



2023 Dicembre

Market News

**Consultinvest Asset Management
SGR**

Outlook

Il conflitto israelo-palestinese sembra allontanarsi progressivamente dalle prime pagine confortando l'idea che il Mercato ha sempre nutrito: ossia che una escalation militare nella regione sia un evento a bassa probabilità. Potendo mettere da parte questo rischio, allora l'attenzione si focalizza sul fatto che il ciclo economico globale è in una fase di rallentamento non omogeneo, dove gli USA dimostrano di essere una area economica più dinamica rispetto a Europa e alla stessa Cina, e dove ormai anche i tassi di Inflazione headline si stanno muovendo in modo abbastanza veloce verso i target delle Banche Centrali. Quelle Core, invece, nelle sue varie misure potrebbero calare con maggiore difficoltà, anche perché in prospettiva i dati di Inflazione inizieranno a risentire negativamente da effetti di base finora favorevoli: ossia dal calcolo usciranno dal campione annuale diversi aumenti, tra cui quelli energetici occorsi nel corso del IV Trimestre 2022.

Forte di questo rallentamento ciclico e della discesa dell'Inflazione il ciclo di rialzo dei tassi delle Banche Centrali dovrebbe essere ormai terminato e i tempi per i primi ribassi dei tassi di policy – almeno nella visione dei Mercati – iniziare ad avvicinarsi, sebbene le Banche Centrali stiano ancora negando con forza questa possibilità. Quindi si è prospettata in Novembre e rischia di prospettarsi di nuovo per i prossimi mesi una fase dove i Mercati – scommettendo anche su di un atterraggio morbido delle economie (buono per le Obbligazioni ma anche per le Azioni) - credono e spingeranno per incorporare ribassi dei Tassi Ufficiali che vanno a contraddirre la prevalente narrazione di Politica Monetaria delle Banche Centrali che vuole il mantenimento di tassi elevati a lungo per assicurarsi una definitiva stabilizzazione dell'Inflazione e per rendere il più agevole possibile il processo di normalizzazione della riduzione degli Assets a Bilancio.

La prudenza delle Banche Centrali è ovviamente dovuta, visti gli errori del recente passato. Ma i Mercati vanno oltre e ritengono che le stesse - avendo sbagliato nella tempistica di rialzo favorendo una fuga in avanti dell'inflazione - non potranno permettersi il lusso di sbagliare di nuovo non tagliando nei tempi dovuti rischiando di favorire la recessione: il fatto poi che si sia in un anno denso di appuntamenti elettorali (a partire dal più importante negli USA) rende molto viva questa convinzione nel Mercato.

Tutto si giocherà, quindi, sulla dinamica dell'Inflazione Core e della disoccupazione e su come risponderanno le Politiche Fiscali, che difficilmente riusciranno a confermare il livello di espansione degli ultimi anni. Tanto più il rallentamento economico risulterà lineare e l'Inflazione Core si avvicinerà ai target del 2% e tanto più la risposta fiscale diventerà meno espansiva, tanto prima le Banche Centrali riusciranno nel 2024 ad andare incontro ai desiderata del Mercato.

Il nostro Scenario, pur intravedendo un progressivo rallentamento economico a macchia di leopardo, vede delle difficoltà nella compressione dell'Inflazione, vuoi per gli effetti di crescita/rivendicazione salariale (negli USA il mercato del lavoro non è in equilibrio e nell'Europa molto sindacalizzata è possibile che la pressione salariale impieghi mesi prima di scemare), vuoi per la difficoltà del prezzo del Petrolio o delle materie Prime Energetiche di ritornare sui livelli del 2019 (l'Europa ha anche rischi legati agli approvvigionamenti), vuoi per le esigenze imprescindibili di dare corso a Investimenti già decisi nei mesi scorsi da USA ed Europa che sono legati al Climate Change e che assorbiranno ingenti risorse, impedendo un crollo della Domanda Aggregata.

Per questo continuiamo a credere che le Banche Centrali eserciteranno grande prudenza prima di iniziare ad abbassare i tassi di policy.

Sui Mercati Finanziari riteniamo che sia corretto mantenere ancora un approccio bilanciato tra Obbligazioni e Azioni, nonostante le valutazioni di queste ultime siano piuttosto elevate.

La ragione risiede nell'elevato livello di liquidità ancora presente figlio della lunga fase di QE che le Banche Centrali non ci sembra vogliano ridurre se non in modo estremamente lento e che spingeranno gli investitori a ricercare rendimento anche sulle Azioni ricercando un posizionamento basato sia sulla Qualità, ovvero su aziende con quote di mercato difficilmente attaccabili, con poco debito e con una buona redditività, e su alcuni temi considerati strutturali legati all'innovazione informatica, tecnologica e dei materiali e per cui il Mercato Azionario USA rimarrà quello di riferimento e quello preferito.

Sul Mercato Obbligazionario continuiamo a credere che nel breve termine le scadenze più lunghe sulla curva incorporino rendimenti ormai troppo bassi, anticipatori di una imminente recessione che è ancora tutta da dimostrare, per cui sia più conveniente rimanere sulla parte a breve (in area 3 anni di Duration); approfittando poi delle correzioni - che ci aspettiamo di vedere come risultato del braccio di ferro tra Banche Centrali e Mercati sulla traiettoria che dovranno avere i tassi di policy - per allungare le scadenze ed aumentare le esposizioni complessive sulle Obbligazioni riducendo al margine quelle Azionarie.

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



Oro

Anche per il 2024 l'Oro, potendo beneficiare anche dalla fine della pressione al rialzo sui tassi di interesse (che in genere non avvantaggia il prezzo del metallo giallo facendone salire il costo di stoccaggio) continuerà, anche se più lentamente, a rafforzarsi attraendo soprattutto la domanda delle Banche Centrali e di Investitori come i Fondi Sovrani che per le loro Riserve e per i loro accantonamenti strategici stanno diversificando fuori dal Dollaro e dall'Euro (che ha sostanzialmente deluso come alternativa al Dollaro stesso). Un trend, questo, che è iniziato con le nuove tendenze geopolitiche e con la progressiva deglobalizzazione.

Per comprendere meglio come mai l'Oro sia così centrale nei ragionamenti di Asset Allocation strategica di questi player così importanti – ma che dovrebbe anche essere parte del bagaglio culturale anche di tutti gli altri investitori - non si deve mai dimenticare che **l'Oro è l'unico Asset Finanziariamente Liquido che non è mai iscritto al passivo di bilancio di alcuno attore economico e quindi si presenta con le caratteristiche di essere l'unico SuperAsset esistente.**

In quanto SuperAsset, in un mondo geopoliticamente sempre più diviso e instabile, costituisce un insostituibile elemento di diversificazione e difesa del Capitale in termini reali.

Infatti, forse non tutti realizzano e sanno che a) da inizio 1970 ad oggi il prezzo in dollari dell'Oro si è apprezzato del +7.81% annuale (+5770%), ovvero in linea o leggermente superiore rispetto all'apprezzamento dell'Indice Azionario USA S&P 500, il quale escludendo i Dividendi si è apprezzato del +7.5% annuale e che b) nello stesso periodo l'apprezzamento dell'Oro in termini reali è stato del +3.84%.

Se si considera che un Indice come lo S&P 500 ha completamente trasformato la sua composizione in questi ultimi 50 anni, con imprese che allora erano leader del mercato e che oggi non esistono più, essendo fallite o acquisite, la sua performance replicabile in un portafoglio e non quella che rileviamo solo da grafici o tabelle deve essere pensata e spiegata non come un investimento passivo ma al contrario come il frutto di una attività gestionale e non certamente replicabile a costo zero.

L'Oro, invece, quale SuperAsset che per anni può essere lasciato o dimenticato senza alcuna manutenzione, ha dimostrato e sta dimostrando – pur non pagando dividendi - caratteristiche finanziarie molto interessanti, tra cui quella di avere ritorni reali positivi.

Morale: anche per il 2024 (e oltre) l'outlook non può che essere positivo per un SuperAsset che è bene trovi sempre uno spazio in un portafoglio con orizzonti di investimento molto lunghi.

Paolo Longeri

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



Considerazioni sugli ETF – Parte 3

Proseguendo il discorso delle scorse puntate, vediamo altre evoluzioni nell'offerta degli ETF.

Dopo avere coperto i mercati azionari e obbligazionari delle principali aree geografiche, l'offerta si è ampliata anche a molte altre classi di attività come le obbligazioni convertibili, le obbligazioni ibride, gli indici sulle materie prime, la volatilità azionaria o anche strategie bilanciate. Oggi la copertura di mercati e classi di attività delle maggiori case di ETF è pressoché totale, anche se non tutti gli ETF hanno raggiunto dimensioni importanti e/o hanno dei volumi scambiati in borsa rilevanti.

Alcune società hanno poi portato sul mercato alcuni ETF "ibridi", nel senso che applicano in maniera sistematica regole di selezione dei titoli tipiche della gestione attiva, con una frequenza maggiore rispetto ai consueti ribilanciamenti semestrali degli ETF tradizionali. Ad esempio, ogni tre mesi viene calcolato il rapporto prezzo/utili dei titoli di ogni settore, aggiustato per il ciclo economico, e poi viene selezionato il 25% dei titoli con le valutazioni più interessanti. Questo processo replica in parte quello che potrebbe essere fatto da un gestore attivo a un costo tipicamente più basso, per il fatto che viene a mancare la gestione nel continuo di tutti gli eventi societari o di mercato che si potrebbero verificare. È però chiaramente meglio della classica replica passiva di un indice di mercato.

Un ulteriore sviluppo degli ETF è stato quello di utilizzare come sottostanti anche singole valute (dollaro, Yen, sterlina ecc.) o materie prime (petrolio, gas, oro, argento, rame, alluminio, caffè ecc.). Per gli ETF su materie prime è importante verificare se si tratta di replica fisica (il gestore dichiara di detenere fisicamente la materia prima) o di replica sintetica. Nel caso di replica fisica è necessario valutare attentamente quali sono le garanzie offerte dal gestore sulla titolarità specifica e la identificazione precisa del sottostante. Nel caso di replica sintetica è invece necessario verificare i dettagli del derivato sottostante, in particolare quale è o sono i contratti future che sono replicati. Qualche anno fa, infatti, il contratto a più breve scadenza sul petrolio, per un breve periodo e per ragioni prettamente tecniche, ha avuto un prezzo negativo. Gli ETF indicizzati al solo contratto frontale, hanno così perso interamente valore, mentre quelli esposti a più contratti con scadenze diverse hanno comunque mantenuto parte del valore, in quanto le scadenze più lontane non sono mai scese sottozero.

Nel caso delle materie prime e delle valute, è bene precisare che gli strumenti spesso non sono ETF, ma degli ETN, ovvero delle obbligazioni emesse da una società veicolo, il cui prezzo dipende dall'andamento del sottostante. Pur essendo anch'essi trattati in borsa sul mercato degli ETF, possono avere delle implicazioni fiscali e di struttura differenti dagli ETF, che nella maggior parte dei casi sono dei fondi armonizzati (UCITS).

Sul mercato sono presenti anche molti ETF a leva e ETF che consentono di prendere posizioni ribassiste. Nel caso di ETF a leva, si possono trovare comunemente ETF con leva fino a 3 volte il patrimonio, ma anche con leva 5 o addirittura 10. Per questi strumenti ovviamente il rischio e la volatilità sono amplificati: basta un rialzo del 20% per portare a zero un ETF ribassista con leva 5. Infine, è necessario fare attenzione al meccanismo di costruzione della leva, perché a seconda di come sono strutturati, non sempre un movimento di x% viene moltiplicato esattamente in un senso o nell'altro per il valore della leva.

Infine, con il successo degli investimenti tematici si sono sviluppati un numero molto elevato di ETF tematici. In questo caso gli indici spesso sono sviluppati da società di ricerca specializzate che fanno un accurato lavoro di analisi e di mappatura delle società quotate rispetto al tema di investimento. Per i temi più innovativi, infatti, è necessaria una attività di ricerca che richiede competenze specifiche, non sempre presenti nei principali provider di indici. Se la composizione dell'indice viene rivista ad esempio trimestralmente, questi indici si possono avvicinare ad una gestione attiva, pur mantenendo un costo di gestione più basso.

Come abbiamo visto, l'offerta di ETF ha raggiunto una dimensione e una ampiezza molto significativa, ormai ben più complessa rispetto alla semplice replica di un indice di mercato tradizionale. Anche se in apparenza sembrano uno strumento semplice, il loro utilizzo ottimale richiede competenze che spesso i risparmiatori non hanno. Ci sono quindi ampi spazi per offrire una consulenza ad alto valore aggiunto.



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



AVVERTENZE: MARKET NEWS, è una newsletter a cura di Consultinvest A.M. S.G.R. S.p.A., non esprime alcuna indicazione e/o raccomandazione di prodotti o servizi; pertanto, non costituisce in nessun caso un'offerta di vendita o di raccomandazione di prodotti o servizi finanziari d'investimento, ivi inclusa la Consulenza. L'offerta di prodotti e servizi d'investimento è soggetta alla normativa, pro-tempore vigente, che contempla la conoscenza preventiva dei prospetti informativi, altre documentazioni, nonché proposte adeguate al singolo investitore previste esplicitamente ed espressamente nella contrattualistica di settore. MARKET NEWS presenta soltanto dei punti di vista relativi al mercato finanziario. Le informazioni riportate su MARKET NEWS non rappresentano, né possono essere interpretate, come un'offerta o un invito all'acquisto o alla vendita di quote di Fondi Comuni di Investimento, Sicav, ETF o di altri prodotti finanziari eventualmente citati. La pubblicazione è destinata esclusivamente ad avere una finalità informativa. Prima di sottoscrivere un servizio finanziario è indispensabile leggere il prospetto informativo.