte del 2020. Questi trend secolari dovrebbero continuare ad affermarsi mentre le economie cercheranno di riprendere fiato nel nuovo anno. In una simile transizione ci attendiamo che l'adattamento delle infrastrutture del XXI secolo ai cambiamenti climatici e un nuovo paesaggio digitale assurgano al ruolo di protagonisti.

Nel 2021 il passaggio da una politica monetaria a una politica fiscale modifica il quadro politico negli Stati Uniti, in Gran Bretagna e in Europa, mentre la Cina riserverà opportunità e rischi agli investitori. Per i portafogli obbligazionari sarà consigliabile adottare un approccio orientato alla gestione del rischio nel nuovo anno di fronte al moltiplicarsi dei fallimenti indotti dalla crisi sanitaria. Nel frattempo le banche centrali non resteranno a guardare, contribuendo a mantenere la tendenza al ribasso del dollaro e quella al rialzo dell'oro.

Le obbligazioni governative a basso rischio non offrono più la stessa protezione delle recessioni precedenti, pertanto gli investitori dovranno adottare un approccio dinamico di gestione del rischio. Oltre agli hedge fund, ai metalli preziosi e alle valute, le strategie con opzioni, futures e prodotti strutturati rimangono un'arma attiva nell'arsenale di UBP per tenere fede al nostro impegno di preservare e far crescere il patrimonio dei clienti anche in condizioni di mercato molto difficili.

# SOMMARIO

# 1

## LA RIPRESA DELL'ATTIVISMO DI BILANCIO

Prospettive macroeconomiche

Pagina 6



# 2

## IL BIGLIETTO VERDE CONTINUA A RALLENTARE

Valute

Pagina 10



# 3

## COME MUOVERSI NEL REDDITO FISSO?

Reddito fisso

Pagina 12



# 4

## INVESTIRE NELLA TRASFORMAZIONE

Azioni

Pagina 14

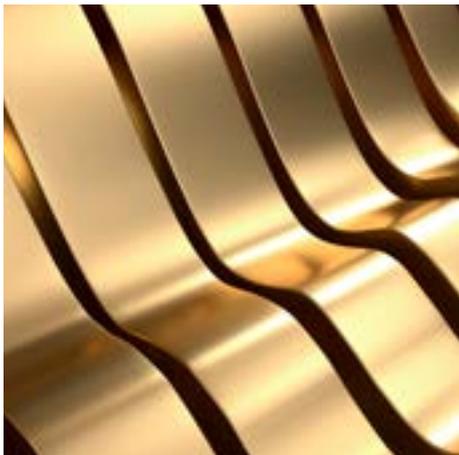


# 5

## IL DRAGONE CINESE SI APPRESTA A VOLARE

Cina

Pagina 16



# 6

## METALLI PREZIOSI: BRILLANTEZZE DIVERSE

Materie prime

Pagina 18



# 7

## I NUOVI STATI UNITI

Elezioni USA

Pagina 20

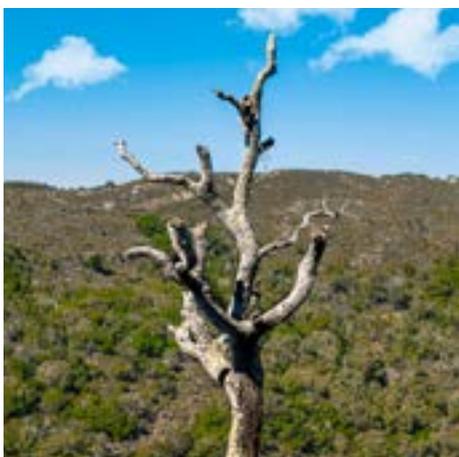


# 8

## OCCHI APERTI SUL CLIMA

Investimenti responsabili

Pagina 22



# 9

## RIMANERE ATTIVI NELLA GESTIONE DEI RISCHIO

Gestione alternativa del rischio

Pagina 23



# LA RIPRESA DELL'ATTIVISMO DI BILANCIO

La crescita mondiale dovrebbe segnare una ripresa nel 2021 e sarà trainata soprattutto da Cina, Stati Uniti e Germania. Le politiche monetarie e fiscali si sono ormai alleate per una ripresa duratura. Dovrebbe dunque dominare l'attivismo di bilancio e gli investimenti pubblici saranno l'elemento trainante della ricostruzione del ciclo di crescita.

Nel 2021 la ripresa della crescita dovrebbe interessare tutti i Paesi secondo il nostro scenario. Una progressiva accelerazione dell'attività è stata osservata dall'estate, poi di nuovo frenata verso fine anno dalla forte recrudescenza dei contagi di Covid-19 e dalle nuove restrizioni locali. Secondo le nostre stime, la crescita mondiale dovrebbe dunque attestarsi sul 5% nel 2021 dopo una contrazione del 3,2% nel 2020.

Tuttavia la traiettoria non sarà la stessa per tutti i Paesi. La Cina (+2% nel 2020 e +7,5% atteso nel 2021), gli Stati Uniti (-4,2% nel 2020 e +4,2% nel 2021) e la Germania (-5% nel 2020 e +5% nel 2021) hanno già recuperato più in fretta di altri Paesi, quindi potrebbero riuscire a dare un contributo più ampio alla ripresa. Nel resto del mondo l'attività è ancora fragile (-4,7% atteso nel 2020 escludendo i tre Paesi summenzionati e +4,3% nel 2021) e i mezzi di sostegno sono limitati.

Negli Stati Uniti i risultati delle presidenziali dovrebbero rasserenare il panorama politico nel 2021, riportando una maggiore chiarezza sull'economia americana e sul ciclo mondiale. In Europa il voto sul Recovery Fund da 750 miliardi di euro, pari al 5% del PIL europeo, porterà aiuti reali a favore dei Paesi e dei settori in difficoltà. In Cina gli obiettivi di sviluppo dell'attività a medio termine preciseranno le nuove linee di politica economica nel 2021.

Cina, Germania e Stati Uniti dovrebbero dunque registrare una crescita maggiormente trainata dagli investimenti

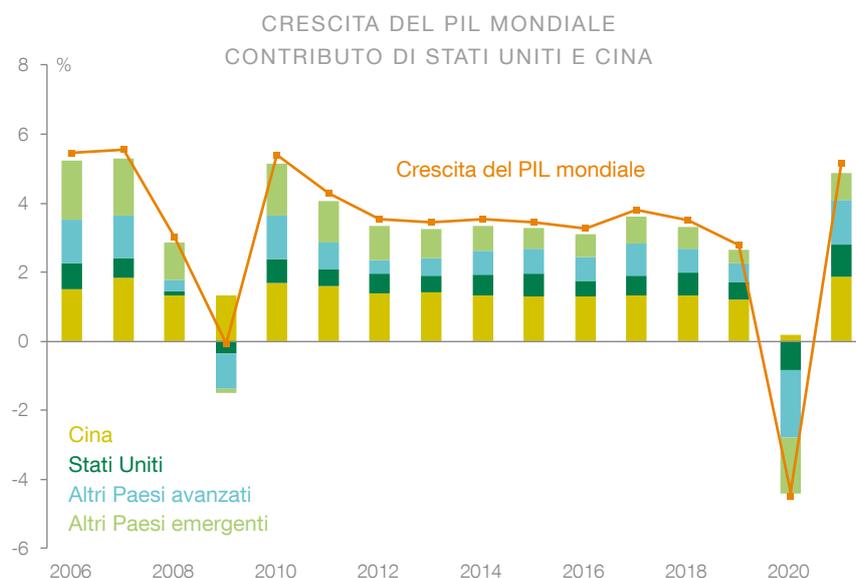
e dagli scambi globali. L'uscita dalla recessione era avvenuta grazie a consumi sostenuti e al dinamismo dell'immobiliare.

Con la progressiva diminuzione dei tassi di disoccupazione nel 2021 è probabile che si confermi il trend positivo dei consumi.

**Nuove misure di bilancio devono sostenere la ripresa nel 2021.**

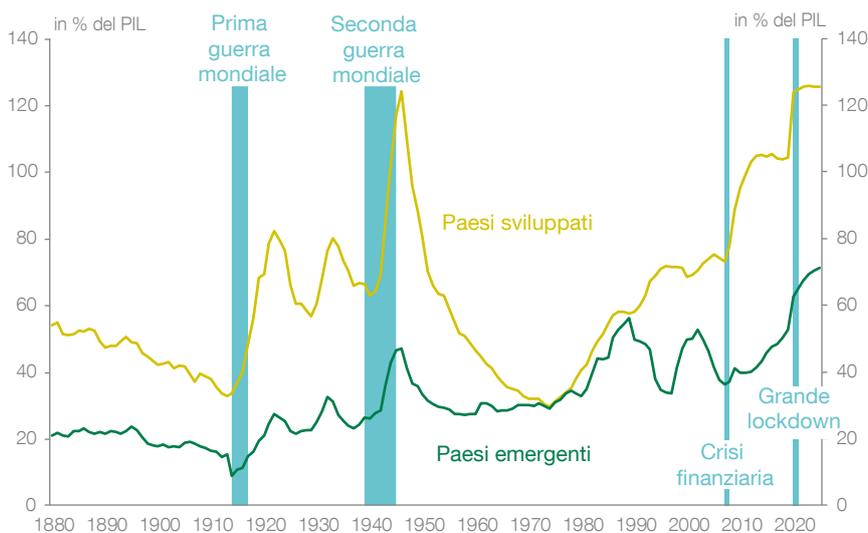
Le prospettive di crescita si basano sul controllo della pandemia e sull'arrivo del vaccino in tempi brevi, il che permetterebbe di fare maggiore chiarezza sul ciclo di attività, quindi di rivalutare lo scenario economico.

La crescita rimane comunque fragile e disomogenea tra i vari Paesi, ma anche tra il settore manifatturiero e i servizi, di conseguenza la politica economica dovrà rimanere molto vigile. Infatti, riportare l'economia globale sui binari di una crescita duratura esige altre misure di sostegno, soprattutto nei Paesi sviluppati.



Fonti: FMI, UBP

## DEBITO PUBBLICO



Fonti: FMI, Maddison Database Project

monetaria e la politica di bilancio che hanno trovato obiettivi convergenti. La volontà di rilanciare l'economia è ormai sostenuta da una politica di bilancio espansiva, che sarà in parte monetizzata dalle banche centrali fino a quando non si tornerà alla piena occupazione o a un'inflazione superiore al 2%. La politica economica è quindi a un punto di svolta e il nuovo corso dovrebbe protrarsi fino al 2025.

### La crescita di lungo periodo è favorita dal rafforzamento dell'attivismo di bilancio

In questo contesto, il ritmo della ripresa e la durata della fase di espansione dovrebbero essere dunque condizionati dalle decisioni di bilancio attese nel 2021. Dopo le misure urgenti, siamo dell'avviso che i prossimi interventi pongano l'accento su spese strutturali che hanno un effetto di traino sulla crescita a medio termine.

### Per la politica economica comincia una nuova era

Nel 2020 le banche centrali hanno portato i loro tassi d'interesse allo 0% o addirittura in territorio negativo e iniettato ulteriore liquidità. Inoltre hanno aumentato gli importi destinati al quantitative easing e aggiunto altri asset a quelli che possono acquistare. La politica di rilancio monetario è stata massiccia e ha permesso di evitare una crisi finanziaria assicurando l'accesso al credito e il normale funzionamento dei mercati.

La politica di bilancio ha quindi rilevato il testimone con piani destinati a sostenere la sanità, l'occupazione e i settori in difficoltà, ma queste misure sono apparse insufficienti di fronte al blocco dell'attività mondiale. I governi hanno dunque aumentato i loro aiuti, prorogato le misure in corso (superando ormai il 12% del PIL) e proposto una garanzia statale per alcuni prestiti alle imprese (quasi il 10% del PIL nei Paesi sviluppati).

A fine anno abbiamo assistito a un'azione coordinata tra la politica

In concreto, gli Stati potrebbero convogliare meno fondi sugli aiuti diretti e a breve termine alle famiglie e ad alcuni settori

Il consolidamento di bilancio è rimandato a dopo il 2024.



per orientare la spesa pubblica a favore degli investimenti. I disavanzi pubblici dovrebbero diminuire nel 2021 (-6% atteso, dopo il -12% dei Paesi sviluppati nel 2020) dato che alcuni aiuti eccezionali saranno sospesi. Tuttavia, i governi continueranno a erogare fondi contribuendo a tranquillizzare l’FMI e le banche centrali che temono una brutale sospensione degli aiuti.

Negli Stati Uniti ognuno dei candidati alla presidenza aveva anticipato un incremento della spesa pubblica (previsti 2’000 miliardi netti di dollari per Joe Biden e circa 1’000-1’500 miliardi per Donald Trump) e riforme qualora fosse stato eletto. In Europa, diversi Paesi hanno annunciato di voler proseguire gli aiuti provvisori per il lavoro ridotto e alcuni obiettivi settoriali. In ogni Paese sono attesi nuovi piani di rilancio per utilizzare i fondi disponibili del Recovery Fund della Commissione europea: la Francia ha già presentato un piano di 100 miliardi di euro, la Germania un programma di oltre 90 miliardi di nuovi debiti, la Spagna prepara un

programma di 80 miliardi. Altre misure sono attese in Cina e in Giappone, ma anche in Gran Bretagna per accompagnare la sua uscita dall’Unione europea. I tempi del consolidamento di bilancio sono rimandati a dopo il 2024 nei maggiori Paesi, compresa la Germania.

Nel 2021 i programmi strutturali dovrebbero acquisire un peso maggiore, concentrandosi su investimenti nelle infrastrutture, sviluppo di nuove tecnologie, investimenti a favore dell’ambiente e del clima e partenariati pubblico-privato. Questi elementi sono presenti nel piano di rilancio europeo, nel programma di Joe Biden e anche, seppure in misura minore, in quello di Donald Trump, che mantiene un progetto dedicato a nuove infrastrutture, avviato nel suo primo mandato.

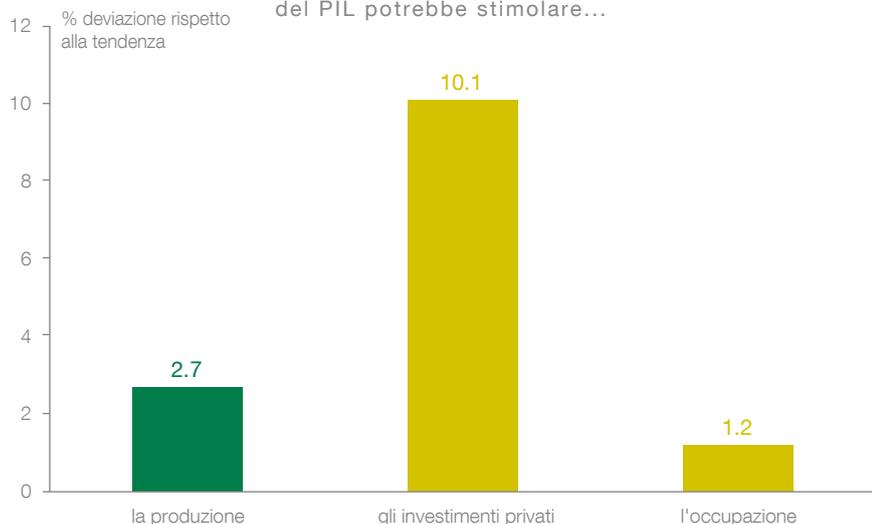
È fondamentale ritrovare la strada della crescita per contrastare la frenata che è intervenuta dopo la crisi del 2008. In questa uscita dalla crisi gli investimenti pubblici sembrano il fattore trainante di una ripresa duratura grazie agli effetti positivi sull’attività, gli investimenti privati, l’occupazione e la produttività. La politica pubblica di rilancio disegna dunque nuovi contorni di un’economia mondiale “post Covid”, accelerando le trasformazioni già in atto prima della pandemia.

Questa nuova fase del rilancio operato con i fondi pubblici si tradurrà in disavanzi ancora più importanti nel prossimo periodo e in un debito pubblico ben al di sopra del 100% del PIL per tutti i Paesi sviluppati. Simili livelli di indebitamento sono sostenibili fintanto che la politica monetaria ne finanzia una parte con l’acquisto di obbligazioni governative e mantiene i tassi d’interesse bassi, inferiori al ritmo di crescita. Il servizio del debito non rappresenta dunque un problema se gli investitori hanno fiducia e accettano rendimenti modesti nella speranza di una ripresa più forte a medio termine e nell’attesa di un vaccino.

## Il debito pubblico è sostenibile grazie alle banche centrali.

### GLI EFFETTI MULTIPLICATORI DEGLI INVESTIMENTI PUBBLICI

Un aumento degli investimenti pubblici dell’1% del PIL potrebbe stimolare...



Fonte: FMI



## INFLAZIONE: ATTESA UNA PROGRESSIVA RIPRESA NEL 2021

L'inflazione è risultata molto volatile nel 2020: ha registrato un calo significativo nel secondo trimestre a causa della flessione dei prezzi delle materie prime e del blocco delle economie, prima di ridestarsi in tutti i Paesi in seguito alla fine del lockdown e alla stabilizzazione del prezzo del petrolio. I costi dei trasporti e quelli legati alla sicurezza e alla salute si sono mossi in forte rialzo con la pandemia ed è emersa una domanda sostenuta per alcuni beni e servizi di consumo, tra cui lo sport, le attività ricreative o le auto nuove e d'occasione. A fine anno le riduzioni delle aliquote IVA in Germania e Gran Bretagna hanno aggiunto volatilità agli indici e indotto una temporanea flessione dei prezzi. Il rischio di disinflazione è tuttora presente sulla scorta di una domanda ancora fragile e le banche centrali ne sono ben consapevoli.

Le nostre prospettive per il 2021 si basano su uno scenario di progressiva ripresa

dell'inflazione nei Paesi sviluppati durante l'anno (dallo 0,7% del 2020 all'1,3% in termini aggregati). Negli Stati Uniti è invece atteso un rimbalzo più marcato (dall'1,2% sulla media annua all'1,8% nel 2021), con un'ampia fascia compresa tra un minimo previsto dell'1,1% e un massimo del 2,5%, il che giustifica a posteriori la decisione della Fed di focalizzarsi su un'inflazione media. Se saranno adottate nuove misure di bilancio, negli Stati Uniti l'aumento dell'inflazione potrebbe essere più elevato del previsto.

In Gran Bretagna il probabile rialzo del costo dei trasporti e dei dazi doganali dopo l'uscita del Paese dall'Unione europea rischia di far risalire l'inflazione più rapidamente delle attese, con uno 0,9% in media nel 2020 e l'1,6% nel 2021. Nella zona euro, si attende una lenta ripresa dell'inflazione nel 2021 sebbene sia entrata in territorio negativo a fine anno sotto l'effetto del lockdown, delle riduzioni delle aliquote IVA e della forza della

moneta unica. Dovrebbe dunque passare allo 0,6% rispetto allo 0,25% in media nel 2020, comunque molto lontana dagli obiettivi della BCE.

Nei Paesi emergenti si prevede che l'inflazione raggiunga il 3% nel 2020 in media e in termini aggregati per poi attestarsi sul 2,5% nel 2021. Dopo il significativo deprezzamento di alcune valute nel 2020 (come la lira turca e diverse valute dell'America latina), l'inflazione rimarrà probabilmente moderata. In Cina è atteso un aumento dei prezzi del 2% in media dopo la forte impennata provocata dal rincaro della carne di maiale.

Nel 2021 l'inflazione sarà dunque volatile e orientata al rialzo nel corso dei trimestri nei Paesi sviluppati. Infine, a questa dinamica si aggiungerà l'effetto dei movimenti dei cambi sull'inflazione importata, il che potrebbe amplificare i divari d'inflazione tra le diverse aree geografiche.

# IL BIGLIETTO VERDE CONTINUA A RALLENTARE

Crediamo che la fase di flessione del dollaro, cominciata nel marzo di quest'anno, sia destinata a proseguire e, addirittura, ad accelerare nel 2021. In particolare ci attendiamo che la valuta perda terreno nei confronti dell'euro, del franco svizzero, dello yuan cinese e dello yen giapponese. L'oro beneficerà della persistente debolezza del dollaro, mentre è improbabile che le valute dei mercati emergenti registrino significativi apprezzamenti nei confronti del biglietto verde.

In marzo la Federal Reserve ha abbassato i tassi sui Fed fund dall'1,50-1,75% di inizio anno allo 0,00-0,25%. Inoltre ha varato un nuovo programma di quantitative easing, che presenta notevoli differenze rispetto ai precedenti, poiché è illimitato e comprende acquisti di obbligazioni societarie. Soprattutto, la Fed ha concordato linee di liquidità in valuta estera con le banche centrali dei Paesi avanzati e di quelli emergenti per migliorare le condizioni di liquidità al di fuori degli Stati Uniti. Nei mesi successivi il dollaro ha perso terreno nei confronti della maggior parte delle valute del G10, subendo soprattutto rispetto a quelle con tassi d'interesse più elevati, mentre il rapporto con le valute dei mercati emergenti è stato più disomogeneo.

Guardando al 2021, ci attendiamo che il dollaro continui a risentire delle politiche della Fed annunciate negli ultimi mesi del 2020. Non solo la Fed ha comunicato che lascerà il costo del denaro invariato almeno fino al 2023, ma ha anche adottato un obiettivo di inflazione medio nel tempo. Già prima della pandemia gli Stati Uniti erano una delle poche economie a produrre inflazione. Se si continuerà su questa strada dopo la pandemia, senza che la Fed dia una risposta politica, i periodi di accelerazione dell'inflazione ridurranno il potere d'acquisto del dollaro, che quindi rischia di indebolirsi progressivamente.

La Fed ha altre frecce al suo arco per proseguire il corso espansivo, tra cui il controllo esplicito della curva dei rendimenti. Questa strategia, attualmente seguita dalla Bank of Japan, costringerebbe i rendimenti obbligazionari all'interno di intervalli ristretti lungo la curva dei rendimenti, impedendo

loro di salire a causa delle crescenti aspettative di inflazione. Così il dollaro si indebolirebbe ulteriormente. In mancanza di un accordo politico sugli stimoli fiscali, la Fed potrebbe attivare anche le sue linee di credito al settore privato, che si tradurrebbe in un programma di garanzie a favore dei consumatori e delle piccole aziende, come quello adottato in Gran Bretagna. Ciò causerebbe un'ulteriore espansione del suo bilancio e, quindi, un arretramento del dollaro.

L'anno prossimo una delle principali ragioni della debolezza del biglietto verde sarà il rapido deterioramento della bilancia delle partite correnti americana. Il disavanzo si sta avvicinando al 3% del PIL ed è probabile che si amplii velocemente nel 2021. Dato che il

deficit di bilancio degli Stati Uniti è destinato a rimanere molto elevato, non lontano dall'attuale 13% del PIL, un'ulteriore ripresa economica potrebbe causare un vertiginoso aumento del disavanzo corrente. Secondo gran parte dei parametri di valutazione, la quotazione del dollaro esprime appieno il suo attuale potenziale, quindi è probabile un sostanziale deprezzamento nei prossimi 12 mesi. In passato, scenari analoghi lo hanno visto lasciare sul terreno tra il 20% e il 30% del suo valore commerciale negli anni seguenti.

È un dato di fatto che quando la crescita statunitense è moderata e quella globale è in ripresa, così come molto probabilmente avverrà nel 2021, il dollaro è generalmente debole. Il rischio di un apprezzamento del

IL DOLLARO SI INDEBOLISCE DOPO LE RECESSIONI AMERICANE



Fonti: UBP, Bloomberg Finance L.P., NY Fed

# Il peggioramento delle partite correnti negli Stati Uniti e le forze politiche peseranno sul dollaro.

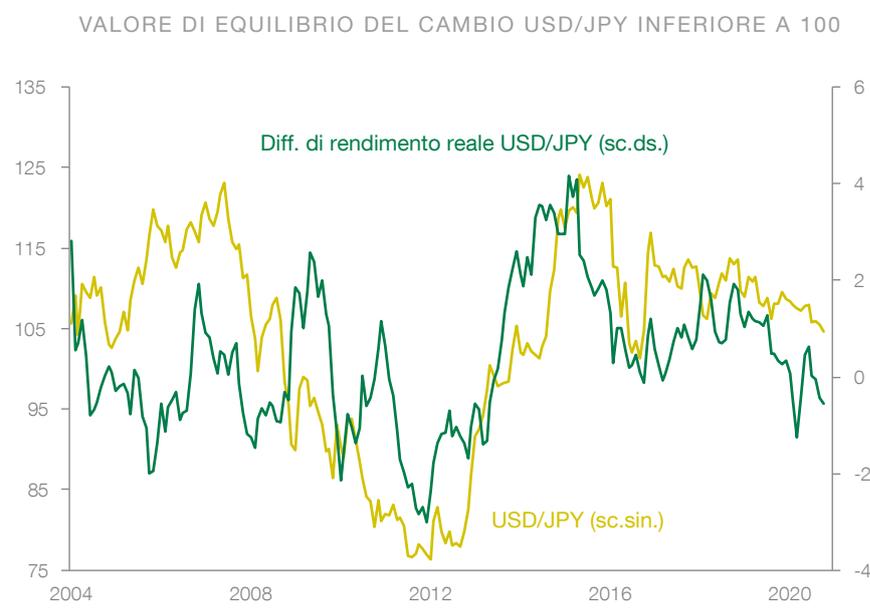


dollaro si verificherebbe in due scenari. Il primo è rappresentato dall'eventualità che la crescita statunitense superi di gran lunga quella del resto del mondo, ma questa eventualità appare improbabile considerando che l'economia cinese sta già passando dalla fase di ripresa a quella di espansione e le misure di stimolo concertate in Europa si concretizzeranno all'inizio del 2021.

Il secondo scenario per un apprezzamento del dollaro si verificherebbe qualora l'avversione al rischio raggiungesse livelli estremi, come nella crisi finanziaria globale del 2008-2009 o nelle fasi iniziali della pandemia di Covid-19 (gennaio-marzo 2020). Considerando l'atteggiamento proattivo dei decisori delle politiche monetarie e di bilancio a livello globale, il rischio dovrebbe rimanere modesto e transitorio.

Ma sul dollaro pesano anche importanti fattori politici. Le autorità politiche e monetarie si serviranno di tutti i loro poteri per imbrigliare il dollaro, dal momento che un suo apprezzamento tende ad avere effetti deflazionistici ed esiste una stretta correlazione tra un dollaro eccessivamente forte e il tasso di default del debito dei Paesi emergenti. La rivalutazione del dollaro aumenterebbe anche il disavanzo commerciale statunitense, che è già notevole pur avendo eliminato le importazioni di petrolio. In un mondo in cui la domanda è agonizzante, nessuno trae vantaggio da un apprezzamento del dollaro.

I dati dell'indice PMI manifatturiero globale fanno ben sperare per le valute con una



Fonti: UBP, Bloomberg Finance L.P.

forte esposizione alla crescita globale. Questo scenario sarà propizio al dollaro australiano, neozelandese e canadese, così come alla corona svedese e all'euro.

Tuttavia, se la crescita globale si rivelasse più fragile del previsto, saranno le valute rifugio a brillare. Anche se ciò non avvenisse, il franco svizzero e lo yen giapponese si apprezzeranno nei confronti del dollaro a causa della sua debolezza, ma qualunque deterioramento della propensione al rischio accelererà il declino del dollaro. Prevediamo un cambio USD/CHF in calo verso 0.81 entro la fine del 2021 e il cambio USD/JPY prossimo a 101.

A differenza del periodo successivo alla crisi finanziaria globale, non ci attendiamo una pronunciata debolezza del dollaro nei confronti delle valute dei mercati emergenti, che in questa situazione evidenziano un carry limitato in termini nominali e relativi. Molte di esse, tra cui il real brasiliano, la lira turca e il rand sudafricano, registrano tassi d'interesse reali fortemente negativi. Dal momento che la Fed manterrà i suoi tassi bassi almeno per i prossimi due anni, le banche centrali dei Paesi emergenti saranno poco propense ad aumentare i tassi di fronte alla debole domanda globale. Riteniamo dunque che nel 2021 le loro valute faranno fatica ad apprezzarsi nei confronti del dollaro.

# COME MUOVERSI NEL REDDITO FISSO?

La corsa al rialzo dei mercati obbligazionari, cominciata all'inizio degli anni Ottanta con la vittoria strappata alla Grande inflazione del decennio precedente, si avvicina al capolinea. Per gli investitori è quindi giunto il momento della cautela, poiché la riconquista del mercato da parte degli Orsi sarà accompagnata da una forte volatilità di fronte a un'economia globale ormai diventata terreno di scontro tra le pressioni deflazionistiche del dopo lockdown e gli sforzi reflazionistici delle politiche monetarie e di bilancio.

**G**li elevati livelli del debito pubblico e privato, culminati nella spesa pubblica senza precedenti del 2020, serviranno a contenere l'ascesa dei rendimenti dei titoli decennali a basso rischio, anche se la crescita si riaffaccerà all'orizzonte nel 2021, come previsto. A nostro avviso le curve negative dei rendimenti rettificati per l'inflazione saranno un obiettivo politico nel processo di riduzione dell'indebitamento, sulla falsariga dell'operato della Fed negli anni '40, quando gli Stati Uniti entrarono nella seconda guerra mondiale.

I rendimenti dei Treasury USA a 10 anni dovrebbero quindi rimanere fermi attorno all'1%, almeno fino a quando l'inflazione non accelererà superando il target fissato al 2% dalla Fed. Nel contempo, se dovesse concretizzarsi un nuovo shock sul fronte della domanda, supponiamo che i policy maker statunitensi attueranno la lezione appresa dal Giappone, cercando di mantenere una curva dei rendimenti inclinata positivamente e il rendimento delle obbligazioni benchmark statunitensi al di sopra dello 0,5% a supporto del sistema bancario e dei mercati finanziari americani.

È presumibile che i rendimenti benchmark tedeschi seguano un andamento simile per quanto siano fermi al di sotto dello zero dall'inizio del 2019. I vantaggi dei tassi negativi si sono apparentemente in gran parte esauriti e la banca centrale statunitense è decisa a non proseguire la politica dei tassi nominali negativi. I rendimenti tedeschi addirittura inferiori al -0,8% toccato nel marzo 2020 dovrebbero spingere al ribasso i rendimenti dell'area euro nel 2021.

Un approccio focalizzato sui crediti di qualità dovrebbe assicurare rendimenti modesti nel 2021.

Sebbene le obbligazioni indicizzate all'inflazione possano essere interessanti mentre ci lasciamo alle spalle decenni di

disinflazione, invitiamo alla cautela. I timori per la domanda del dopo lockdown dovrebbero offrire qualche opportunità di costituire posizioni quando l'inflazione comincerà a essere sottostimata. Un livello vicino all'1,5% di inflazione potrebbe essere un'ipotesi adeguata, anche se ci attende un lungo braccio di ferro tra le forze deflazionistiche e le politiche inflazionistiche.

Con rendimenti negativi rettificati per l'inflazione e una ripresa dell'inflazione già ben scontata nelle obbligazioni governative a basso rischio, chi vuole guadagnare nel reddito fisso dovrà ampliare il suo orizzonte. In Cina, dove l'economia è già in ripresa e nella fase iniziale di espansione, i rendimenti dei titoli di Stato hanno risalito la china dopo i minimi storici toccati nel marzo 2020 e,



Fonti: Barclays, Bloomberg Finance L.P., UBP

situandosi sul 3-3,5%, offrono differenziali quasi record dei rendimenti rispetto a quelli statunitensi e tedeschi, tra l'altro in una valuta che dovrebbe rafforzarsi il prossimo anno, soprattutto nei confronti del dollaro.

Tuttavia, gli investitori obbligazionari saranno chiamati a essere più selettivi nel 2021 poiché il ciclo di default che normalmente segue una recessione globale non si è ancora esaurito a causa degli interventi dei governi. Ciò dovrebbe indurre a favorire una selezione attiva rispetto agli approcci passivi d'investimento che hanno funzionato bene nell'ultimo decennio. In questa fase di transizione potrebbe essere prezioso puntare sulla qualità non perdendo di vista la probabile volatilità a breve termine per tenere i titoli fino a scadenza.

Così come per le obbligazioni governative, ci attendiamo che gli investitori trovino terreno fertile al di fuori degli Stati Uniti e dell'Europa. Sebbene sia in una fase

più avanzata del ciclo di ripresa, il debito societario investment grade asiatico offre tuttora ampi spread rispetto a quello statunitense. Gli investitori con il dollaro come valuta di riferimento possono guardare ai titoli ibridi delle banche europee che riservano maggiori rendimenti rispetto alle obbligazioni high yield nonostante una protezione implicita della Banca centrale europea. Anche qui la selezione attiva dei titoli sarà essenziale in questi due contesti l'anno prossimo.

In conclusione, un approccio focalizzato sulla qualità delle obbligazioni dovrebbe consentire agli investitori di guardare al di là di un ulteriore aumento dei fallimenti societari e della conseguente volatilità nel breve termine per assicurarsi risultati moderati nel 2021. In alternativa, le strategie creditizie long/short o market neutral sulle azioni possono offrire approcci validi per ottenere risultati meno correlati ai capricci del mercato a reddito fisso nel bel mezzo di un lungo ciclo di transizione.



## ITORI SCALPITANO IN CINA

Titoli di Stato cinesi presentano agli investitori obbligazionari e multi-asset un contesto analogo a quello precedente ai regimi dei tassi zero sempre più diffusi nel mondo. Offrono rendimenti nominali elevati e positivi rettificati per l'inflazione in un'economia tuttora retta da una politica monetaria relativamente tradizionale.

I rendimenti dei titoli di Stato decennali denominati in valuta locale, giunti a oltre il 3%, hanno recuperato terreno dopo le flessioni indotte dal lockdown tornando su livelli visti l'ultima volta a inizio gennaio 2020, quasi 130 pb al di sopra dei recenti trend dell'indice dei prezzi al consumo e della sua media a 5 anni. Si scostano dunque significativamente dai rendimenti nominali e rettificati per l'inflazione vicini o inferiori a zero dei titoli di Stato delle principali economie in Nordamerica ed Europa.

La banca centrale cinese continua a seguire un corso tradizionale di politica monetaria, improntato sui tassi d'interesse, in contrasto

con le strategie di quantitative easing che prevalgono negli Stati Uniti, nell'area dell'euro, in Giappone e nel Regno Unito. Per gli investitori ciò significa che, qualora si verificasse un altro shock negativo in grado di minacciare la crescita economica cinese, i titoli di Stato potrebbero ancora beneficiare della prospettiva di un calo dei rendimenti e conseguire utili di capitale.

Indubbiamente, mentre l'economia cinese passa dalla fase di ripresa dei recenti trimestri a un'espansione su basi più ampie, gli investitori sono confrontati con la possibilità di un ulteriore rialzo dei rendimenti benchmark cinesi. Tuttavia, così come i rendimenti statunitensi erano tenuti a freno dagli investitori europei desiderosi di sottrarsi ai rendimenti negativi sopraggiunti dopo la crisi finanziaria della zona euro, supponiamo che gli spread storicamente ampi tra i rendimenti dei titoli di Stato cinesi e quelli statunitensi o europei possono servire a prevenire un'accelerazione troppo rapida dei rendimenti cinesi.

Inoltre, se si concretizzerà l'attesa espansione economica più duratura dell'economia cinese, il divario storicamente ampio tra i rendimenti a 10 anni cinesi e quelli statunitensi dovrebbe consentire agli investitori in valuta locale di beneficiare dell'apprezzamento dello yuan per accrescere il loro reddito. Si ipotizza che questo aspetto, combinato con la progressiva apertura dei mercati obbligazionari locali agli investitori stranieri, sostenga la valuta locale.

Di conseguenza, così come la crisi finanziaria globale e quella dell'Eurozona hanno spinto gli investitori più prudenti a puntare su una qualità inferiore del debito per ottenere rendimenti positivi, gli investitori nel reddito fisso e multi-asset dovrebbero ormai ampliare il loro orizzonte per attribuire lo stesso ruolo ai titoli di stato cinesi, all'ombra della crisi pandemica.

# INVESTIRE NELLA TRASFORMAZIONE

I mesi trascorsi dallo scoppio della pandemia hanno provocato cambiamenti tali nell'economia globale che né un vaccino né un ritorno alla normalità riusciranno probabilmente a cancellare. Temi tra cui fintech, green tech e la transizione economica cinese, oltre alla biotecnologia e ai servizi online, saranno fondamentali per gli investitori nel 2021.

Questi temi di crescita legati alla trasformazione hanno ampiamente superato i segmenti più tradizionali nel rally vissuto dai mercati azionari nel 2020, tanto che gli investitori si sono chiesti, a ragione, quanto potesse durare. Tuttavia, non dovrebbero trascurare il collasso ciclico e strutturale degli utili (grafico) risultato dal crollo delle vendite nei settori non interessati dal processo di trasformazione dell'economia globale.

Così come Internet e il mobile computing hanno funto da temi di crescita nel bel mezzo della volatilità causata dalla bolla tecnologica alla fine del secolo scorso, ci attendiamo che alcuni temi di lungo ciclo entreranno a far parte della ridisegnata economia globale post pandemica.

In retrospettiva, lo scoppio della bolla tecnologica nel 2001 ha impresso solo una provvisoria, per quanto dolorosa deviazione dai trend secolari, inclusa la transizione dal computer fisso al mobile computing e dalle attività offline a quelle online. Ci attendiamo altresì che alcune tendenze della fase attuale riusciranno a resistere.

Gli investitori, sebbene abbiano concentrato la loro attenzione sulle tecnologie per i consumatori e sui settori della biotecnologia nell'economia pandemica del telelavoro di questo 2020, dovrebbero ampliare il loro orizzonte ad altri temi chiave del nuovo mondo che prenderà forma nel prossimo decennio. Se gli acquisti e l'intrattenimento online, che hanno cominciato a muovere i primi passi nel 2000, continueranno ad affermarsi rispetto alle attività offline, altri aspetti della quotidianità si trovano nelle fasi iniziali di questo processo di transizione.



Fonti: NASDAQ, MSCI, Bloomberg Finance L.P., UBP

In Occidente, la penetrazione del fintech a spese delle relazioni bancarie tradizionali è appena agli albori e fornisce agli investitori un'alternativa a storie di trasformazione

più mature. Analogamente, sebbene la biotecnologia continui a offrire opportunità, la pandemia ha accelerato anche l'esigenza di nuove forme di prestazioni in ambito sanitario, tra cui la telemedicina e la chirurgia robotica a distanza.

**Gli investitori dovrebbero allargare i loro orizzonti a temi chiave che stanno dando forma al mondo nuovo.**

Anche la trasformazione "verde" dell'economia globale offre possibilità promosse non solo dalla crescente diffusione dei movimenti ambientalisti, ma sempre più spesso dai finanziamenti pubblici e dalle normative adottate dai governi per accelerare questo processo (v. sezione sui cambiamenti climatici).

La Cina è ancora una volta in una fase di evoluzione e sta spostando il suo baricentro dalle esportazioni al miglioramento della qualità e della sostenibilità e all'indipendenza della sua crescita interna (v. sezione sulla Cina).



La trasformazione dei mercati dei capitali domestici cinesi avrà presumibilmente un ruolo importante nel prossimo decennio e creerà opportunità d'investimento sui suoi fiorenti mercati azionari e obbligazionari.

Indubbiamente, con la ripresa dell'economia globale alimentata dalla previsione di un maggiore attivismo fiscale (v. sezione dedicata alla macroeconomia), episodi ricorrenti di outperformance possono scaturire da un'inversione ciclica dell'andamento delle vendite combinata con il maggiore potenziale di partecipazione alla ripresa globale che alcuni di questi settori offrono.

Su tale fronte gli investitori dovrebbero tuttavia concentrarsi sulle società di qualità a carattere ciclico che hanno in gran parte completato i loro processi di trasformazione e ristrutturazione. La solidità dei bilanci rappresenta un buon punto di partenza, ma i settori già prima della pandemia in fase di flessione prolungata, che li ha costretti ad abbattere l'indebitamento, consolidarsi e ridurre gli investimenti, potrebbero offrire interessanti opportunità cicliche con il sopraggiungere della ripresa. Determinati segmenti industriali condividono alcune di queste caratteristiche, per esempio il settore minerario su scala globale (v. sezione sulle miniere aurifere).

All'alba del 2021 le valutazioni azionarie sono elevate, così come è avvenuto nel 2020, quindi la gestione dei rischi avrà un ruolo cruciale. Un approccio orientato alla qualità e alla gestione del rischio, incentrato su una dinamica sostenibile degli utili nel contesto di tradizionali strategie long/only o persino long/short in settori particolarmente volatili, dovrebbe fornire una buona base.

## L'ASCESA DELLE AZIONI PUÒ CONTINUARE?

A livello globale, soprattutto negli Stati Uniti, i prezzi delle azioni hanno raggiunto livelli visti l'ultima volta nel pieno della bolla tecnologica del 1999-2000, quindi non crediamo che gran parte del terreno riconquistato dai minimi del 2020 possa essere un reale fattore di rendimento negli anni a venire.

Fatta questa premessa, vale la pena di ricordare che il tracollo storico subito dai mercati in seguito allo scoppio della bolla delle dotcom, quando le azioni globali hanno perso la metà del loro valore, è giunto dopo due anni e mezzo in cui le valutazioni erano rimaste oltre 22 volte gli utili prospettici, lì dove i mercati si trovano oggi.

Infatti, le valutazioni azionarie hanno cominciato a sbriciolarsi dal picco di 27 volte gli utili al minimo di 14 volte solo nell'ottobre del 2000, poco dopo l'ultimo aumento dei tassi deciso dalla Fed. Tuttavia un fattore ancora più importante del successivo declino è stata l'inversione di rotta del momentum degli utili, che misura l'ampiezza delle revisioni degli utili sulla base delle previsioni degli analisti, realmente cominciata nel 2001.

Di conseguenza, mentre l'esperienza del 2001-2002 dimostra che le valutazioni elevate sono in grado di limitare le performance, gli eventi del 1999-2000 evidenziano che le valutazioni possono rimanere elevate a lungo lasciando che la crescita degli utili resti il motore dei rendimenti totali anche nel contesto di una bolla più ampia sui mercati.

Guardando al 2021, la distinzione è importante, poiché gli investitori potrebbero trovarsi confrontati con uno scenario diverso rispetto a quello visto allora. Mentre le valutazioni si trovano su livelli analoghi, il ciclo degli utili, invece di puntare al picco, sembra aver toccato il punto di svolta inferiore nel secondo trimestre, dopo di che ha ricominciato a salire, lasciandosi alle spalle i danni inflitti dalla pandemia, in particolare i lockdown di inizio anno che si sono ripetuti in alcuni Paesi del mondo negli ultimi mesi del 2020.

Nel secondo semestre gli utili sono ancora in contrazione su base annua, quindi è probabile che gli investitori si trovino nelle fasi iniziali di questo rimbalzo. È ovvio che un rilancio dell'economia sarà importante per consentire agli utili di riprendersi, tuttavia, come emerso nel nostro dibattito sulle prospettive economiche per il 2021, l'atteso attivismo fiscale dovrebbe fungere da catalizzatore per l'anno prossimo.

Indubbiamente, la futura ripresa degli utili non interesserà tutti i settori, poiché nel decennio a venire alcuni di essi potrebbero subire danni permanenti dal nuovo mondo che sta prendendo forma. Ciò significa probabilmente che le performance positive saranno piuttosto appannaggio degli investitori attivi, con un approccio tematico e focalizzati sulla selezione dei titoli, e non dell'orientamento agli indici dell'ultimo decennio.

# IL DRAGONE CINESE SI APPRESTA A VOLARE

Il 2021 rappresenta non solo la transizione dalla fase di ripresa all'espansione dell'economia cinese del dopo lockdown ma, elemento ancora più importante per gli investitori, la passerella finale verso il centenario della fondazione della Repubblica popolare cinese, avvenuta nel 1949.

**D**a quando ha varato il piano di riforme nel 1978 per aprire la sua economia al mondo, coronato dall'ingresso nell'Organizzazione mondiale del commercio nel 2001, la Cina è stata vista come un motore dell'export globale.

Guardando agli ultimi due decenni di storia della Repubblica popolare cinese, gli investitori dovrebbero attendersi un sempre maggiore orientamento verso il mercato interno, fondato su qualità e crescita sostenibile, con numerose e importanti implicazioni.

La prima è un cambiamento di paradigma nella politica dei cambi. Dopo la sua svalutazione shock del 2015 e la guerra commerciale con gli Stati Uniti nel 2018-2019, ipotizzando che le tensioni tra i due Paesi rimangano contenute, è emersa la possibilità che un rafforzamento dello yuan serva alla Cina per gestire le potenziali pressioni inflazionistiche interne (per saperne di più, leggere a pag. 10 [sezione valute]).

La seconda implicazione è l'ulteriore apertura dei mercati dei capitali onshore, ai quali gli investitori stranieri possono ora accedere più agevolmente. I tassi d'interesse nominali decisamente positivi, in una valuta di cui si attende un apprezzamento, offrono agli investitori in obbligazioni sovrane un baluardo contro i bassi rendimenti offerti dal segmento globale del reddito fisso.

In terzo luogo, l'orientamento al mercato interno andrà presumibilmente di pari passo con l'esigenza di contrastare gli eccessi passati. I default, per quanto di natura non sistemica, dovrebbero diventare più comuni poiché il processo di risanamento del sistema finanziario torna ad accelerare. La combinazione di obbligazioni societarie selezionate e titoli di Stato cinesi offrirà agli investitori un profilo bilanciato di rischio/rendimento in una fase di trasformazione del reddito fisso cinese.



La Cina si sta orientando sempre più al suo interno, verso una crescita di qualità e sostenibile.

Mentre la Cina si appresta a presentare il suo 14° piano quinquennale, gli investitori dovrebbero mantenere l'approccio ormai rodato di allinearsi con gli obiettivi del partito di governo, intenzionato a rafforzare le fondamenta della sua economia.

La tecnologia è uno dei temi chiave, poiché il recente annuncio della Cina di voler conseguire l'ambizioso obiettivo della neutralità di carbonio entro il 2060, congiuntamente ai suoi sforzi nel 5G e nell'intelligenza artificiale, sottolinea la sua ambizione ad assumere la leadership tecnologica nel XXI secolo. Ciò comprende il segmento dei pagamenti digitali, dove la Cina sembra destinata a diventare il primo grande Paese che lancia una moneta digitale della banca centrale.

Anche il prossimo piano quinquennale dovrebbe prestare maggiore attenzione al contenimento delle crescenti disuguaglianze di

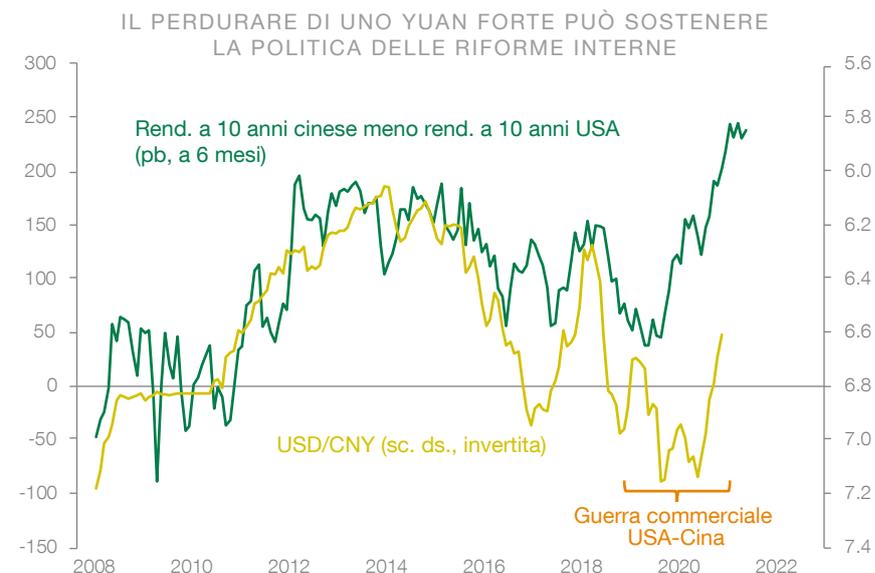
reddito e alla qualità della crescita economica interna. È ipotizzabile che l'accelerazione dell'attività didattica, dell'assistenza sanitaria e di altri servizi online in seguito ai lockdown accresca la penetrazione dell'economia virtuale in Cina.

È vero che queste ambiziose aspirazioni non sono prive di rischio. In prospettiva ciclica le valutazioni delle azioni sono elevate sebbene le aspettative in materia di utili non riusciranno probabilmente a cogliere appieno la futura ripresa economica. Nel reddito fisso, la ripresa induce a credere in un aumento dei

rendimenti, ma ci attendiamo che i tassi bassi negli Stati Uniti e in Europa rallentino l'ascesa. Di conseguenza, riteniamo preferibile adottare approcci tematici e selettivi sulle azioni rispetto a strategie passive, orientate agli indici in Cina.

Oltre a queste sfide cicliche, gli sforzi moderati compiuti per riformare e ristrutturare il sistema finanziario interno cinese sono naufragati a causa dei passati shock economici, costringendo ancora una volta i decisori politici a ricorrere alla tradizionale spesa infrastrutturale orientata al debito per stabilizzare l'economia.

Inoltre, di fronte al persistere delle tensioni con Taiwan e alle incursioni nelle acque del Mare cinese meridionale e orientale, appare evidente che il Dragone stia cercando di chiarire le sue pretese territoriali. Così, mentre la recente guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina ha rovesciato l'ordine del commercio mondiale guidato dall'OMC, un cambiamento



Fonti: Bloomberg Finance L.P., UBP

più marcato nello status quo geopolitico in questi teatri potrebbe essere ancora più destabilizzante per l'economia globale.

Considerando le controversie geopolitiche e il rischio di escalation, preferiamo realizzare

una parte della posizione cinese con strategie long/short di qualità in hedge fund azionari che consentono agli investitori di rimanere esposti nei temi della trasformazione a lungo termine, pur mantenendo una gestione attiva dei rischi (v. pag. 23).

## VERSO UNA RILOCALIZZAZIONE DELLA PRODUZIONE?

La pandemia e i lockdown nel mondo hanno minato gli scambi e portato alla luce le fragilità delle catene di produzione. È apparso chiaramente che i Paesi industrializzati sono fortemente dipendenti dai prodotti fabbricati nei Paesi emergenti, soprattutto per quanto riguarda i farmaci e il materiale sanitario, i componenti automobilistici, i generi alimentari, le terre rare e le nuove tecnologie.

Alcuni governi occidentali hanno così ripreso a seguire una politica volta a favorire il ritorno della produzione sul proprio territorio. Sorge dunque una domanda: la combinazione di questi eventi comporterà importanti cambiamenti in termini di localizzazione?

Dal 2018 l'inasprirsi della guerra commerciale tra Cina e Stati Uniti aveva frenato gli scambi. Di fronte al ripristino di alcuni vincoli e di barriere tariffarie, le società internazionali avevano cominciato a riconsiderare la localizzazione della propria produzione.

Secondo un recente studio<sup>1</sup>, la quota della Cina nelle importazioni manifatturiere americane è diminuita nel 2018 e nel 2019 e il fenomeno si è accentuato nel 2020 con il blocco degli scambi. Le società hanno trasferito una parte della loro produzione cinese verso altri Paesi asiatici e il Messico. Giganti come Google, Omnidex, Microsoft, Apple e GoPro hanno lasciato il territorio cinese, tuttavia sono rimaste vicine ai grandi mercati della Cina e degli Stati Uniti scegliendo Paesi con cui hanno firmato accordi commerciali.

In realtà, il trasferimento dei processi produttivi dalla Cina era già cominciato con l'acuirsi delle tensioni commerciali indotte dal rialzo delle retribuzioni cinesi. In Vietnam i salari sono infatti la metà rispetto a quelli della Cina e in Messico sono inferiori del 30%. A ciò si aggiunge che lasciare il territorio non è semplice per imprese che desiderano partecipare all'espansione del mercato legata alla crescita del ceto medio cinese.

Inoltre, non è facile neppure rimpatriare la produzione nei Paesi sviluppati. Alcuni studi mostrano che ciò avviene contestualmente a una forte robotizzazione dei processi, il che richiede personale molto qualificato. Il ritorno della produzione può dunque essere frenato dalla necessità di avere accesso a una tecnologia adeguata e a un bacino di manodopera specializzata, senza dimenticare la ricostruzione della catena di subappalto.

Nell'attesa di una maggiore chiarezza in merito alla politica commerciale americana, le grandi società dovrebbero proseguire la diversificazione della produzione, assicurandosi la propria catena di fornitura e cercando opportunità nei diversi Paesi. Di conseguenza, il processo di reindustrializzazione dei Paesi sviluppati rischia di rimanere incompiuto e anche l'uscita di scena della Cina dalle società internazionali potrebbe essere solo parziale.

<sup>1</sup>"Trade war spurs sharp reversal in 2019 Reshoring Index, foreshadowing COVID-19 test of supply chain resilience", Kearney 2020 Reshoring index

# METALLI PREZIOSI: BRILLANTEZZE DIVERSE

I trend che hanno prevalso sinora sembrano destinati a proseguire nel 2021, quando l'oro continuerà a trarre vantaggio dai consueti fattori, tra cui le tensioni geopolitiche, e l'argento sarà favorito dalla ripresa dell'attività manifatturiera, mentre il platino è offuscato dai cambiamenti nella domanda e dall'evoluzione tecnologica, soprattutto nel settore automobilistico.

## Oro, sempre più lucente

Nel 2021 l'oro continuerà a beneficiare di molti dei fattori che lo hanno spinto a toccare nuovi massimi storici nel 2020, oltre la soglia dei 2200 dollari per fine anno.

Questo è in linea con la futura crescita della moneta M2 e la politica monetaria dovrebbe continuare a sostenerlo: le banche centrali mondiali stanno efficacemente conducendo politiche che implicano tassi d'interesse negativi e intendono mantenerle negli anni a venire. Inoltre, la prospettiva di ulteriori allentamenti monetari, tassi negativi sui depositi e aste di titoli di Stato a tassi negativi accentua il potenziale di rialzo dell'oro.

Gli investitori detengono tuttora considerevoli posizioni lunghe sull'oro, ma continueranno a dare priorità all'oro fisico.

Le ostilità tra Stati Uniti e Cina e le tensioni geopolitiche in generale sono ormai un tratto saliente del nuovo panorama mondiale e favoriscono l'oro grazie al suo ruolo di bene rifugio. Anche se le economie riavvieranno le attività con l'arrivo del vaccino contro il COVID-19, ci attendiamo che l'oro sarà sostenuto dalla ripresa dei consumi, soprattutto in Asia.

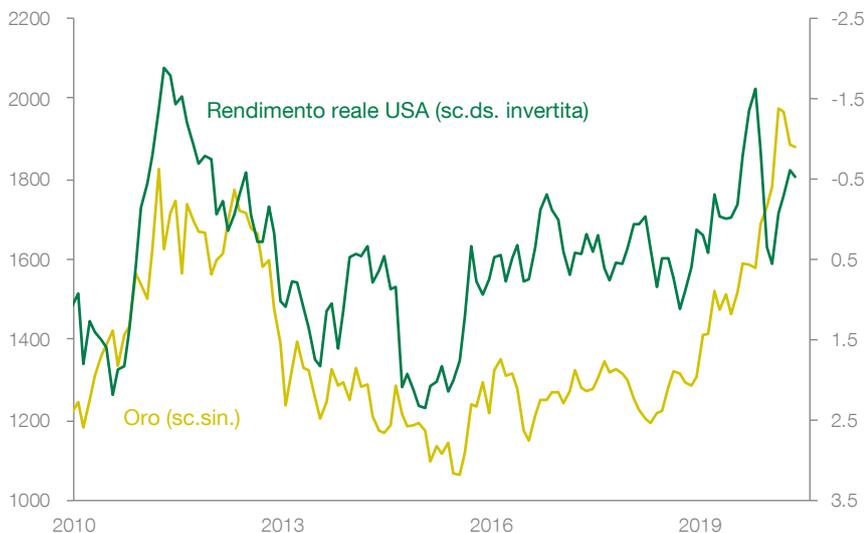
La nostra previsione sul prezzo dell'oro potrebbe dover essere corretta al rialzo. Gli investitori detengono considerevoli posizioni lunghe sull'oro ma, così come nel 2020, continueranno a preferire l'oro fisico rispetto a quello finanziario, il che potrebbe comportare una domanda sostenuta del sottostante.

## Argento, beta più elevato alla crescita globale

Riteniamo poco probabile un calo del prezzo dell'argento nel 2021. Ci attendiamo piuttosto un aumento verso i 32 dollari l'oncia entro fine anno e i rischi pendono nettamente per una revisione al rialzo. L'argento dovrebbe essere sostenuto da una graduale ripresa dell'economia globale, dal moltiplicarsi dei modelli di green economy nei principali Paesi e dagli stessi fattori monetari che supportano l'oro.

Il recupero della domanda industriale dal maggio scorso, combinato con gli stimoli fiscali attesi per l'inizio del 2021, inducono a credere in una salda ripresa dell'attività manifatturiera globale. Ciò favorisce l'argento, che viene utilizzato in numerosi processi industriali.

I RENDIMENTI REALI NEGATIVI ALIMENTERANNO L'AVANZATA DELL'ORO



Fonti: UBP, Bloomberg Finance L.P.

Ci attendiamo che le misure di stimolo saranno fortemente orientate alle attività sostenibili (v. sezione dedicata ai cambiamenti climatici), fornendo un supporto a medio termine per l'argento che è un componente essenziale dei pannelli fotovoltaici. Inoltre, con il rapporto tra oro e argento tuttora al di sopra della media trentennale, l'argento rimane sottovalutato rispetto all'oro.

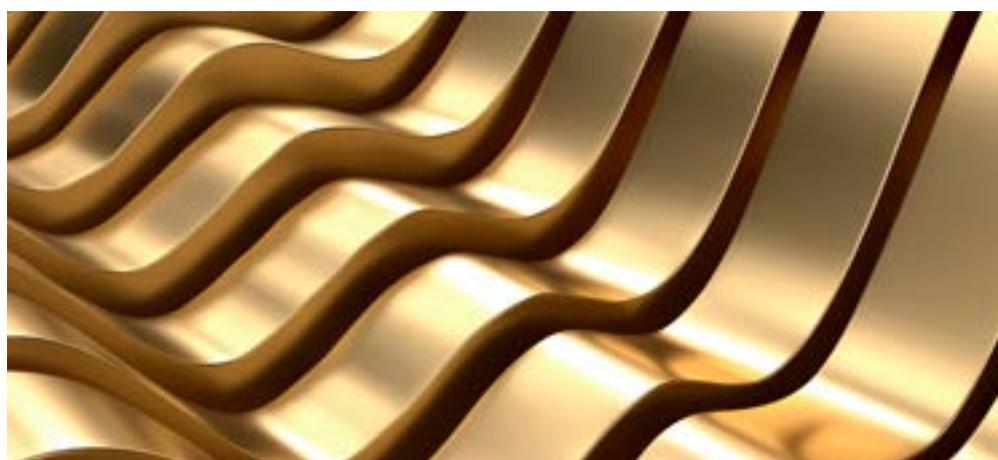
### Platino, poco brillante nonostante la ripresa industriale

Nel 2020 il platino è stato uno dei metalli preziosi e industriali con la peggiore performance, ben lungi dal rally vissuto, per esempio, da oro, argento e palladio. La deludente performance del platino è riconducibile al crollo della domanda di gioielli, alla frenata dell'industria automobilistica e a un notevole surplus dell'offerta. Questi fattori, unitamente all'abbandono del diesel, rendono poco probabile una significativa accelerazione nel 2021.

Il World Platinum Investment Council prevede un surplus di circa 247'000 onces nel 2020, oltre 120'000 onces in più della sua stima precedente. L'offerta è retrocessa di poco nel 2020 a causa dei lockdown, mentre la domanda ha segnato un calo maggiore.

La scelta delle industrie automobilistiche di porre progressivamente fine ai motori

diesel non mancherà di pesare sul prezzo del platino, dal momento che il 40% circa della domanda ha riguardato proprio questo tipo di vetture negli ultimi anni. In un'ottica di lungo periodo, la promessa di una tecnologia delle celle a combustibile alimentate a idrogeno è favorevole, ma nel breve periodo è poco probabile che riesca a colmare la debole domanda di auto.



## SEDUTI SU UNA MINIERA D'ORO?

La correzione registrata dai prezzi dei metalli preziosi a partire dal terzo trimestre 2010 ha concesso agli investitori la possibilità non solo di continuare a costituire posizioni in metalli fisici, ma anche di rifocalizzarsi sul settore delle miniere d'oro, che dovrebbe beneficiare di diversi elementi di supporto al di là degli aumenti dei prezzi dei metalli nel 2021.

A differenza di quanto solitamente avviene con i mercati rialzisti dell'oro, la flessione dei prezzi dell'energia e il calo dei costi di produzione in valuta locale implicano che le società minerarie vedranno diminuire i propri costi del 13% a quasi 900 dollari l'oncia, ossia oltre il 50% al di sotto degli attuali prezzi spot dell'oro. Questo incremento della redditività si è dimostrato fondamentale per orientare al rialzo il mercato dell'oro dopo i minimi toccati nel 2020.

Inoltre, dopo che le miniere sono rimaste chiuse per gran parte del secondo trimestre

2020, le riaperture di fine luglio e agosto dovrebbero consentire alle attività estrattive di tornare su margini ciclicamente elevati per il settore e avviare la prossima fase di crescita degli utili nel 2021.

In realtà, nonostante i prezzi dell'oro fisico si siano avvicinati ai massimi assoluti, le vendite per azione delle società minerarie aurifere sono tuttora prossime ai livelli del 2008-2009, quando i prezzi dell'oro fisico erano inferiori a 1000 dollari l'oncia, rispetto agli attuali 1800-1900 dollari.

Anche senza il rimbalzo nelle vendite, i margini elevati hanno consentito ai maggiori produttori di cominciare a versare dividendi o di aumentare quelli attuali poiché la crescita del free cash flow all'interno del settore potrebbe migliorare i rendimenti totali agli azionisti.

In un settore che, in prospettiva storica, ha complessivamente distrutto valore

per gli azionisti, gli investitori conservativi sono esortati ad adottare un approccio orientato alla qualità nella scelta delle azioni del settore delle miniere d'oro.

Le società di royalty possono offrire un punto d'ingresso relativamente meno rischioso. Queste società erogano finanziamenti iniziali ai produttori in cambio di una quota della produzione aurifera o dei ricavi generati da progetti specifici, quindi sono meno esposte ai rischi operativi dei produttori diretti.

Nel complesso, le grosse e ben gestite società di produzione offrono agli investitori un potenziale di partecipazione maggiore agli aumenti del prezzo dell'oro. La loro produzione diversificata e il lungo track record rappresentano una protezione di fronte alle inadeguate decisioni di allocazione del capitale riscontrate tra i nuovi operatori del settore.

# I NUOVI STATI UNITI

La corsa inaspettatamente serrata alla presidenza degli Stati Uniti lascia presagire un cambiamento più rapido dello scenario geopolitico con un conseguente aumento dei rischi per gli investitori. La gestione attiva del rischio è sempre più importante mentre un orientamento verso le tendenze trasformative locali piuttosto che quelle globali è essenziale per preservare e costruire ricchezza in questo nuovo regime.

**I**l mondo ha tirato un respiro di sollievo quando, dopo diversi giorni di conteggio dei voti, il democratico Joe Biden è risultato il prossimo inquilino della Casa Bianca e, soprattutto, è stata decretata l'uscita di scena dell'amministrazione Trump il 20 gennaio 2021. Tuttavia, i margini risicati tra i due sfidanti e la prolungata incertezza sul futuro partito di maggioranza al Senato inducono a credere che il nuovo corso negli Stati Uniti possa avere pesanti ripercussioni sul mondo e sugli investitori.

Vale la pena di ricordare che le elezioni del 45° presidente degli Stati Uniti nel 2016 si sono svolte nel mezzo di un'ondata populista sfociata, tra l'altro, nel voto favorevole sulla Brexit, nell'ascesa del Movimento 5 Stelle in Italia e nelle affermazioni dei candidati populistici alle più alte cariche dello Stato in Austria e nelle Filippine. Gli investitori non possono dunque essere biasimati per avere creduto che gli Stati Uniti siano stati solo temporaneamente travolti dal populismo globale, i cui primi segnali di cedimento sono giunti con la clamorosa sconfitta in Francia di uno dei suoi esponenti, la politica di destra Marine Le Pen, e con la modesta avanzata alle elezioni per il Parlamento europeo nel 2019.

Tuttavia, le presidenziali del 2020 negli Stati Uniti sfatano ampiamente questa idea. Il fatto stesso che la corsa si sia decisa sul filo di lana, che i sondaggi elettorali abbiano sbagliato verosimilmente di più che nelle controverse elezioni del 2016 da cui Trump è uscito vincitore e che più americani abbiano votato per Donald Trump nel 2020 che nel 2016 suggerisce che le basi

centriste dell'America sono state come minimo destabilizzate e, almeno agli occhi dei principali alleati americani, potrebbero essere irrimediabilmente sovvertite.

Infatti, i quattro anni di presidenza di Donald Trump hanno già messo a dura prova le relazioni bilaterali con l'Europa e, soprattutto, l'Asia. Persino un ritorno a una maggiore moderata impersonificata dal 46° presidente eletto Joe Biden potrebbe non essere sufficiente a smorzare la diffidenza e ripristinare la fiducia nei confronti degli Stati Uniti come partner su cui «poter fare affidamento»<sup>1</sup>.

Indubbiamente, l'amministrazione Biden cercherà di revocare molte delle misure adottate dal suo predecessore a livello nazionale e internazionale, tra cui forse il ritorno negli Accordi di Parigi sul clima, il ripristino del patto sul nucleare con l'Iran e il rientro nell'Organizzazione mondiale della sanità. Tuttavia, l'esiguità del monito espresso dai cittadini nei confronti di Trump non farà svanire negli alleati internazionali la preoccupazione che l'infatuazione degli Stati Uniti per il populismo sia stata tutt'altro che fugace.

Infatti, sui principali assi USA-Cina e USA-Europa questo dubbio insinuatosi negli ultimi quattro anni ha già indotto alcuni Paesi ad adottare misure per proteggersi. La Cina, la nazione più popolosa del mondo, sembra aver scelto la strada dell'autarchia a giudicare dalle prime bozze del suo prossimo piano quinquennale. Probabilmente Biden rifuggerà dalle politiche belligeranti di divieto assoluto di vendere tecnologie o anche di accedere

## Voti per Trump



Fonte: Associated Press

## Il voto per Trump sottostimato dai sondaggi



Fonti: Associated Press e UBP

## Chi sarà più potente alla fine della crisi?



Fonte: Lowy Institute

ai mercati dei capitali statunitensi verso cui Trump sembrava volersi muovere, quindi la Cina avrà la possibilità di rattoppare le vulnerabilità venute alla luce nella pernicioso guerra commerciale con gli Stati Uniti del 2018-2019.

In Europa è emersa la volontà di un dialogo per condurre le prossime fasi della riforma nell'esperimento a lungo termine di «un'Europa sempre più unita», proprio come la pandemia globale ha posto le basi per compiere i primi passi verso una politica fiscale condivisa. Tuttavia, i tempi relativamente lunghi del processo decisionale europeo e la dipendenza dell'UE dal commercio globale possono rendere più difficile percorrere la strada intrapresa dalla Cina a una velocità simile. È più probabile che l'Europa trasformi gradualmente le sue relazioni con gli Stati Uniti, forgiate sui campi di battaglia della seconda guerra mondiale, verso un equilibrio e un'indipendenza maggiori nei confronti degli Stati Uniti quando inizierà a dare forma alle proprie agende politiche. Indubbiamente la Cina cercherà di esercitare la propria influenza con incentivi e deterrenti sintonizzati sui suoi interessi.

Per quanto le strategie di politica monetaria nei Paesi sviluppati siano state convergenti, il nostro tradizionale sguardo sul mondo

dovrà probabilmente cambiare, di fronte a mercati sempre più guidati da politiche di bilancio e priorità orientate al proprio interno piuttosto che agli Stati Uniti. Questo aspetto, combinato con i regimi dei tassi d'interesse nulli prevalenti nelle economie occidentali, implica che le possibilità e le conseguenze degli errori di politica locale abbiano una portata molto maggiore rispetto ai cicli precedenti.

Certamente la vittoria di misura non solo del prossimo presidente eletto, ma anche in Senato comporta il rischio che gli Stati Uniti seguano le orme delle loro controparti europee e tornino a un periodo di paralisi fiscale come quello che è seguito alla crisi finanziaria globale. Questa volta, tuttavia, considerando le riserve più limitate della Federal Reserve, scelte più estreme di politica monetaria potrebbero dover essere affiancate da misure di bilancio, seppure solo in risposta a una nuova crisi dell'economia globale, come avvenuto nel marzo 2020.

Di conseguenza, è necessaria una gestione del rischio sempre più attiva in questo nuovo mondo multipolare (v. sezione sulla gestione del rischio) in

assenza dell'implicita 'opzione put' statunitense che è servita a proteggere gli investitori da simili errori di politica negli scorsi decenni. Inoltre, mentre la globalizzazione dell'economia mondiale ha allontanato gli investitori dal mercato domestico, il mondo nuovo chiederà loro di tornare sempre più alla dimensione locale. Possono sfruttare così le tendenze che hanno cominciato a rimodellare le relazioni economiche e geopolitiche globali sotto Trump e probabilmente subiranno un'accelerazione con Biden.

<sup>1</sup> Dopo il vertice del G7 del maggio 2017 Angela Merkel ha dichiarato: «I tempi in cui si poteva fare pieno affidamento sugli altri sono passati da un bel pezzo, l'ho capito negli ultimi giorni».

Il fatto che la corsa si sia decisa sul filo di lana induce a credere che le basi centriste dell'America sono state messe in discussione.



# OCCHI APERTI SUL CLIMA

Nel 2021 i cambiamenti climatici dovrebbero tornare protagonisti poiché la Cina, che è il maggior produttore di emissioni di CO<sub>2</sub>, e l'Europa intendono attuare importanti politiche per affrontare questa sfida sempre più pressante per l'economia globale. Anche gli Stati Uniti, che si collocano al secondo posto dopo la Cina, potrebbero registrare qualche progresso in termini di emissioni di CO<sub>2</sub>.

**L**e proposte della Commissione europea puntano a ridurre le emissioni nette di gas serra almeno del 55% entro il 2030. La Cina sta cercando di raggiungere la neutralità climatica entro il 2060 con obiettivi ambiziosi che probabilmente plasmeranno il suo piano quinquennale, la cui vidimazione ufficiale è attesa a marzo 2021.

Mentre gli Stati Uniti devono ancora allinearsi con le aspirazioni europee o cinesi, qualche progresso potrebbe giungere dopo le presidenziali di novembre con l'entrata alla Casa Bianca di Joe Biden e la sua capacità di influenzare i voti del Senato.

Il mondo sembra sul punto di intraprendere una lunga transizione dai combustibili fossili verso le energie rinnovabili. La tassonomia per la finanza sostenibile dell'Unione europea e i prossimi assetti delineati dal piano quinquennale cinese stanno alimentando l'attuale ondata di trasformazioni.

Così come nel XXI secolo l'uso del computer è passato dagli apparecchi fissi a quelli mobili e nel commercio al dettaglio gli acquisti online hanno sostituito gran parte di quelli di persona nei negozi fisici, gli investitori dovrebbero attendersi una transizione pluridecennale dai combustibili fossili alle energie rinnovabili. Tuttavia, sulla falsariga di quanto avvenuto con i computer e il commercio al dettaglio, anche il processo di transizione energetica avrà un andamento ondivago.

Il rally messo a segno dalle azioni dell'energia green nel 2020 induce a credere che i mercati abbiano scontato tempi più rapidi. Sebbene le mosse dell'Europa, della Cina ed eventualmente degli Stati Uniti suggeriscano realmente

un'accelerazione, gli investitori dovranno anticipare qualche battuta d'arresto in un'outperformance di lungo periodo. Nei summenzionati processi di transizione che hanno interessato i computer e il commercio al dettaglio abbiamo visto che queste pause dovrebbero essere sfruttate per costituire ulteriori posizioni.

L'esperienza insegna che le società e i settori lenti ad adeguarsi saranno nel migliore dei casi messi in discussione e potrebbero finire tagliati fuori, mentre quelli che si adattano rapidamente offrono opportunità. Attualmente ciò riguarda le industrie ad alta intensità di carbonio, per esempio la produzione di energia, l'industria manifatturiera pesante e i trasporti: la scelta delle azioni sarà essenziale in questi segmenti.

Il mondo è sul punto di una transizione dalla dipendenza dai combustibili fossili verso le energie rinnovabili.

I naturali beneficiari sono l'energia eolica, solare, idroelettrica e altre fonti alternative, insieme alle opzioni di trasporto, per esempio i veicoli elettrici. Tuttavia emergono anche tante altre possibilità.

Nuovi metodi di coltivazione e la sempre più pressante richiesta di una minore impronta di carbonio nella filiera alimentare stanno già mutando il settore agricolo. I temi correlati ai cambiamenti climatici, tra cui biodiversità, scarsità di materiali, ecosistemi sani, comunità sostenibili ed esigenze di base, dovrebbero offrire opportunità a lungo termine agli investitori.

Generare rendimenti e creare valore sociale non si escludono necessariamente a vicenda. Investire in imprese che facilitano la transizione verso una società resiliente a zero emissioni entro il 2050 potrebbe rendere tutti vincitori.



# RIMANERE ATTIVI NELLA GESTIONE DEI RISCHI

Anche nel 2021, così come nel 2020, la gestione dei rischi sarà cruciale per gli investitori, soprattutto considerando che le obbligazioni governative statunitensi ed europee non offrono più la protezione dei cicli precedenti. È opportuno trarre insegnamenti dall'esperienza vissuta dagli investitori con valuta di riferimento euro quando i rendimenti dei Bund tedeschi praticamente privi di rischio sono scesi sotto l'1%, esattamente come verificatosi nei Treasury nel 2020.

Quando superavano l'1%, i rendimenti dei Bund aiutavano a compensare il 25-30% delle flessioni del 10% e oltre dei mercati azionari. Quando sono scesi al di sotto dell'1% e anche prima che diventassero negativi, non hanno più costituito un valido aiuto per controbilanciare la volatilità dei mercati azionari. Si può dire lo stesso dei Treasury statunitensi ora che offrono rendimenti inferiori all'1%, come dimostratosi nella correzione di settembre delle borse mondiali.

Gli investitori dovrebbero dunque aumentare la loro esposizione agli asset alternativi, tra cui hedge fund, prodotti strutturati, opzioni e futures, per aggiungere un po' di asimmetria ai portafogli tradizionali long/only orientati alle azioni e al reddito fisso.

Ci avvaliamo degli hedge fund per rimodellare i profili di rischio/rendimento di questi asset tradizionali laddove fossero sfavorevoli agli investitori. Per esempio: alcuni emittenti di obbligazioni societarie si sono dimostrati vulnerabili nell'attuale pandemia, ciò ha creato notevoli opportunità per gli hedge fund obbligazionari long/short capaci di sfruttare la conseguente dispersione.

Similarmente tra le azioni, le strategie long/short in azioni emergenti possono offrire un'esposizione al tema del lungo ciclo dei consumi asiatici, proteggendo, nel contempo, gli investitori dalla volatilità tipicamente associata a questa categoria di asset.

I prodotti strutturati ci consentono di posizionarci sugli asset sottostanti pur riducendo i loro rischi di flessione e ottenere così una performance asimmetrica dei portafogli soprattutto in caso di mercati avversi. Il ricorso a questi prodotti è risultato



Riducendo i rischi possiamo sfruttare i temi trasformativi al loro emergere in questa nuova economia globale.

particolarmente proficuo, in particolare nel 2020 quando hanno ben attutito i contraccolpi dei pesanti scivoloni delle borse.

Le strategie di futures e opzioni, utilizzate a più riprese nel 2020, si sono dimostrate determinanti nei periodi difficili. In particolare, le strategie in opzioni put sono state cruciali per proteggere i portafogli durante le prove di resilienza a cui abbiamo assistito nel corso dell'anno. Hanno rappresentato uno strumento efficace ed efficiente per mettere al riparo i portafogli sottostanti dai rischi di ribasso, pur consentendo di partecipare ai

rialzi secondo un approccio di gestione dei rischi.

Guardando al 2021, non mancano certamente rischi all'orizzonte. I mercati finanziari sono tuttora gravati da un clima di incertezza e, mentre sul fronte delle politiche monetarie e di bilancio vengono adottate misure estreme, incombono diversi rischi di coda a livello politico e legati alla pandemia. Il nostro approccio attivo di gestione dei rischi ci consente di limitarne alcuni, in particolare in un contesto in cui molti dei nostri clienti sono orientati alla preservazione del capitale ma, soprattutto, mitigando tali rischi possiamo accrescere la nostra capacità di capitalizzare sulle opportunità offerte dai mercati nei periodi di volatilità e di sfruttare i temi delle trasformazioni in atto a più lungo termine non appena emergono nella nuova economia globale.



## 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. Può contenere raccomandazioni di carattere generale, ma non è e non dovrebbe essere considerato né un'offerta né una sollecitazione a eseguire qualsiasi operazione con UBP, acquistare, sottoscrivere o vendere qualunque valuta, prodotto o strumento finanziario, a effettuare investimenti o 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, un KID, un KIID né qualunque altro documento legale concernente un qualsiasi strumento finanziario specifico ottenibile gratuitamente su richiesta da UBP o dalla sede registrata dell'emittente dello strumento in questione, se del caso. 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, a meno che non sia dichiarato diversamente, 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 esposte nel prospetto o in qualunque altro documento legale. Inoltre si esortano a chiedere un parere indipendente qualificato ai propri consulenti finanziari, legali, contabili e/o fiscali in merito ai loro obiettivi d'investimento, alla situazione finanziaria e alle esigenze specifiche.

UBP svolge analisi sugli strumenti finanziari offerti sui mercati e può avere e/o cercare di sviluppare relazioni d'affari con terzi a tale scopo; inoltre, UBP può creare i propri strumenti finanziari. Le informazioni di carattere generale non sono dunque indipendenti dagli interessi di UBP o di parti collegate che possono essere in conflitto con gli interessi del cliente. UBP dispone di politiche che disciplinano i conflitti di interessi e adotta opportune misure organizzative per evitarli.

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 oppure di una ricerca indipendente sugli investimenti secondo la direttiva MIFID dell'UE o altre regolamentazioni. 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 se 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».

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 e declina qualsiasi responsabilità per quanto riguarda perdite o danni che possano scaturire dal loro utilizzo. 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 esposte nel presente documento. Le performance previste o mirate sono intrinsecamente soggette a notevoli incertezze riguardanti l'economia, i

mercati e altro. Tali incertezze 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. Il documento non contiene consigli in materia fiscale da parte di UBP né riflette le circostanze specifiche del cliente.

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 Prudential et de Résolution* (ACPR) per le attività bancarie e alla vigilanza della *Commission de Contrôle des Activités Financières* per le attività finanziarie.

©UBP SA 2020. Tutti i diritti riservati.

Novembre 2020





DI PIÙ SU  
UBP.COM

Approfondimenti  
delle prospettive  
d'investimento 2021

su [ubp.com/it/outlook2021](http://ubp.com/it/outlook2021)



Per ricevere la  
newsletter di UBP  
iscrivetevi

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

