



Aprile

Market News

**Consultinvest Asset Management
SGR**

Outlook

Le indicazioni macroeconomiche mostrano una economia USA robusta e resistente rispetto alla debolezza di quella Europea e, in termini relativi al suo passato, anche a quella Cinese. Inoltre, i dati sembrano promettere che il Giappone sia prossimo ad uscire da un lungo e strutturale periodo di deflazione, come la decisione della Banca Centrale di abbandonare il regime dei tassi negativi confermerebbe. Sul fronte Inflazione i dati hanno, infine, confermato le difficoltà di compressione al ribasso degli Indici verso gli obiettivi delle Banche Centrali. Dato che le Politiche Fiscali sono in predicato di rimanere ancora piuttosto espansive, sia negli USA – a prescindere dal prossimo occupante della Casa Bianca - che in Europa - dove la “novità” potrebbe essere quella della Germania che per uscire dalla sue difficoltà cicliche non potrà facilmente contenere il deficit - il quadro macroeconomico globale va a sostegno di uno Scenario “debolmente stagflattivo”, ossia di crescita reale bassa o nulla e di Inflazione resistente, dove le Politiche Monetarie rimarranno ancora per un po' di tempo caute evitando di correre ad abbassare i tassi, cosa che tuttavia si ritiene molto probabile avverrà in estate.

Se a questi temi si aggiunge che l'innovazione tecnologica in alcuni paesi potrà elevarne la produttività (grandi sono le aspettative sull'intelligenza artificiale e sul suo indotto) e che le iniziative legate al clima e alla digitalizzazione spingeranno a forti investimenti, si prospetta uno Scenario in cui il regime recessivo sarà probabilmente evitato anche in Europa, nonostante la crisi del processo di globalizzazione che ne ha frenato lo sviluppo, dando così luogo ad una crescita reale globalmente modesta ma caratterizzata da una crescita nominale positiva non trascurabile per via del contributo apportato dall'Inflazione resistente. Ciò confermerà una traiettoria che non riporterà i Paesi Sviluppati alle dinamiche di bassa Inflazione strutturale del periodo pre-Covid. Anzi giustificherà livelli strutturali di Inflazione e tassi di interesse di policy naturali più elevati rispetto a quelli di allora.

E, nonostante una crescita reale debole, proprio la persistenza di una liquidità super abbondante – scientemente voluta dalle Banche Centrali per evitare particolari turbolenze nel sistema finanziario - potrebbe continuare a sostenere i Mercati Finanziari, nonostante la

presenza di sacche di valutazioni elevate tra gli Azionari e parti delle curve dei rendimenti obbligazionari governativi non più generose; apendo così la strada a maggiore dispersione nelle performance e ad andamenti piuttosto volatili e ricchi di rotazioni tra titoli e settori per quelli Azionari e con movimenti delle curve dei rendimenti, tra brevi e lunghe scadenze, per quelli Obbligazionari.

Mercati

Crediamo che le Banche Centrali, in assenza di recessione e per timore di non essere ancora riuscite a vincere definitivamente le spinte di Inflazione ancora esistenti, si muoveranno con cautela prima di iniziare ad abbassare i tassi di policy anche se, per ragioni di convenienza politica, potrebbero iniziare a farlo comunque dalla prossima estate. L'allocazione raccomandata, quindi, rimane a favore di una impostazione Bilanciata Azionaria tra Obbligazioni e Azioni (50/50). Allocazione che per l'Azionario predilige strategie che ricerchino la qualità e dividendi stabili in attesa di avere segnali certi sui tempi e modi di quei ribassi dei tassi che spingeranno al rialzo quei titoli penalizzati finora da temi non di moda e quindi con le valutazioni più modeste. Con riguardo all'Obbligazionario riteniamo sia da preferire la ricerca dei rendimenti a breve scadenza piuttosto che quella di rendimenti più bassi delle scadenze più lunghe che già incorporano i futuri ribassi da parte delle Banche Centrali.

Sui mercati Azionari ci aspettiamo molta più rotazione tra titoli e settori – con una minore dominanza dei titoli largamente vincenti del 2023 – e con Finanziari, Energy e Difesa che crediamo abbiano comunque buone potenzialità. Crediamo anche che lo strapotere del mercato Usa risulterà meno accentuato rispetto allo scorso anno e che il Giappone confermerà la sua storia di cambiamento strutturale.

Per l'Obbligazionario Societario riteniamo siano da preferire scadenza intermedie e profili creditizi di bassa qualità sugli Investment Grade e di alta qualità tra gli High Yield e il credito bancario.

Sulle valute pensiamo che il Dollaro possa rimanere in un range tra 1.05 e 1.10 e che al momento non sia conveniente coprirsi dal rischio di cambio.

Maurizio Vitolo

Fondatore e A.D. Consultinvest

Analista e gestore

Consultinvest Asset Management SGR SpA

Modena – Piazza Grande, 33

Milano – Via Camperio, 8



La crisi del ESG

Qualche settimana fa in Giappone, in occasione di una delle periodiche riunioni del Financial Stability Board (il consesso delle principali Autorità e Banche Centrali dei Paesi Sviluppati deputato allo studio e alla prevenzione delle crisi finanziarie) in cui vengono incontrati e ascoltati i principali players finanziari per capire come la regolamentazione viene implementata e quali impatti può avere, pare si sia manifestato il disagio tra alcune delle più grandi banche verso ulteriori rafforzamenti nell'adozione e nell'implementazione delle politiche ESG.

Il disagio deriverebbe dal fatto che per le Banche, soprattutto per quelle globali, il rispetto degli obiettivi ESG di contenimento del surriscaldamento globale fissati nel 2021 alla COP26 di Glasgow – quelli che dovrebbero ricondurre l'attuale traiettoria di aumento che è ben sopra i 2 gradi al di sotto dei 1.5 gradi celsius - da loro stesse sottoscritti con obiettivo di raggiungerli entro il 2050, ora appaiono troppo sfidanti.

Tali obiettivi, infatti, implicherebbero il dover dismettere o interrompere il finanziamento di un numero molto consistente di clienti attivi in importanti industrie e fortemente indebitati con il sistema bancario: industrie come quella del cemento, del carbone, dell'acciaio, dell'auto, del petrolio e del gas e della produzione di energia. L'implementazione di questi obiettivi ESG ora sembrano avere rilevanti implicazioni per la perdita di redditività e la solvibilità delle Banche stesse. La rilevanza dell'esposizione bancaria verso questi settori è stata ben evidenziata dalla BCE che – per le sole Banche Europee - ha stimato che il 15% del loro capitale di rischio sia legato alle fortune di queste industrie.

Ora adottare politiche ESG per una Banca significa dover finanziare progetti o avere come Clienti solo soggetti che a loro volta rispettano le regole ESG. E poiché nel Mondo esistono numerosi settori di attività ancora necessari allo sviluppo economico oltre che molto profittevoli e che ESG proprio non sono, l'interruzione di queste partnership per le Banche significherebbe perdere importanti opportunità di fare business e di guadagnare. Ma anche senza dover guardare a questi settori non green e guardando ad aziende che sono leader e su cui tutti vogliono investire, come quelle che lavorano sui semiconduttori e il Cloud, si scopre che molte di queste sono ancora lontane dall'essersi allineate agli obiettivi di contenimento del surriscaldamento globale.

Purtroppo, gli obiettivi della transizione energetica hanno un enorme bisogno di ingenti risorse finanziarie: si stima che la necessità di finanziamento per una conversione verso un mondo ad emissioni nette zero richiederebbe tra i 5.000 e i 10.000 Miliardi di Dollari all'anno e che questa necessità per essere sostenuta dal sistema bancario e dai privati deve essere anche profittevole. Inoltre, l'abbandono dei progetti non green che arrivano dal passato e che dovrebbero essere abbandonati per allineamento alle politiche ESG – come quelli relativi alla produzione di energia da carbone in molti Paesi Emergenti – implicherebbero costi finanziari molto rilevanti.

Evidentemente la "levata di scudi delle Banche" vista in Giappone, dopo la frenata vista anche nel settore auto verso l'elettrificazione, segnala che siamo arrivati ad un punto in

cui il mondo reale e finanziario non riescono più a stare al passo con le richieste politiche di cambiamento dei modelli di sviluppo e con la regolamentazione che i Governi hanno inteso e intendono promuovere.

Il punto è che la Politica ha scelto di giocare il contrasto al cambiamento climatico con la Finanza, a cui è stato dato il compito di pilotare le attività umane in una direzione sostenibile, invece di definire una **adeguata politica energetica, tecnologica e industriale** che, seguendo indirizzi scientifico-ingegneristici, avrebbe dovuto guidare il cambiamento tecnologico in modo "fisicamente" sostenibile portandosi dietro il sostegno della Finanza.

È stata questa una scelta politica di comodo, quella più facile ed elettoralmente digeribile, ma non per questo quella più efficiente nel lungo periodo per l'Umanità.

Infatti, se in questo modo in poco tempo si è potuto costruire un sistema di informazioni e di trasparenza nelle attività aziendali, forzandole a mappare quelle che sono e quello che dovrebbero essere in termini di ESG sia nel bene che nel male (cosa certamente utile e necessaria), ora dopo alcuni anni questa strategia mostra tutti i suoi limiti. E li mostra proprio nel rendere evidente le difficoltà e l'onerosità del cambiamento: infatti una cosa è capire cosa e dove intervenire, ma ben altra cosa è riuscire a farlo e a farlo anche in modo economico.

E qui si introduce la seconda difficoltà: ossia aver cercato di forzare la Finanza ad abbandonare e sacrificare il suo principio esistenziale di perseguitamento e massimizzazione del profitto sull'altare di un qualcosa (la preservazione del clima) che nell'imminente non ha nulla di economico, anzi ne è l'antitesi.

Infatti, il principio su cui si regge il capitalismo è proprio quello dello sfruttamento delle risorse e la loro anticipazione da futuro al presente che è ben riassunto in uno dei principi cardini della Finanza: ovvero una valutazione basata sull'attualizzazione dei cash flow futuri. Non solo: si è istituzionalizzata anche la confusione tra attenzione al Risparmio (e alla sua redditività) con ben più nobili principi di "mecenatismo climatico" verso cui si costringe l'"Homo Economicus".

E questo modo – politico e contraddittorio - di scegliere la via più facile e di mettere "la Finanza davanti ai buoi" (perdonatemi la licenza) ricorda tanto quanto fatto in Europa con l'Euro: ossia forzare con la Finanza l'adozione della Moneta Unica sperando che con essa arrivi poi anche l'Unione Fiscale. E sappiamo bene come è andata a finire.

Morale: nei prossimi mesi prepariamoci ad assistere ad un generale ripensamento riguardo al Mondo della Finanza ESG così come la conosciamo oggi, anche a prescindere da come andranno le elezioni negli USA.

Paolo Longeri

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



Gli investimenti nell'Economia Reale

Da qualche tempo si sente parlare con una certa frequenza di economia reale e molti asset manager propongono una serie di prodotti dedicati. Di cosa si tratta? Non c'è una definizione univoca, ma normalmente con economia reale si intende quella parte dell'economia legata alla produzione e alla distribuzione di beni e servizi. In altre parole, stiamo parlando delle imprese, delle merci prodotte o dei servizi forniti e di tutti i beni (terreni, immobili, impianti ecc.) necessari per la produzione e la vendita sul mercato. All'estremo opposto c'è l'economia finanziaria, ovvero i mercati finanziari e gli strumenti quotati su di essi che sono utilizzati dagli investitori alla ricerca di un rendimento per i propri risparmi e dalle imprese alla ricerca di capitali per finanziare la propria attività.

Questi due segmenti dell'economia sono strettamente connessi e hanno bisogno uno dell'altro, affinché l'economia si sviluppi e i vari soggetti economici raggiungano i loro obiettivi (generazione di valore e innovazione oppure remunerazione del capitale). Investire in economia reale è quindi possibile tramite un qualunque strumento finanziario quotato sulle borse. In Italia c'è però una peculiarità legata al fatto che la capitalizzazione di borsa delle aziende quotate rappresenta circa il 30% del PIL, mentre nel resto del mondo, Europa compresa, la percentuale è più elevata. Secondo la World Bank, ad esempio, il rapporto è pari a 85% per la Francia, 60% per la Germania, 43% per la Spagna e 100% per il Regno Unito. Questo significa, tra l'altro, che c'è una grande fetta dell'economia italiana che non è quotata in borsa e che è accessibile solo agli investitori che possono investire nei cd. "private markets". Come noto si tratta delle numerose piccole o medie aziende (PMI) che sono la parte principale del tessuto industriale italiano e che spesso rappresentano delle eccellenze a livello internazionale.

Anche se in Italia questo fenomeno è più pronunciato, le PMI in tutto il mondo hanno maggiori difficoltà ad accedere al mercato dei capitali o al sistema bancario per finanziare le proprie attività e per svilupparsi. Molti paesi hanno quindi sviluppato delle iniziative per cercare di mitigare questo problema e favorire la crescita delle PMI, allargando la platea degli investitori. Tuttavia, la normativa pone quasi sempre dei limiti stringenti agli investimenti in società non quotate, a tutela dei risparmiatori individuali, rendendo questo segmento accessibile quasi esclusivamente agli investitori istituzionali o ai risparmiatori con patrimoni elevati e competenze finanziarie adeguate.



Lo strumento più comune per investire sulle PMI è quello dei fondi "private" sia sui titoli azionari (private equity), che sui titoli obbligazionari (private debt). Questi fondi hanno però delle caratteristiche diverse rispetto ai normali fondi di investimento ("UCITS"), perché possono investire anche interamente in titoli non quotati, a differenza dei fondi UCITS dove il limite è solitamente al 10%, e possono derogare in larga misura ai limiti di concentrazione. La minore liquidità dei titoli non quotati comporta che questi fondi sono normalmente chiusi, ovvero sono caratterizzati da un periodo di raccolta, da un periodo di investimento (solitamente qualche anno, spesso 8-10 anni) in cui non è possibile o è molto penalizzante disinvestire, e da un periodo di restituzione del capitale e del rendimento agli investitori. Altra differenza è che il capitale viene richiamato dal fondo a tranches, man mano che vengono fatti gli investimenti e non tutto all'inizio. I fondi private sono quindi indicati per quella parte del capitale che è allocata agli investimenti di lungo periodo e a cui per diversi anni non si può attingere in caso si abbia bisogno di liquidità. Per questi motivi sono utilizzati dagli investitori istituzionali (fondi pensione, banche/assicurazioni per il capitale di proprietà ecc.), dai family office o dagli investitori individuali qualificati.



In Italia da qualche anno sono state introdotte due novità normative (PIR e ELTIF) con l'obiettivo di avvicinare i risparmiatori individuali alle PMI, immettendo sul mercato due strutture "ibride" tra i fondi UCITS e i fondi private che consentono anche ai risparmiatori individuali di accedere (in parte) ai titoli non quotati. Il PIR (Piano Individuale di Risparmio a lungo termine) è un incentivo fiscale dello stato italiano, che consente di azzerare le tasse sui redditi finanziari e di successione, purché l'investimento sia almeno per il 70% in titoli di aziende italiane (o europee con stabile organizzazione in Italia), venga mantenuto per almeno cinque anni e con un limite massimo di 40.000 Euro investiti ogni anno. Del 70%, almeno il 30% deve essere in titoli di aziende non incluse nell'indice FTSE MIB e almeno il 5% in titoli di aziende non incluse nell'indice FTSE Mid Cap, con un limite massimo di 10% per emittente. Si tratta quindi di uno strumento che investe prevalentemente su titoli italiani (azioni e/o obbligazioni) con un minimo del 35% in società di medio piccola capitalizzazione. I PIR sono disponibili in varie forme, sia in fondi UCITS tradizionali a liquidità giornaliera, sia sotto forma di contratti assicurativi, di gestioni patrimoniali o anche di depositi amministrati. I PIR sono quindi uno strumento focalizzato sui titoli italiani, che prevede una soglia minima di investimenti diversi dalle grandi società del FTSE MIB, ma che solitamente non investono in maniera significativa in PMI non quotate e per questo generalmente mantengono una certa liquidità, pur richiedendo un vincolo di detenzione di cinque anni nel veicolo PIR per beneficiare degli incentivi fiscali. Nel 2021 sono stati introdotti i PIR alternativi, che richiedono una quota maggiore di investimenti in PMI. Questo però li porta a essere strutturati come fondi chiusi, utilizzabili solo da una minoranza di investitori, fatto che ne ha determinato finora una minore diffusione rispetto ai PIR ordinari.

L'altro veicolo per favorire gli investimenti in PMI è l'ELTIF (European Long Term Investment Fund) ed è stato introdotto dalla Unione Europea con un regolamento del 2015. Questi fondi devono investire almeno il 70% in imprese non finanziarie con sede nella UE, quotate, con capitalizzazione inferiore a 500 milioni, oppure non quotate, con un limite massimo per impresa del 10%. Questi fondi, purché coerenti con la profilazione MIFID dell'investitore, possono essere utilizzati anche da investitori con un patrimonio inferiore a 500.000 Euro, per un minimo di 10.000 Euro, con un limite massimo del 10% del patrimonio complessivo. Gli ELTIF, per la normativa italiana, offrono incentivi fiscali del tutto simili ai PIR e possono essere contemporaneamente anche PIR alternativi. Per quanto descritto, gli ELTIF hanno la struttura e le caratteristiche di un fondo chiuso, anche se possono prevedere delle finestre di uscita a condizioni predeterminate e/o dei dividendi pagati periodicamente. Si tratta quindi di strumenti più simili a un fondo private, con bassa (o nulla liquidità fino alla scadenza) e lunga durata, ma con dei vantaggi fiscali.

Per completezza, lo stato italiano concede anche degli incentivi fiscali per investimenti in startup e PMI innovative, ma in questo caso si tratta di investimenti diretti in una singola azienda, con caratteristiche del tutto diverse rispetto a un investimento con una maggiore diversificazione come i PIR o gli ELTIF.

Oggi sono disponibili numerose opportunità di accesso ai titoli delle PMI non quotate anche agli investitori individuali con l'opportunità di benefici fiscali entro certe condizioni. Nonostante molti PIR e ELTIF siano a prevalente contenuto azionario, ci sono anche alcuni strumenti con strategie bilanciate o interamente obbligazionarie. Per gli investitori con un profilo MIFID e un patrimonio adeguato sono quindi disponibili diversi profili di rischio/rendimento, caratterizzati da una maggiore o minore liquidità e/o focalizzazione sulle PMI. Per questo tipo di strumenti è quindi necessaria una attenta attività di analisi per verificare se rispondano alle esigenze dell'investitore e per identificare quali siano i più indicati al caso specifico.

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

