



Luglio

Market News

**Consultinvest Asset Management
SGR**

Outlook

I dati macroeconomici hanno confermato che l'economia USA non riesce a crescere in modo forte come nella seconda parte del 2023 e che è in atto una fase di assestamento su livelli di espansione economica più bassi. Anche il mercato del lavoro USA, pur rimanendo storicamente tonico, inizia a mostrare segnali di indebolimento. La crescita, però, rimane ancora a galla grazie ad alcuni settori industriali che stanno investendo molto (soprattutto sulla digitalizzazione e l'IA), riuscendo così a compensare anche un certo rallentamento dei consumi privati. Questo induce a ritenere possibile una crescita un poco più bassa nei prossimi due trimestri, ma non ancora una recessione. In termini di inflazione, anche negli USA i dati palesano indizi di moderazione e raffreddamento sulle componenti più volatili, mentre su quelle dei servizi e delle componenti più core è ancora presto per cantare vittoria. Anzi, a questo si deve aggiungere che, per un puro effetto statistico dato dal fatto che nella seconda parte del 2023 il calo dell'inflazione è stato forte, servirà che i prossimi aumenti mensili dei prezzi siano molto contenuti affinché l'inflazione annua possa continuare a calare verso il 2%. Per questo motivo, la FED rimane molto cauta, e non ha tagliato i tassi a giugno, come invece fatto dalla BCE, e non lo farà neppure a luglio, continuando a veicolare un messaggio di prudenza e di cautela, oltre ad aver rivisto al rialzo le sue aspettative di inflazione per il 2024 e 2025 e avendo indicato che lo spazio per i ribassi dei tassi di policy quest'anno sarà limitato: probabilmente il primo taglio della FED sarà a settembre se si saranno avuti sensibili e sostenibili cali dell'inflazione.

In Europa, le elezioni hanno portato un certo scompiglio e aumentato l'incertezza, limitando così i possibili spazi di una facile ripresa che avrebbero potuto instaurarsi nella seconda parte dell'anno dopo le difficoltà del 2023. Probabilmente le paure politiche in Francia sono state sovrastimate, ma non vi è dubbio che l'assetto politico europeo si è indebolito e le politiche cooperative e di sostegno perderanno sponsor importanti, mentre si tornerà a dibattere intensamente il tema della stabilità dei conti pubblici, in Francia come anche in Italia.

Anche nella zona euro, la dinamica dell'inflazione è e rimarrà l'"osservato speciale" e potrebbe verificarsi che ulteriori cali, vuoi per le ragioni statistiche dette sopra, vuoi per la resistenza dell'inflazione nei servizi e per una dinamica salariale che rimane positiva, richiederanno tempo risultando in un andamento anche altalenante. Il taglio dei tassi BCE di 25bps visto a giugno non crediamo costituisca il segnale d'inizio di una progressiva e veloce fase di ribassi. Crediamo, infatti, che anche la BCE manterrà un approccio prudente e si muoverà solo dopo aver verificato l'andamento calante dell'inflazione: ossia nessuna mossa "proattiva o programmatica".



Nel complesso, quindi, dobbiamo aspettarci un calo ciclico, che di certo non sarà aiutato dall'incertezza politica e geopolitica. Quest'ultima è anche responsabile di far risalire alla ribalta il tema dei dazi commerciali tra USA, Europa e Cina. Un calo ciclico che però non sarà recessione e dove l'"ultimo miglio" del rientro dell'inflazione al 2% sarà difficile e lungo.

Nonostante la prudenza delle banche centrali, però, i mercati vogliono guardare lontano e anticipare che la crescita calerà, come pure l'inflazione, ma che alla fine le banche centrali dovranno abbandonare la cautela e iniziare a tagliare (2 tagli per la FED e la BCE entro fine anno) iniziando in autunno un ciclo di ribassi che proseguirà anche nel 2025.

Il nostro scenario per il 2024 è più cauto sul calo dell'inflazione rispetto a quello del mercato e quindi opta per una allocazione di profilo di rischio medio che abbia un 40% di obbligazioni e un 60% di azioni, recependo una cautela verso l'azionario dettata dalla prudenza che terranno le banche centrali, dalla aumentata incertezza politica (con agosto quella politica USA prenderà il proscenio globale) e da valutazioni dei mercati azionari USA che rimangono molto alte e con performance molto positive concentrate su pochissimi titoli "vincenti".

Tuttavia, proprio l'assenza di imminenti segnali recessivi insieme alla presenza di politiche fiscali ancora espansive e di politiche monetarie che prima o poi prospetteranno futuri ribassi dei tassi di policy, crediamo che si riuscirà ad evitare che i mercati azionari correggano al ribasso in modo violento. L'esperienza di questi ultimi anni dice che una vera correzione per i mercati azionari è oggi possibile solo se, a causa di una sorprendentemente cattiva dinamica dell'inflazione, le banche centrali dovessero cambiare corso optando per una maggiore restrizione; oppure a seguito di un grave incidente geopolitico-militare.

Ciò porta a non ridurre l'esposizione azionaria, bilanciandola tra i temi "Growth" per gli USA - che hanno una valenza strutturale di lungo periodo - e quelli più "Value" per l'Europa - dove le valutazioni sono meno stressate.

Quanto al posizionamento obbligazionario governativo, agli attuali livelli di rendimento - con curve mediamente ben al di sotto dei tassi di policy e che scontano già quanto crediamo sarà concesso nei prossimi mesi dalle banche centrali in tema di ribasso dei tassi di policy - e in assenza di una recessione in arrivo, non crediamo a forti prospettive di redditività e temiamo invece la permanenza di volatilità sulle scadenze più lunghe (anche in ragione del ritorno dei temi sulla stabilizzazione dei conti pubblici europei e USA). Per cui preferiamo le scadenze più brevi con i rendimenti più elevati: ossia quella breve a 3/4 anni per l'euro e media a 5 anni per il dollaro USA.

Sul dollaro, che pur inizia a perdere smalto con la possibilità di vedere un test in area 1.10, riteniamo però che sia presto per l'uscita dal range 1.05 - 1.10 che persiste dalla scorsa estate.

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



Elezioni USA: i probabili effetti di una vittoria di Trump

Proprio mentre stiamo ancora "digerendo" gli esiti delle elezioni in Europa, inizia a surriscaldarsi il clima di quelle negli USA. Il dibattito presidenziale di giugno, quello in cui Biden non è stato certamente all'altezza delle sue aspettative e di quelle del suo partito, ha spalancato le porte a un'elevata probabilità di vittoria del suo avversario Trump.

La decisione di Biden di passare la mano alla Vice Presidente, Kamala Harris probabile candidata ufficiale al 99%, era prevedibile ma troppo recente per formulare delle ipotesi fondate sulle diverse conseguenze di una sua elezione.

Ma che cosa potrebbe voler dire per i mercati una vittoria di Trump? Per rispondere oggi a questa domanda bisogna ovviamente prendere per buono quanto della sua agenda politica è finora noto, premettendo altresì che Trump in passato si è spesso dimostrato molto ondivago e amante delle sorprese e degli improvvisi cambi di rotta, non preparati diplomaticamente o politicamente.

Ora, sulla base di quanto esternato finora da Trump, pare molto probabile che una sua eventuale vittoria risulti in uno scenario USA più inflazionistico e forse anche più "stagflattivo".



Mercato Obbligazionario. L'intenzione di confermare gli sconti di imposta da lui varati nel 2017 (e magari aumentarli), finanziati con i dazi commerciali, è una ricetta certa per impedire il contenimento di un debito e di un deficit pubblico federale USA che sono già su una traiettoria non disciplinata e tantomeno virtuosa. Inoltre, la non nascosta ostilità di Trump verso Powell e la gestione della Fed lascia temere crescenti pressioni politiche verso la banca centrale USA, rendendo potenzialmente meno attuabili politiche monetarie restrittive non popolari.

I dazi commerciali anti-Cina e anche anti-Europa, che verrebbero rafforzati, e le politiche anti-immigrazione dovrebbero assicurare una rinnovata pressione inflazionistica, ovvero impedire un facile rientro al di sotto del 2% nei prossimi anni e potrebbero danneggiare nella prima fase – ossia prima che le imprese adottino le necessarie contromisure – il ciclo economico USA limitandone la capacità di finanziare il debito.

Se così dovesse essere, i rendimenti governativi USA a lunga scadenza, che già oggi non incorporano alcun premio al rischio legato al deficit e al debito divergenti, dovrebbero salire incorporando minore crescita ma anche maggiore inflazione, oltre a una scarsa disciplina verso gli equilibri di bilancio: tornerebbe così a salire il cosiddetto "Term Premium" sulle obbligazioni governative generando curve più ripide.

Mercati Azionari. La proroga del taglio delle tasse sul capital gain e sulle eredità sarebbe sicuramente ben accolta dai mercati, così come le politiche di potenziamento infrastrutturale e di re-shoring che sono state avviate da Biden e che non saranno modificate. Ma questi non sarebbero gli unici effetti delle misure che Trump sta promettendo. Si dovranno, infatti, valutare i possibili effetti di alterazione dell'offerta e di limitazione del commercio internazionale che risulteranno da una rinnovata politica protezionistica USA che vedrebbe tariffe applicate su qualsiasi cosa entrerà negli Stati Uniti, soprattutto se provenienti dalla Cina. Per cui incontreranno difficoltà coloro che sono molto esposti al commercio con la Cina (visto che si è parlato di dazi dal 60 al 100% e che Pechino non mancherà di replicare con le sue restrizioni commerciali) ma anche con l'Europa e alcuni paesi emergenti. Inoltre, la spinta verso una maggiore deregolamentazione che è al centro dell'agenda Trump dovrebbe favorire maggiormente alcuni settori, tra cui i principali sono quelli legati all'energia tradizionale, alle materie prime e al settore immobiliare, penalizzando quelle industrie che hanno puntato sulla mobilità elettrica sfruttando sussidi statali per l'acquisto dei veicoli elettrici che Trump vuole abolire.

Così come una vittoria di Trump dovrebbe allontanare di nuovo gli USA dalla collaborazione sulle politiche di cooperazione internazionali che riguardano la lotta al cambiamento climatico e la difesa (NATO e Iran), approfittando anche di un ritorno di debolezza e confusione politica in Europa.

In sostanza, Trump sembra poter promettere, di nuovo, l'isolazionismo e il protezionismo USA, i cui effetti potrebbero risultare in un dollaro che rimane forte insieme con l'oro e in un'inflazione persistente accompagnata da una crescita economica reale modesta.

Paolo Longeri

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



La classificazione degli investimenti tematici

Gli investimenti tematici hanno cominciato a riscuotere un buon successo commerciale una ventina di anni fa, con i fondi sull'uso responsabile dell'acqua. Oggi sono diventati una parte importante sia dell'offerta di molti asset manager che dei portafogli di molti investitori. Queste strategie di investimento sono offerte sia in versioni attive che passive, con queste ultime in costante crescita e che costituiscono circa il 14% dell'offerta in Europa, secondo il rapporto di WisdomTree su dati Morningstar. Il totale degli investimenti tematici in veicoli europei è pari a circa 280 miliardi di euro a maggio 2024.

Per investimento tematico si intende una strategia di investimento che sfrutta le opportunità di crescita delle aziende operanti nei settori in cui sono in corso cambiamenti strutturali destinati a modificare gli stili di vita o le modalità di consumo nella società. Ad esempio, internet, cambiamento climatico, invecchiamento della popolazione, sicurezza informatica, ecc. Gli investimenti tematici si differenziano dagli investimenti settoriali perché solitamente sono rivolti solo a una parte limitata di aziende dello stesso settore, oppure perché interessano aziende appartenenti a diversi settori. Per sua natura, ogni cambiamento strutturale parte come un'idea innovativa, ma con poche applicazioni commerciali che producono utili, per poi evolvere, se ha successo, in qualcosa che diventa di uso comune (come ad es. la telefonia cellulare o internet). Dopo la fase di maturità, spesso si possono aprire nuove fasi per segmenti specializzati che discendono da quello originario (es. cloud computing, gaming ed entertainment, ecc.).

A fronte di un'offerta molto articolata, spesso di prodotti con nomi accattivanti, esiste il rischio di non essere in grado di costruire un portafoglio organico e adeguato alle proprie esigenze. Per questo è necessario definire una classificazione ragionata dell'offerta, che però, come spesso accade in finanza, non ha uno standard riconosciuto vista la complessità e l'eterogeneità dell'offerta.

Una classificazione che sembra avere un certo riconoscimento è quella di WisdomTree, una società di ETF che ha anche un'ampia gamma di strategie tematiche. Partendo dai report prodotti da diversi organismi internazionali e da società di ricerca, i numerosi megatrend identificati sono stati classificati in quattro macroaree di cambiamento: tecnologia, demografia, ambiente e geopolitica. Ogni area è poi suddivisa a sua volta in alcuni temi più specifici (35 temi di dettaglio).

L'area della tecnologia è quella più facilmente identificabile e si suddivide in tecnologie innovative (es. intelligenza artificiale, robotica, nanotecnologie) e digitalizzazione e interconnettività (es. cloud computing, cybersicurezza, fintech). L'altro tema molto importante è quello ambientale che comprende la lotta al cambiamento climatico e la sostenibilità (es. mobilità sostenibile, energie rinnovabili) e la scarsità delle risorse (es. agricoltura sostenibile, estrazione e gestione delle risorse naturali). La demografia comprende sia i cambiamenti legati alla suddivisione per fasce di età (es. invecchiamento della popolazione, gen. Z), sia i cambiamenti nei valori e negli stili di vita (es. aumento della classe media nei paesi emergenti, wellness). Infine, la geopolitica include i temi legati alla globalizzazione e al mondo multipolare.

In aggiunta ai quattro temi principali, c'è la categoria trasversale che include le strategie più ampie che spaziano tra uno o più megatrend. In termini di volumi gestiti, il tema più rappresentato è quello ambientale (85 miliardi), seguito a poca distanza dalla tecnologia (76 miliardi), poi dalle strategie multi-tematiche (54 miliardi), e a grande distanza dai temi demografici (20 miliardi) e geopolitici (2 miliardi). I flussi hanno avuto un picco nel 2020 e nel 2021 (130 miliardi di raccolta), per poi stabilizzarsi nel 2022 e calare nel 2023 e a inizio 2024 (circa 10 miliardi di deflussi per anno).

Lo studio di WisdomTree evidenzia anche un aspetto molto importante, ovvero la dispersione molto elevata dei rendimenti, non solo tra i 35 megatrend di dettaglio, ma anche all'interno del singolo megatrend. Questo fenomeno è molto più ampio di quello che si verifica tra i fondi di una stessa categoria tradizionale, ed è dovuto ai modi molto diversi con cui i vari gestori identificano le aziende che operano su quel megatrend e selezionano quelle più interessanti. Ci sono gestori che ricercano la "purezza" del tema e quindi identificano solo le aziende il cui fatturato è in larga parte direttamente legato al tema in oggetto. Per questo possono avere posizioni concentrate, in aziende a minore capitalizzazione e con una storia piuttosto limitata, ma di forte crescita. Altri gestori, specialmente quelli con i fondi di maggiori dimensioni, hanno definizioni che consentono maggiori gradi di libertà e si orientano su società a maggiore capitalizzazione e più mature.

Una seconda classificazione che tenta di mettere ordine tra i megatrend è quella di Morningstar che identifica i macro-temi della tecnologia, del mondo fisico (risorse naturali ed energia), dei temi sociali e geopolitici, oltre alle strategie multi-tematiche. Ogni tema è a sua volta suddiviso in una classificazione di dettaglio, con un livello intermedio di circa 30 categorie, e un ulteriore livello di dettaglio molto specifico di un centinaio di megatrend.

Per i motivi che abbiamo evidenziato, è quindi difficile per gli investitori orientarsi nell'offerta delle strategie tematiche. C'è il rischio di lasciarsi affascinare dal tema del momento e di costruire un portafoglio senza una logica generale. Oppure di indirizzarsi verso strategie tematiche più ampie o su più temi, che possono diluire le opportunità di crescita e tendere ad assomigliare a strategie tradizionali. Vista l'importanza di questo tipo di strategie nell'offerta delle società di gestione, anche questo è uno degli spazi in cui è possibile fornire una consulenza di qualità, utilizzando le risorse di analisi a disposizione dei consulenti.

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

