



# Agosto

## Market News

**Consultinvest Asset Management  
SGR**

### Outlook

Sono solo due le vere novità nel nostro Scenario.

La prima – che deriva dalla conferma di una normalizzazione della crescita USA verso i livelli di espansione pre-Covid e la stabilizzazione su bassi livelli per quella Europea – è che ora le Banche Centrali, dalla FED alla BCE, sono molto più predisposte a tagliare i tassi rispetto a quanto lo potevano essere solo qualche mese fa. Ciò poiché i rischi di una ripresa dell’Inflazione sono diventati, nel loro complesso, meno rilevanti rispetto a quelli di un rallentamento economico indotto da tassi di policy reali troppo alti.

Rischi di un rallentamento economico che – dopo mesi – sono riusciti ad insinuarsi nelle narrative del Mercato a seguito di una serie di notizie e di dati che - complice la bassa liquidità estiva - hanno portato scompiglio: con Mercati Azionari in forte calo e con un poderoso rally di quelli Obbligazionari verso cui si è cercato rifugio. Dati e notizie dove in primis collociamo quella di una Politica Monetaria giapponese sempre più guidata verso la normalizzazione che implica uno Yen meno debole e che a sua volta determina la chiusura di colossali posizioni che per anni hanno usato lo Yen come valuta di finanziamento per gli investimenti speculativi: chiusura di posizioni in grado di provocare un piccolo terremoto nei Mercati Azionari. Terremoto capace di trovare maggior forza grazie a notizie societarie dal mondo del Tech – dove nell’ultimo anno si sono annidati i maggiori guadagni – che hanno iniziato a mostrare il limite di scenari di una continua espansione e dove l’Intelligenza Artificiale impiegherà tempo per essere adottata in modo economicamente produttivo e quindi non sarà immediatamente in grado di ripagare gli ingenti investimenti necessari per applicarla e svilupparla. Da ultima la notizia di un mercato del lavoro USA che si starebbe normalizzando, nel senso che la forza lavoro in continuo aumento grazie all’immigrazione non riesce più a trovare sufficienti sbocchi occupazionali, confermando un trend rialzista nel tasso di disoccupazione che è ritornato ai livelli del 2017 (4.3%).

Questa miscela di posizionamento del Mercato e di evoluzione economica e di policy è così riuscita a riportare alla ribalta il rischio di un rallentamento economico e al limite di una prossima recessione, rendendo più facile alle Banche Centrali spostare l'ago della bilancia verso un approccio meno restrittivo anche e solo per calmierare i Mercati. Infatti le Banche Centrali, pur volendo esercitare grande prudenza dopo gli errori sull'Inflazione commessi nel 2021 e nel 2022 e riconoscendo che alcune componenti costitutive dell'Inflazione saranno difficili da contenere per cui potremo avere tassi di Inflazione che calano poco o che non calano del tutto, hanno ora più margine per trovare la forza e il coraggio di abbassare i tassi di policy in Settembre e abbassarne il livello reale allineandoli verso le aspettative dei Mercati, aiutando così la Domanda per i Consumi a riprendersi dopo i rallentamenti degli ultimi mesi. Anche perché, oggettivamente, se anche l'Inflazione dovesse rimanere tra il 2,5% ed il 3% nei prossimi mesi (molto probabile), non avrebbe molto senso tenere i tassi allo stesso livello dello scorso anno quando l'inflazione era sopra il 6%.

Così le prossime settimane di agosto e soprattutto durante il convegno di Jackson Hole di fine agosto in Wyoming, dove ospiti della FED si riuniranno tutte i Banchieri Centrali, si potrebbe avere l'occasione propizia per preparare i futuri tagli; un taglio che per la FED sarebbe il primo. Con un taglio dei tassi FED a settembre, anche la BCE potrebbe trovare modo di tagliare ancora 1 o 2 volte prima della fine dell'anno senza che l'euro si apprezzi troppo in modo da evitare che si riduca la crescita economica trainata dall'Export.

Il vero tema, così, non è più se le Banche Centrali taglieranno nei prossimi mesi, ma fino a che punto e con che velocità vorranno abbassarli nel 2025. E molto dipenderà anche dal risultato delle Elezioni Presidenziali USA.



La seconda novità riguarda proprio quest'ultimo argomento ed è il ritiro della candidatura presidenziale di Joe Biden e il passaggio di testimone al Suo Vice Kamala Harris. Con Biden fuori gara, dopo un confronto televisivo con Trump a fine giugno che lo aveva fatto apparire decisamente sconfitto e aveva portato i sondaggi in netto favore dei Repubblicani anche per una vittoria del Congresso, e con il passaggio a Harris l'incertezza sul risultato finale delle Elezioni Presidenziali è tornata a salire con decisione, proponendo ora uno scenario di maggiore equilibrio e in cui tutti i risultati sono ancora possibili.

Questo porta i Mercati a focalizzarsi per le prossime settimane non più sui possibili e imprevedibili risvolti di un esito elettorale molto incerto, ma solo sui dati economici: ossia ciclo economico, Inflazione, risposte di Politica Monetaria e risultati societari.

Posto che crediamo che le paure recessive siano per ora infondate e che quello a cui stiamo assistendo sia una fase di rallentamento e di normalizzazione ciclica su livelli di crescita moderata, pensiamo che la politica Monetaria darà a partire da settembre un maggior sostegno, con allentamenti che però non crediamo saranno così estremi come scontano oggi i Mercati. Dei risultati societari, invece, si può dire che finora non sono stati particolarmente brillanti, nonostante aspettative poco esigenti, e stanno instillando il dubbio che i guadagni di produttività attesi dal contributo dell'Intelligenza Artificiale sono ancora lontani da realizzarsi.

Ciò porterà una parte degli investitori – quelli presi alla sprovvista dalla volatilità di inizio agosto - a mantenersi prudenti, anche in ragione di settimane sempre più illiquidate. Prudenza soprattutto verso le valutazioni dei titoli tecnologici USA e dei Consumi Discrezionali in Europa, che di fatto hanno trascinato i listini negli ultimi 12 mesi, cercando rifugio verso quelli – come le Small Cap che - sono state trascurate e che in caso di ribasso dei tassi dovrebbero avere vita più facile per riprendersi. Per quelli che invece hanno evitato il brutto colpo di inizio agosto si possono aprire interessanti occasioni di acquisto di lungo termine.

L'Allocazione raccomandata per noi è allora quella che si caratterizza per una certa prudenza verso l'Esposizione Azionaria (60%), anche se trattasi di una prudenza non eccessiva poiché non si intravedono segnali di una recessione in arrivo nei prossimi 6 mesi, e una Esposizione Obbligazionaria (40%) ancora incentrata sulle parti di curva a breve e media scadenza, in quanto le scadenze lunghe, soprattutto dopo il poderoso rally di inizio Agosto, non remunerano a sufficienza le future difficoltà di finanziamento dei Deficit Pubblici - sia negli USA che in Europa – e incorporando forti e concentrati ribassi dei tassi di policy delle Banche Centrali in poco tempo per paura di una recessione non remunerano a sufficienza il rischio che, invece, noi intravediamo ossia di una non recessione e di una difficile compressione dell'Inflazione al di sotto del 2%.

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



## Il settore auto in Europa

Questo Settore sta affrontando da alcuni mesi una situazione sempre più complicata.

Sebbene negli ultimi 5 anni – passata la crisi del cd “diesel gate” - i titoli del settore Auto (ad es. quelli dell’Europe Stoxx 600 Auto) abbiano nel complesso registrato una performance analoga a quella dell’Indice nella sua interezza (+53.6% Auto Vs +53.5% Indice), da inizio anno le sorti dei due Indici si sono separate: +0.93% Auto ma +9.71% l’Indice; ossia su base annua una differenza di oltre 16 punti percentuali.

Queste difficoltà si riflettono anche in termini di valutazione: l’Indice Auto ha un Prezzo / Utili molto depresso di 6 e un Prezzo / Valore di Libro di 0.73; rispetto rispettivamente ai 14.3 e 2.1 per l’Indice nel suo complesso.

Ma in effetti queste valutazioni molto scontate riflettono sfide che per il settore auto europeo, e non solo, sono molto grandi.

Il passaggio all’elettrico, sostenuto e sospinto in modo aggressivo dalle leggi Europee e dalla Politica Fiscale che lo ha anche sussidiato, ha portato negli ultimi 4 anni al cambio nei modelli produttivi e a grandi investimenti con una scommessa sulla riconversione dal motore a combustione che oggi risulta offuscata da due ordini di problemi. Il primo è che la Domanda per l’auto elettrica da parte dei Consumatori non tira, lamentando i costi eccessivi delle auto e la mancanza di una infrastruttura di ricarica adeguata. Prova ne sia che anche il campione mondiale dell’Auto Elettrica, Tesla, da tempo fatica a mantenere la redditività iniziale e subisce volumi di vendita che non decollano neppure negli USA costringendola ormai a puntare tutto per il rilancio aziendale su taxi a guida autonoma e Intelligenza Artificiale.



Il secondo è che le auto più a buon mercato e quelle più "abbondanti" sono quelle cinesi, anche grazie al sostegno governativo simile a quello dato all'immobiliare negli anni passati. Auto cinesi che sono però proprio quelle che la EU e gli USA vogliono bloccare con i dazi costringendo la Cina a trovare delle soluzioni per aggirarli e produrle in Europa.

Non è quindi un caso che i produttori di auto a questo punto vogliano e siano costretti a giocare su più tavoli.

Da un lato si aggrappano al contributo economico portato ai loro bilanci dalle vendite del vecchio motore a combustione (75% delle vendite nel 2023) richiedendo anche un sostegno politico per rendere la legislazione green più tollerante nei tempi di adozione e per più investimenti in infrastrutture: ossia la creazione di una rete elettrica più potente e il sostegno ad una di ricarica più capillare. Dall'altro i produttori Europei cercano alleanze con quelli cinesi per una produzione europea che in un regime di dazi compendi i due differenti interessi.

Tuttavia, il futuro dell'Auto sostenibile, **in assenza di un deciso salto tecnologico**, rimarrà condizionato nei prossimi anni dal problema di una Domanda poco dinamica e confusa dal cambio tecnologico rischiando di mantenere bassa quella marginalità che i produttori europei hanno sempre cercato di contrastare solo con volumi elevati.

Per risolvere il problema della Domanda ci vorrà tempo: quello necessario per consentire un costoso adeguamento infrastrutturale che non tutti gli Stati saranno in grado di finanziare e quello necessario per un cambio "culturale" nel Consumatore. Due modifiche che in alcune regioni potrebbe voler dire aspettare anni.

Il secondo, ovvero il problema della bassa marginalità dei produttori che riduce gli spazi per finanziare nuovi investimenti, invece, passa da una più semplice soluzione: il ridimensionamento della produzione con la concentrazione produttiva su pochi stabilimenti e pochi modelli (un trend che tra concentrazione tra Gruppi e riduzione delle gamme prodotto è già in atto).

E allora, forse, dobbiamo prepararci ad un futuro vicino con meno auto e meno varietà, ma non necessariamente meno costose. E tale futuro crediamo possa essere compatibile con quello che vede la mobilità "spostarsi" verso una mobilità "condivisa". Poche auto di proprietà che cattureranno la domanda di beni di lusso, il resto elettrica ed autonoma che trasformeranno il mass market dell'auto da "bene" a "servizio".

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



## Le nuove regole sui nomi dei fondi sostenibili

Nel 2022, l'ESMA (l'autorità dell'UE di controllo sui mercati finanziari, ovvero l'ente che supervisiona e coordina tutte le autorità nazionali, come la CONSOB) ha promosso una consultazione per definire dei principi sull'utilizzo dei nomi legati alla sostenibilità nei prodotti finanziari.

Una simile consultazione era stata fatta in passato per i fondi monetari e di liquidità, quando si era visto che nomi simili potevano indicare strategie di investimento molto diverse tra loro o che i margini di interpretazione erano molto ampi. Analogamente, nel campo della sostenibilità, la normativa SFDR tuttora lascia parecchia libertà ai gestori nell'interpretazione del processo di investimento e più o meno totale libertà nella denominazione dei fondi. Per questo spesso si trovano nomi accattivanti che però non sono del tutto in linea con la strategia di investimento. Da qui la necessità di mettere ordine e definire dei principi per offrire una maggiore chiarezza e trasparenza agli investitori.

Dopo due anni di lavoro e di consultazione con i partecipanti al mercato, l'ESMA, lo scorso maggio, ha pubblicato un documento che definisce questi principi ([https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-05/ESMA34-472-440\\_Final\\_Report\\_Guidelines\\_on\\_funds\\_names.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-05/ESMA34-472-440_Final_Report_Guidelines_on_funds_names.pdf)).

In primo luogo, il report definisce sei categorie di nomi e relativi termini associati: transizione (miglioramento, evoluzione, net-zero ecc.), ambiente (green, clima, ESG, SRI ecc.), sociale (parità di genere, uguaglianza ecc.), governance, impatto, sostenibilità. Può sembrare una cosa da poco, ma essere riusciti a raggiungere un compromesso tra tutti i partecipanti al mercato e aver definito un minimo di termini comuni è un risultato molto significativo (così come, ad esempio, la tassonomia delle attività sostenibili).

I fondi con un nome relativo a transizione, sociale o governance dovranno avere un minimo di 80% di investimenti connessi al nome, che dovranno essere rendicontati secondo i regolamenti tecnici della SFDR. Inoltre, le società in cui investiranno dovranno essere conformi alle esclusioni degli indici Climate Transition Benchmark, cioè non potranno investire in società che producono armi controverse, tabacco o che sono in violazione del Global Compact delle Nazioni Unite (diritti dei lavoratori, lavoro minorile, pagamento di tangenti ecc.).

I fondi con un nome relativo a impatto o ambiente, in aggiunta, dovranno essere conformi alle esclusioni degli indici Paris Aligned, cioè non potranno investire in società che hanno ricavi superiori a determinate soglie legati a carbone, petrolio, gas naturale o che producono energia con emissioni di CO<sub>2</sub> elevate.

Infine, i fondi con un nome relativo alla sostenibilità, in aggiunta, dovranno investire in modo significativo in attività sostenibili secondo le definizioni della normativa SFDR. ESMA non ha quantificato il termine "significativo", lasciando qualche margine di interpretazione che verrà chiarito con l'attività di supervisione e ispezione dei partecipanti al mercato.

Per quanto riguarda i nomi con "transizione" e "impatto", gli investimenti dovranno evidenziare un percorso virtuoso di riduzione degli indicatori considerati e dovranno avere un obiettivo misurabile di impatto sociale o ambientale, in parallelo a un adeguato rendimento finanziario.

In questo momento il documento finale dell'ESMA è in corso di traduzione nelle lingue dei paesi membri e entrerà in vigore tre mesi dopo la pubblicazione delle varie traduzioni sul sito ESMA. A quel punto i fondi preesistenti avranno sei mesi per adeguarsi ai nuovi principi.

Quale sarà l'impatto di questi cambiamenti? A giugno è stata pubblicata una interessante ricerca di MSCI (<https://www.msci.com/www/blog-posts/identity-check-esma-s-new-name/04686011588>) che ha analizzato circa 14.000 fondi art. 8 o 9 SFDR con circa 6 tln di Euro di patrimonio che hanno un nome che fa riferimento a fattori ESG o alla sostenibilità. Il 32% di questi fondi, con circa 2 tln di Euro di patrimonio, potrebbe dover rivedere il proprio nome o adeguare il portafoglio di investimento per essere conforme alle nuove regole (25% dei fondi art. 8 e 74% dei fondi art. 9). Questi fondi sono in grande maggioranza fondi legati all'ambiente (1,2 tln) e alla sostenibilità (500 bln), con patrimoni molto bassi in fondi a impatto o legati alla governance.

Per quanto riguarda i fondi sostenibili, MSCI osserva che il 70% dei fondi art. 9 riporta una percentuale di investimenti sostenibili superiore all'80%, mentre i numeri sono molto più bassi per i fondi art. 8. Anche in questo caso ci potrebbero essere degli impatti rilevanti, a seconda di come ESMA tradurrà in numero il termine "significativo". Altro punto che potrebbe avere un impatto notevole è se la soglia di significatività sarà la stessa per i fondi art. 8 e art. 9.



Per quanto riguarda le esclusioni, circa il 30% dei fondi può essere impattato dalle nuove norme. Questi fondi si troveranno di fronte alla scelta di cambiare nome o di disinvestire dalle società con ricavi legati a gas e petrolio. MSCI ritiene però che la maggior parte di questi fondi già oggi adotta queste esclusioni e quindi non ci dovrebbero essere, a livello aggregato, grandi cambiamenti.

Le nuove regole ESMA sui nomi dei fondi sembrano essere un ulteriore passo nella giusta direzione e un buon compromesso tra le esigenze di tutti i partecipanti al mercato. La sostenibilità è un tema che è entrato in modo dirompente sui mercati solo qualche anno fa e che per sua natura è per molti aspetti qualitativo. Era molto importante partire con la regolamentazione e incentivare i mercati finanziari a convogliare i capitali verso le imprese più virtuose, considerato il piano strategico della scorsa commissione UE e gli evidenti cambiamenti climatici in atto. Come tutte le cose nuove, le prime decisioni non sempre si rivelano le più adeguate, e sono necessari degli adeguamenti negli anni successivi. Nello stesso tempo, le metodologie di investimento e di analisi si stanno sviluppando e consolidando. Per questo crediamo che iniziative di questo tipo possano contribuire a fare chiarezza per gli investitori, ma anche aiutare i partecipanti al mercato a costruire un'offerta articolata. Dopo qualche anno, è chiaro che la sostenibilità, pur raggruppando molti aspetti spesso non facilmente distinguibili tra di loro, è un tema complesso, caratterizzato da differenti necessità o obiettivi, per i quali un mercato finanziario più maturo deve essere in grado di offrire adeguate soluzioni.

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

