



Gennaio

Market News

**Consultinvest Asset Management
SGR**

Outlook

Gli indicatori ciclici globali sono in frenata anche se lasciano ancora rilevanti dubbi sul fatto che il calo ciclico riesca a trasformarsi in una vera recessione.

Infatti l'intensità dell'attività economica sta calando e soffre di aspettative ancora molto negative non solo in Europa – alle prese con il calo dell'Export verso la Cina e con i costi della riconversione negli approvvigionamenti energetici - e in Cina – incapace di rilanciare la sua crescita post Covid - ma anche negli USA - riusciti ad avere una sorprendente fase di forte crescita nei mesi centrali del 2023. Unici dati positivi sono quelli di avere una Spesa Pubblica ancora molto espansiva, ma che probabilmente non potrà essere facilmente mantenuta, e dell'occupazione ancora molto elevata. Ciò sottolinea come il Mondo post-Covid, con i nuovi assetti geopolitici, le necessarie riconversioni energetiche e digitali, possa essere oggetto di importanti mutamenti strutturali.

Tuttavia con il calo ciclico e la stabilizzazione dei prezzi delle Materie Prime l'Inflazione è ritornata su livelli molto più moderati, che se sono ancora superiori ai livelli obiettivo delle Banche Centrali non ne sono lontanissimi. Banche Centrali che hanno ormai portato a termine la fase di rialzo dei tassi di policy per cui possono guardare alla dinamica dell'Inflazione per decidere se mantenere i tassi vicino ai livelli attuali, nel caso di Inflazione resista ad una discesa sotto i valori obiettivo, o se abbassarli, qualora l'Inflazione dovesse proseguire nel suo calo ed abbassarli velocemente nel caso in cui il ciclo economico dovesse trasformarsi in recessione.

Quindi anche per la prima parte del 2024 la dinamica dell'Inflazione detterà legge sui Mercati Finanziari.

Ciò detto i Mercati negli ultimi tre mesi del 2023 hanno corso molto, in modo anche euforico, rendendo l'intero anno molto positivo sia per le Azioni che per le Obbligazioni, andando ad anticipare e scontare molti degli eventi positivi che potremo avere nel corso di questo anno. Notabile è stato il ritorno degli Indici Azionari di USA e Europa verso i massimi storici e quello dei rendimenti ritornati sui valori di fine 2022 o, per l'Euro, anche più bassi.

Infatti i Mercati Finanziari negli ultimi mesi hanno scontato un rientro dell'Inflazione verso gli obiettivi senza una caduta recessiva e Banche Centrali pronte ad iniziare a tagliare i tassi fin dal I trimestre 2024 per poi proseguire alacramente per tutto l'anno. In sostanza hanno dipinto uno "Scenario Perfetto" che lascia ben poco spazio ai Mercati per difendersi dalle possibili notizie negative che potrebbero sempre arrivare. E quindi non deve stupire che l'inizio dell'anno abbia visto una fase di maggiore cautela e di prese di beneficio.

Cautela che ha il suo perché: poiché l'Inflazione potrebbe non riuscire a rientrare al di sotto dei succitati obiettivi. Crediamo infatti che, in assenza di una recessione, il fenomeno Inflazione potrà continuare ad essere alimentato dalle dinamiche di recupero competitivo dei salari e dei redditi reali che si sono compressi negli ultimi 3 anni. Non dobbiamo dimenticare, infatti, che anche con una Inflazione contenuta o ferma l'aumento dei prezzi passati ha definitivamente compresso il livello dei redditi reali di Consumatori, Famiglie e di interni settori di business. In assenza di una recessione – che però i Governi vorranno evitare ad ogni costo in un anno elettorale come questo – per la discesa dell'Inflazione le dinamiche salariali e delle tariffe sui servizi costituiranno ad essere un ostacolo difficile da superare. Ostacolo che diventerà impossibile se le tensioni internazionali creeranno pressione sui prezzi produttivi derivanti dalle restrizioni nello shipping internazionale o dal contenimento dell'offerta di Petrolio da parte del OPEC+ che manterrà elevati i prezzi energetici.

Per questo motivo potrebbe essere sbagliato aspettarsi Banche Centrali molto attive nel ribasso dei tassi di policy nei prossimi mesi e Mercati molto brillanti come quelli di fine 2023. Più facile, invece, pensare ad un inizio di 2024 con Mercati Finanziari incerti e volatili, dove i rendimenti obbligazionari potranno rialzarsi rimangiandosi i guadagni di fine 2023 e le valutazioni di molti titoli azionari potranno sgonfiarsi su livelli in linea con la bassa dinamica economica che ci aspetta.

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



La riforma del Patto di Stabilità EU

Poco prima di Natale i Governi della UE hanno concordato le linee guida che ispireranno la riforma del Patto di Stabilità e Crescita che era stato sospeso con l'arrivo del Covid fino a fine 2023 e hanno dato mandato alla Commissione di negoziare con il Parlamento Europeo la stesura delle regole da inserire in una futura direttiva già nelle settimane di Gennaio.

Questa riforma, come è noto, dovrà guidare le politiche fiscali nazionali nei prossimi anni e disciplinerà i provvedimenti che la Commissione potrà comminare i singoli Paesi che non si adegueranno alle linee guida ricorrendo alle cosiddette Procedure di Infrazione.

Grande enfasi è stata data al fatto che rispetto al precedente Patto quello nuovo perderà quegli automatismi e quelle regole meccanicistiche che lo avevano reso impopolare e impraticabile senza riuscire a produrre sfaceli e per cui quasi mai sono state applicate realmente. Il nuovo Patto vuole risultare aperto alle nuove esigenze di rilancio della crescita economica, tenendo conto delle singole specificità economiche e strutturali dei singoli paesi, ovvero superare la filosofia di un insieme di regole tutte uguali per tutti.

Per questa ragione il nuovo Patto, pur mantenendo l'obiettivo della convergenza macroeconomica e dei conti pubblici dei Paesi Membri, cercherà di realizzarlo in modo più pragmatico e realistico ovvero con un approccio graduale e ragionevole che eviti di compromettere la crescita economica dei singoli Paesi e i loro necessari investimenti che sono stati anche specificatamente evidenziati come quelli i) nei settori strategici di riconversione energetica e di contrasto al cambiamento climatico; ii) necessari al progresso sociale; e iii) al rafforzamento della Difesa dalle potenziali aggressioni esterne (in un chiaro messaggio pro-Nato).

In linea di principio il nuovo Patto, con questa sua grande flessibilità, pare migliorativo anche e soprattutto per Paesi come l'Italia. Ma, come sempre, tutto si giocherà sulle regole di dettaglio che non sono ancora note.

Per il momento però proviamo a illustrare in modo molto semplificato quanto emerge dalle notizie disponibili sull'accordo raggiunto e cerchiamo di trarne una sintesi con i possibili riflessi anche per il nostro Paese.

Il nuovo corso prevede che la Commissione trasmetta, ai Paesi lontani dall'aver un rapporto Debito / PIL sopra il 60% e/o sopra il 3% per il Deficit (che sono diversi tra cui la Germania al 65%, Francia al 109% e Spagna a 111% e non solo l'Italia al 140%), una **Raccomandazione a guisa di "Traiettorie Tecniche" per il percorso di Spesa Netta Strutturale pluriennale** da implementare nei Conti Pubblici dove per la Spesa esisterà un unico indicatore rilevante che escluderà la spesa per interessi, quella per la disoccupazione ciclica e quelle dove sono utilizzati i Fondi dell'Unione, ma anche le Entrate discrezionali. Questa Traiettoria deve essere concepita in modo tale che alla fine del periodo pluriennale il programma di Politica Fiscale garantisca, con una ragionevole probabilità, che la traiettoria del rapporto Debito/PIL sia impostata al rientro verso il limite del 60% e/o quella del rapporto Deficit/PIL sia ritornato stabilmente sotto il 3%.

Si noti che le deviazioni in termini di Spesa Netta Strutturale tra quella indicata nelle Raccomandazioni della Commissione e quella effettiva del Paese saranno progressivamente registrate in un Conto di Controllo.

Come "bonus" al fine di aumentarne la flessibilità operativa (e per agevolare anche la situazione Italiana che se dovesse andare sotto stress metterebbe a rischio la stabilità dell'Euro Zona) ogni Paese Membro potrà chiedere che la scadenza pluriennale venga estesa fino a 7 anni, purché il Paese richiedente abbia attuato un credibile piano di investimenti e di riforme pro-crescita tra cui saranno presi in considerazione anche quelli relativi al PNRR.

Ovviamente la Commissione si assicurerà che la Raccomandazione possa giovare di due Garanzie: quella per cui il Debito debba comunque ridursi in modo sostenibile e quella che il Disavanzo Nominale, qualora non in avanzo o in pareggio, vada a ridursi confortabilmente al di sotto del 3%, il tutto sotto uno stretto controllo contabile esercitato proprio sui valori del **Conto di Controllo**.

Come già in precedenza l'attivazione delle Procedure di Infrazione scattano quando il rapporto Debito / PIL supera il livello del 60% e/o il Disavanzo Nominale non è in pareggio o in avanzo e le **deviazioni annue rispetto al Conto di Controllo risultano di un importo superiore al 0.3% del PIL o quando si cumulano in importi superiori al 0.6% (ossia a mero titolo di esempio: anno 1 al 2.75% del PIL, anno 2 al 2.75%, anno 3 al 1%)**.

Per l'attivazione delle Procedure di Infrazione occorre, come sempre, il parere politico favorevole anche del Consiglio Europeo dei Capi di Stato e quindi la rilevanza della decisione assume un forte valore politico.

Naturalmente il Consiglio e la Commissione prima di far scattare una Procedura di Infrazione per Debito eccessivo si impegnano a fare una valutazione olistica della situazione del Paese, tenendo conto di tutti i fattori che possono aver reso difficile centrare gli obiettivi di Deficit e Debito: tra questi il saranno considerati il punto di partenza del livello di Debito e le sue sfide, l'entità della deviazione rispetto agli obiettivi, il progresso sulle riforme e gli investimenti e (udite udite) anche lo sforzo per l'aumento della spesa militare in un chiaro messaggio volto a non provocare un indiretto colpo al sostegno all'Ucraina e alle future sfide geopolitiche.

Tuttavia scattata la Procedura di Infrazione per Deficit eccessivo verrà richiesta una correzione sul Deficit primario strutturale di almeno lo 0.5% del PIL. La penale da pagare nel caso di un Paese che non rispetta gli impegni è pari al 0.05% del PIL che sarà cumulata fino a che il paese non risulterà in linea con le richieste.

Poiché molti sono i Paesi sono alle prese con livelli di Debito fuori linea rispetto al tetto del 60% e con Deficit ben al di sopra del 3% il Consiglio ha proposto che sia dato vita ad un periodo transitorio di 3 anni (2025, 2026 e 2027) durante il quale il calcolo della spesa in conto interessi non sarà valutata ai fini della Procedura di Infrazione sul Debito (questo potrebbe nel breve salvare l'Italia).

Non vi è dubbio che, per quanto si riesce a capire da queste prime informazioni, il Patto abbia perso molto (ma non tutto) della sua meccanicità e si sia introdotta maggiore discrezionalità politica. Ha perso di meccanicità soprattutto per il rientro sui livelli di Debito, sui cui ormai il vecchio Patto era diventato anacronistico e non fattibile: prova ne sia che anche la Germania si trovi sopra la 60% e si stia rendendo conto che l'obiettivo del 60% di Debito nei prossimi anni o lustri non sarà facilmente attuabile e certamente non conveniente.

Ma al tempo stesso ci pare che il nuovo Patto abbia rafforzato quei meccanismi di controllo e raccomandazione tecnica sulla Spesa Pubblica Netta Strutturale che saranno inviati dalla Commissione ai singoli Governi e che ne condizioneranno la Politica Fiscale in modo rigido. Anche perché la regola del pareggio di bilancio diventerà centrale ed acquisirà forza, soprattutto per i Paesi con Debito sopra il 60%, pena l'attivazione di una Procedura di Infrazione.

Questo ci porta a ritenere che per Paesi come l'Italia, con un Debito molto deviante da tempo e visto nello stesso NADEF di Ottobre arrivare solo al 137% al netto dei sostegni solo nel 2026 e un saldo di Spesa Netta che molto raramente è stato positivo e dove lo stesso NADEF vede il Deficit Programmatico Strutturale rimanere sopra il 3% ancora fino ad oltre il 2026 e quindi alla fine del periodo di esenzione stesso, la tensione "tecnica" con la Commissione su come impostare le leggi di Bilancio sarà per anni molto alta. Al pari di avere una elevata probabilità di richiesta di una Procedura di Infrazione sul Debito (anche considerando il Bonus temporaneo dello scomputo degli Interessi e le potenziali proroghe che si potranno chiedere grazie agli investimenti del PNRR) pur in presenza delle ovvie e tradizionali difficoltà politiche nell'attivarla. Difficoltà che però, questa volta, saranno altamente indebolite dalla mancata approvazione del MES – essendo l'unico Paese a non averlo ratificato – o per la stupida opposizione sulla riforma delle Concessioni balneari e degli ambulanti.

Ciò esporrà il nostro Paese ad una fortissima limitazione nella discrezionalità sulla Spesa Pubblica e ad una pressione mediatica negativa continua sul fronte fiscale qualora dovessimo dimostrarci incapaci di diventare velocemente fiscalmente virtuosi: ovvero se – come molto probabile con gli assetti attuali - il Governo non riuscisse a far rapidamente aumentare le Entrate risolvendo il pluriennale problema della diffusissima evasione fiscale.

Paolo Longeri

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



Considerazioni sugli ETF – Parte 4

L'ultima evoluzione in ordine di tempo degli ETF consiste nella forte crescita nell'offerta di ETF "attivi", soprattutto sul mercato americano.

Negli ultimi mesi, specialmente i tradizionali colossi statunitensi della gestione attiva e/o altre società di gestione che non erano ancora entrate sul mercato degli ETF, hanno introdotto una offerta piuttosto ampia di ETF a gestione attiva. La tendenza è così forte che alcuni gestori statunitensi hanno lanciato le nuove strategie solo in versione ETF attivo e hanno avuto così tanto successo da avere una raccolta che li ha portati a detenere posizioni rilevanti nel mercato degli ETF in tempi molto brevi e a superare la raccolta dei fondi tradizionali. Oggi tutti le principali società di gestione hanno nella propria gamma una offerta di ETF e, a differenza del passato, alcune società stanno cominciando ad avere dei team commerciali integrati, e non più separati, tra fondi tradizionali ed ETF.

Da un lato è una strategia per conquistare quote di mercato in un settore affollato e in forte crescita, dove l'offerta tradizionale di replica dei principali indici di mercato non offre spazi ai nuovi entranti visti i livelli estremamente ridotti delle commissioni di gestione, ma anche gli spazi per indici specializzati o innovativi è molto limitato viste le dimensioni raggiunte dal mercato. Dall'altro lato è una innovazione favorita da motivi fiscali statunitensi, dato che la tassazione per gli ETF è più favorevole rispetto a un equivalente investimento diretto in titoli.

Crediamo anche che ci sia un motivo operativo perché, nonostante gli enormi sviluppi che hanno facilitato di molto gli investimenti in fondi per le società di gestione (piattaforme tipo Allfunds), ad oggi è ancora più semplice dal punto di vista operativo e amministrativo operare su titoli quotati, come gli ETF, che su un fondo di investimento.

La definizione di ETF attivo può sembrare una contraddizione in termini, dato che gli ETF sono nati per replicare in maniera passiva un indice di mercato e dato che anche oggi la quota di mercato degli ETF passivi costituisce la larga maggioranza del mercato. Non esistono però motivi legali o regolamentari per cui un ETF non possa utilizzare una gestione attiva degli investimenti, ma si solito, a seconda delle giurisdizioni, esistono dei requisiti di trasparenza che hanno una maggiore frequenza rispetto a quelli dei fondi di investimento. Per questo motivo in passato molti gestori attivi non hanno utilizzato il veicolo ETF per non essere costretti a diffondere al mercato (e anche ai concorrenti) in tempi rapidi le posizioni dell'ETF.

La definizione di "ETF attivo" raramente però implica che la strategia di gestione sia equivalente alla gestione attiva di un fondo tradizionale. Normalmente si tratta di gestioni attive "vecchio stile", caratterizzate da un numero di titoli piuttosto elevato, che hanno l'obiettivo di un tracking error limitato rispetto al benchmark di riferimento e per questo hanno un obiettivo di superare il benchmark in maniera contenuta. In altri casi si tratta di gestioni che applicano in maniera sistematica criteri di selezione con una certa frequenza, ma con correttivi qualitativi limitati a situazioni particolari o di emergenza. L'innovazione è solitamente basata sul fatto che le strategie vengono applicate a indici più moderni (es. sostenibili o a basse emissioni di CO₂) rispetto a indici come un azionario o obbligazionario globale. A fronte di questa attività limitata i costi di gestione sono inferiori a una gestione attiva, ma superiori agli ETF passivi, non solo a replica degli indici principali, ma anche di indici di stile, fattoriali o tematici. Al momento si tratta quindi di un compromesso tra una gestione passiva a replica sistematica e una gestione attiva interamente discrezionale.

Da quanto illustrato nelle ultime puntate, abbiamo visto che la gamma di soluzioni offerte dal mercato degli ETF/ETN è oggi estremamente ampia e diversificata. I confini tra il mondo degli ETF e dei fondi UCITS tradizionali sono sempre più sfumati e le soluzioni offerte agli investitori e alle società di gestione sono numerosissime e potenzialmente adatte a esigenze molto diverse.

Abbiamo però visto che, pur essendo uno strumento apparentemente semplice, l'ETF può avere una serie di caratteristiche e di peculiarità che ne rendono l'utilizzo non immediato o non adatto a tutti gli investitori.

Anche limitandoci ai semplici ETF a replica fisica dei principali indici, resta sempre necessario avere delle competenze specifiche di asset allocation e di conoscenza dei mercati che portino a modificare le scelte di investimento in funzione delle condizioni di mercato e, potenzialmente, dei mutati obiettivi di investimento o profilo di rischio.

Per questo crediamo che, come per ogni strumento o strategia più gettonata al momento, gli ETF non siano LA risposta adatta a tutte le esigenze di investimento, né che siano il fattore che porterà alla fine del risparmio gestito o della consulenza. Rappresentano invece una utile evoluzione di mercato e costituiscono una opportunità ulteriore a disposizione di gestori e consulenti per offrire un servizio di sempre maggiore qualità e per rispondere alle esigenze dei propri clienti.



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



AVVERTENZE: MARKET NEWS, è una newsletter a cura di Consulinvest 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.