



2023 Novembre

Market News

**Consultinvest Asset Management
SGR**

Outlook

I drammatici eventi in svolgimento in Medio Oriente rischiano di pesare in modo negativo sullo scenario economico globale, facendo aumentare il rischio geopolitico e quello di una moderata stagflazione, ovvero di un rallentamento economico progressivo potenzialmente in grado di trasformarsi in una debole recessione pur in presenza di inflazione.

Per quanto sia impossibile prevedere come evolverà l'attuale crisi mediorientale, il rischio di una escalation militare che espanda il conflitto tra Israele e Hamas al Mondo Arabo e all'IRAN non è trascurabile e se dovesse accadere le ripercussioni in termini di salita del prezzo del petrolio potrebbero ricordare quelle viste nel '73 (oggi siamo già ad un +30% in più rispetto ai prezzi di fine Giugno), portando ad una inversione del recente trend di discesa dell'inflazione che richiederebbe ulteriori innalzamenti dei tassi di interesse globali: questi a loro volta peserebbero sulla crescita economica.

Inoltre, un conflitto esteso comporterebbe dal punto di vista geopolitico un aumento ed un ampliamento delle "divergenze" tra gli attuali blocchi (USA-Russia-Cina) che manterrebbe alta la tensione sui Mercati Finanziari e limiterebbe ulteriormente la già debole crescita dell'interscambio commerciale globale, ovvero uno dei principali motori di crescita economica.

Ne consegue che oggi lo Scenario stia diventando sempre più incerto: dove i rischi di un generale peggioramento economico sono superiori a quelli di un miglioramento. E, anche prescindendo dai tali futuri sviluppi negativi, i dati già in nostro possesso mostrano numerose sacche di difficoltà nell'espansione della crescita economica che, se non sono ancora rilevanti per gli USA - che sta mostrando una sorprendente resistenza che sarà difficile da mantenere nel 2024 - lo sono per l'Europa e la Cina.

Ciononostante, le Politiche Monetarie, anche se ormai verosimilmente prossime alla fine del ciclo di rialzo dei tassi di interesse, rimarranno improntate alla restrizione, con l'obiettivo di riportare l'inflazione stabilmente sotto il 2% contrastando con tassi di interesse mantenuti elevati la pressione dei prezzi petroliferi e quella dei salari che le attuali rivendicazioni sindacali produrranno e che renderanno difficile la discesa dell'inflazione.

Le Politiche Fiscali oggi sono le uniche che continuano a giocare un ruolo espansivo, producendo Deficit in aumento negli USA, in Europa, in Giappone e persino in Cina, che per la prima volta dal 1994 supererà la soglia del 3% di Deficit rispetto al PIL. Questi sono Deficit che si stanno avvicinando a livelli che non saranno sostenibili nel medio periodo risultando difficili da finanziare a costi accettabili: ed è per questo motivo che a tendere anche le Politiche Fiscali potrebbero diventare molto meno espansive.

Quindi, il ciclo economico del 2023, che ha dato prova di essere sorprendentemente resistente, nel 2024 potrebbe perdere di forza e andare a "flirtare" con la recessione, anche senza che si debba assistere ad una escalation del conflitto medio-orientale.

Un siffatto contesto oggi suggerisce prudenza ed un approccio guardingo ai Mercati Finanziari, senza per questo rinunciare a guardare lontano e quindi rimanendo pronti a sfruttare le opportunità che proporranno i momenti di volatilità elevata che sicuramente saranno sperimentati: sia sui Mercati Obbligazionari - con rendimenti che stanno diventando sempre più interessanti - sia sui Mercati Azionari - dove una ulteriore flessione delle valutazioni potrebbe renderli nuovamente interessanti.

Come già accaduto negli ultimi mesi, il futuro dei Mercati si giocherà sulla dinamica dei tassi di inflazione: un eventuale significativa ripresa dell'inflazione sarebbe un evento molto negativo per tutti i Mercati, in grado di portare ad una progressiva corsa alla liquidità.

Se, invece, come nel nostro Scenario, l'inflazione faticherà a scendere e le economie a rallentare, allora in termini di investimenti e di allocazione di portafoglio si suggerisce di mantenere:

a) un livello di allocazione in Liquidità e in strumenti di Mercato Monetario, anche in Dollari USA, più elevato del consueto; ciò per attenuare le fluttuazioni nei valori di portafoglio e per consentire acquisti futuri sui Mercati Azionari a valutazioni più interessanti delle attuali;

b) una allocazione Obbligazionaria elevata su titoli di alta qualità - Governativi e Credito Investment Grade in Dollari USA ed Euro a media scadenza e moderata Duration;

c) una allocazione Azionaria molto moderata, incentrata su esposizioni a USA ed Europa su titoli con solidi fondamentali e fatturati resistenti alle fluttuazioni della crescita economica, ovvero con aziende capaci di imporre i propri prezzi, con modelli di business in grado di generare flussi di cassa costanti e piani di sviluppo organico basati su ipotesi ragionevoli.

Tra i Paesi Emergenti l'India, l'Indonesia, il Brasile e il Messico - sia per le allocazioni Obbligazionarie in valuta Locale che per le allocazioni Azionarie - sono quelli che riteniamo strategicamente più interessanti. In Cina, invece, ci aspettiamo permanga una situazione strutturalmente difficile, con un progressivo isolamento internazionale, nonostante Pechino proverà a sostenere il Mercato Azionario e a rilanciare l'economia con nuove misure di Spesa Pubblica.

Nei prossimi mesi, avvicinandosi alla fine dell'anno, dovremmo poter avere una maggiore stabilità dei Mercati Obbligazionari Governativi sia in Dollaro che in Euro. Una stabilità che creerà spazi sia per allungare le scadenze sugli investimenti in Obbligazioni e incrementarne l'allocazione preparando i portafogli ad un regime di minore crescita economica; sia per iniziare a posizionarsi sui Mercati Azionari che allora avranno raggiunto valutazioni attraenti in grado di scontare già la possibile recessione del 2024.

Quanto ai Temi di investimento di lungo termine, sia quello della riconversione energetica che quello delle infrastrutture, insieme a quello della tecnologia, soprattutto nel software (Generative AI e Cybersecurity), nelle bioscienze e nell'ingegneria dei nuovi materiali – una volta stabilizzatisi i Mercati Obbligazionari dovrebbero ritornare ad offrire interessanti opportunità di investimento di lungo periodo.

Il Dollaro USA contro Euro dovrebbe, infine, rimanere sostenuto fino alle prime avvisaglie di una possibile recessione negli USA.



Maurizio Vitolo
Fondatore e A.D. Consultinvest
Analista e gestore
Consultinvest Asset Management SGR SpA
Modena – Piazza Grande, 33
Milano – Via Camperio, 8



Petrolio: i prezzi rimarranno sostenuti

Lo Scenario di drammatica tensione esplosa nel Medio Oriente è certamente un fattore di tensione sul prezzo del petrolio, come lo è sempre stato. Tuttavia, questa volta, va a sommarsi ad altri e nuovi fattori che crediamo aiuteranno a creare una situazione di prezzi elevati anche a fronte di una crescita economica globale in progressivo rallentamento, con il corollario di doversi aspettare una Inflazione difficile da debellare.

Il primo fattore di sostegno ai prezzi del petrolio è dato dal fatto che il cartello OPEC+ da mesi è riuscito a ritrovare, con una intesa tra Arabia Saudita e Russia, il controllo dell'Offerta. Riyadh ne ha bisogno per evitare che il prezzo, a fronte di una minore domanda dettata dalla flessione della crescita economica globale, ritorni sotto i 70\$ al barile, rendendo difficile il finanziamento di una Spesa Pubblica saudita che negli ultimi anni è diventata ingente. Mosca ha anch'essa bisogno di prezzi elevati per poter finanziare la guerra, compensando l'embargo dei Paesi NATO attraverso vendite scontate a prezzi comunque superiori al proprio elevato costo di produzione.

Il secondo è che ormai le politiche energetiche stanno diventando progressivamente miste, avendo tutti i Paesi rinunciato "obtorto collo" ad escludere del tutto l'utilizzo degli idrocarburi per la produzione di energia, poiché una politica energetica con le sole rinnovabili non è facilmente percorribile e richiederà comunque un enorme consumo energetico non ancora disponibile nelle sole forme rinnovabili.

Il terzo è forse meno noto e riguarda lo stato delle riserve strategiche USA, la Strategic Petroleum Reserve (SPR), gestite dal Tesoro USA con l'intento di rendere gli USA il più possibile schermati da eventi come quelli dello shock petrolifero del '73.

Negli anni che hanno preceduto l'attacco Russo in Ucraina la SPR aveva una dotazione che si aggirava intorno ai 650 Milioni di barili. A fronte della forte impennata del prezzo del petrolio sopra i 100 \$ al barile della primavera 2022 l'Amministrazione Biden ha iniziato a vendere milioni di barili di riserve per calmierare il mercato fino a portarle ad uno stock di 350 Milioni di barili - ovvero il minimo dal 1983. Nel solo 2022 il Tesoro ha venduto sul mercato - realizzando un discreto utile - ben 180 Milioni di barili tratti dal SPR per un ricavo di 17.2 Miliardi di \$, di cui 12.5 sono andati a ridurre un crescente Deficit Federale USA.

Oggi, visto che il contesto geopolitico presenta molti più rischi di un coinvolgimento internazionale per Washington, un così basso livello di scorte strategiche e un approccio di lenta ricostituzione, non sembra costituire la migliore strategia possibile, sebbene gli USA abbiano raggiunto un livello di produzione domestica che assicura loro la quasi autosufficienza: una situazione molto diversa da quella del '73. Per cui il tema della ricostituzione del SPR potrebbe diventare di forte attualità.

Il Congresso USA ha stimato il target minimo di ricostituzione nella regione dei 500 Milioni di barili, ovvero un +40% in più rispetto ai livelli esistenti. Il Presidente Biden aveva lasciato intendere che il SPR sarebbe stato ricostituito con calma e non prima del 2025, attraverso acquisti dosati ogniqualvolta il prezzo si fosse trovato sotto i 70\$ al barile.

Per dare una idea del poco fatto finora, durante l'estate sono stati acquistati solo 6 Milioni di barili per una spesa di soli 450 Milioni \$.

Oggi i soldi rimasti al Tesoro dalle passate vendite – nell'ipotesi in cui non si voglia creare altro Deficit per finanziare gli acquisti – sono solo 4.2 Miliardi di \$, soldi con cui ai prezzi attuali si acquisterebbero circa solo 50 Milioni barili dei 150 Milioni che il Congresso avrebbe identificato per raggiungere il target minimo dei 500 Milioni.

Quindi, da un lato per gli USA si porrà il problema di come finanziare gli acquisti senza gravare sul Deficit Federale: dato il consumo giornaliero USA di 8.9 Mio barili, si potrebbe farlo con un aumento del 13% delle accise sulla benzina che sono oggi pari a 18.4 cents per gallone (*)

Dall'altro e per il resto del Mondo, invece, si porrà il problema di avere sul Mercato un compratore "molto importante" pronto a comprare greggio su qualsiasi significativo ribasso del prezzo.

(*) N.d.R.: un barile equivale a 42 galloni, un gallone è pari a 3.78 litri: da un barile raffinato si ricavano circa 38 galloni (90.4%) di vari combustibili impiegabili per la produzione di energia: 19 Benzina, 12 Diesel, 4 Kerosene, 2 GPL, 1 Olio Combustibile.



Paolo Longeri

*Head of research & portfolio manager
Consultinvest Asset Management SGR SpA
Modena – Piazza Grande, 33
Milano – Via Camperio, 8*



Considerazioni sugli ETF – Parte 2

Dopo avere descritto le caratteristiche distintive degli ETF e i fattori da considerare in caso di utilizzo, questo mese passiamo a descrivere in via semplificata la storia e l'evoluzione del mercato degli ETF.

Gli ETF nascono agli inizi degli anni '90 con State Street che lancia gli Standard & Poor's Depositary Receipts (SPDR o spiders) con l'obiettivo di replicare uno dei principali indici azionari USA. Oggi questo ETF (ticker SPY) è il più grande ETF al mondo con oltre 390 mld \$ di capitalizzazione. Qualche anno dopo entra sul mercato anche Barclays, in collaborazione con MSCI, portando sul mercato iShares, segue poi Vanguard, che era già operativa con i fondi passivi dagli anni '70. In pochi anni, entrano così sul mercato quelle che oggi sono le principali società di gestione di ETF americane.

Inizialmente l'offerta di ETF era rivolta ai principali indici azionari di mercato, partendo da quelli americani, per poi estendersi agli indici sui settori industriali, ai mercati azionari internazionali e a quelli emergenti. Non è un caso che oggi i primi tre ETF per capitalizzazione (oltre 300 mld \$ ognuno, State Street, iShares, Vanguard) siano su S&P 500, seguiti da un ETF sull'intero mercato azionario USA (quasi 300 mld, Vanguard) e da un ETF sul Nasdaq (quasi 200 mld, INVE스코). Negli anni 2000 l'offerta inizia a estendersi agli indici obbligazionari, prima quelli sui governativi, e in seguito anche agli altri segmenti del credito societario: investment grade, high yield, mercati emergenti.

In questa prima fase le società di gestione di ETF erano quasi esclusivamente specializzate sulla gestione passiva, o erano una divisione di un gruppo bancario, e la competizione era principalmente sulla ampiezza della gamma offerta. In parallelo, anche in Europa, nascono e crescono velocemente i principali attori del mercato (Lyxor, Deutsche, UBS).

Visto il successo del mercato, con i patrimoni in gestione in forte crescita ogni anno, cresce l'interesse per la gestione passiva anche da parte dei gestori attivi, con il punto di svolta nel 2009 quando Blackrock, già allora il più grande gestore al mondo, acquisisce iShares da Barclays. Da allora altre società di gestione attiva acquisiscono o creano la propria divisione di gestione passiva, superando così quella barriera che vedeva tradizionalmente separata la gestione passiva da quella attiva.

La prima fase di crescita del mercato degli ETF vede la competizione tra i gestori rivolta a offrire costi sempre più bassi e fondi sempre più grandi e di conseguenza più liquidi in borsa. Oltre una certa soglia però la differenza tra due ETF sullo stesso indice era limitata a 1-2 centesimi di costo e il mercato tendeva a diventare indifferenziato. Per questo la fase successiva è stata caratterizzata dal lancio di prodotti più specializzati, come ad esempio i segmenti di curva obbligazionaria (1-3 anni, 3-5 ecc.), gli indici azionari di singoli paesi, gli indici azionari su small e mid cap. che consentivano all'investitore di prendere posizioni di investimento più mirate.

Il mercato si evolve poi con gli ETF azionari specializzati sui fattori, ovvero su quelle caratteristiche che la ricerca ha identificato come potenziali fonti di sovra rendimento. Nascono così gli indici value, growth, momentum, quality ecc.

Il problema di questi indici è che le regole per identificare uno specifico fattore variano a seconda della società che calcola l'indice o non sono univocamente definite dalla ricerca accademica, per cui gli ETF esposti allo stesso fattore possono avere andamenti molto differenti a seconda dell'indice utilizzato. Dopo una fase iniziale di successo per la novità introdotta, questi ETF hanno perso popolarità e oggi i patrimoni gestiti sono inferiori ad altre categorie di ETF.

In anni più recenti, con l'entrata di numerosi nuovi soggetti sul mercato, la differenziazione si è basata sull'offerta di ETF specializzati, in particolare tematici, tanto che oggi sono disponibili moltissime strategie su settori anche molto specifici o di nicchia. Come per i fondi attivi, è sempre necessario verificare che le società in cui si investe abbiano una sufficiente capitalizzazione/liquidità per evitare iper-valutazioni e che i ricavi/utili siano direttamente legati al tema in oggetto e già presenti, non solo previsti in futuro. Inoltre, anche per i temi più generali (es. acqua, cybersecurity, energie pulite), è necessario analizzare le modalità di costruzione dell'indice, perché ETF con lo stesso obiettivo possono avere risultati molto differenti se utilizzano indici di differenti provider.

Con l'introduzione della normativa SFDR nel 2021 c'è stata l'introduzione da parte di tutti i gestori di ETF di prodotti legati a indici con caratteristiche di sostenibilità. I primi ETF sostenibili applicavano semplici criteri di esclusione, poi in parallelo con l'evoluzione della normativa si è passati ad approcci più selettivi e rigorosi. Al momento c'è però una vastissima offerta di ETF legati a indici di differenti provider con gradi di integrazione dei criteri ESG molto variabili. È quindi necessario attendere un consolidamento delle best practice e della normativa per arrivare ad una offerta organica, oltre che una attenta attività di analisi per identificare gli ETF più adatti a seconda delle esigenze.

Le fasi sopra descritte non sempre sono avvenute nella sequenza utilizzata, ma crediamo che possano rendere l'idea dell'evoluzione dell'offerta. Nella prossima puntata ci occuperemo degli ETF su altre classi di attività e con ulteriori caratteristiche distintive.

Gabriele Montalbetti, CFA
Portfolio Manager
Consultinvest Asset Management SGR SpA
Ufficio Studi
Milano – Via Camperio, 8

