



Settembre

Market News

**Consultinvest Asset Management
SGR**

Outlook

Ormai ci siamo: a settembre – il 18 – anche la Fed inizierà la campagna di tagli dei tassi di interesse che il mercato ormai anela da mesi, aggiungendosi a quella delle Banche inglesi, canadesi, europee, cinesi e svizzere (solo per citare le più rilevanti).

Superata la paura di poter commettere nuovi errori nell'interpretare la dinamica dell'inflazione, la Fed di Powell taglierà almeno di 25 punti base i tassi di politica monetaria, portandoli al 5,25%, forte dell'aver ottenuto un'inflazione che non fa più così paura (pur rimanendo ancora sopra il 2%) e di un mercato del lavoro che inizia a dare i primi segnali di raffreddamento dopo 18 mesi di forte espansione.

Infatti, la Fed ha dichiarato che il focus della politica monetaria si sposterà dall'inflazione al mercato del lavoro. E non è escluso – anzi, temiamo sia probabile, se Powell riuscirà a imporsi – che il taglio dei tassi USA possa essere anche di 50 punti base, portando i Fed Funds a un significativo 5%.

Tagliare di 50 punti base, infatti, pur potendo apparire a prima vista come un taglio emergenziale, figlio della paura di un deterioramento pericoloso dello scenario economico americano, potrebbe invece permettere alla Fed di assecondare politicamente la situazione, evitando di dover intervenire nuovamente più avanti, durante le elezioni, quando il dibattito politico potrebbe coinvolgere la Fed, accusandola di aver mantenuto i tassi troppo elevati a lungo, penalizzando importanti segmenti dell'elettorato.

Tuttavia, anche una riduzione di 50 punti base dei tassi USA non sorprenderebbe il mercato, che già la prevede: se non a settembre, potrebbe arrivare per il prossimo incontro del 7 novembre. Attualmente, il mercato prezza una riduzione complessiva di 250 punti base nei prossimi 18 mesi.

Sempre a settembre – ma il 12 – probabilmente anche la BCE apporterà un nuovo taglio ai tassi di interesse, con una riduzione di 25 punti base, portando il tasso sui depositi al 3,5% e quello sui prestiti al 4%.

Si aprirà così un ciclo che vedrà una nuova corsa alla “manipolazione” del tasso di cambio euro-dollaro, con gli USA che cercheranno di spingere il dollaro verso valori meno elevati rispetto agli attuali (1,11) per sostenere l'export residuo e i profitti delle multinazionali. La BCE, per motivi simili, dovrà contrastare questa tendenza per non soffocare la propria economia esportatrice, sebbene gli spazi per un ulteriore indebolimento dell'euro su basi fondamentali siano limitati a questi livelli.

Dato che molti di questi eventi sono già in larga parte scontati, il focus degli investitori dovrebbe ora spostarsi su dove stia andando la crescita economica negli USA e nel mondo, e se le prossime settimane anticiperanno una recessione, o se costituiranno solo una fase di assestamento ciclico verso una crescita economica più bassa, riflettendo anche il venir meno del motore propulsivo cinese, che ha dominato nell'ultimo quarto di secolo.

Se dovesse prevalere il timore di una recessione – anche se non è la nostra ipotesi più probabile – allora i tassi potrebbero scendere a livelli molto bassi, intorno al 2% o anche meno, livelli che non sono ancora prezzati dai mercati. Se, invece, sarà solo un assestamento, questo permetterà alle banche centrali di riportare i tassi di politica monetaria intorno al 3%, mantenendo un margine di sicurezza in considerazione della difficoltà di riportare l'inflazione sotto il 2%.

Il nostro scenario non prevede una recessione nei prossimi mesi, stimandone la probabilità attuale a non più del 30%. Ci aspettiamo invece che le economie continuino a crescere, seppur in modo meno dinamico, con alcune regioni – come la Germania e la Cina – in maggiori difficoltà, avendo prosperato grazie all'export negli anni della globalizzazione e soffrendo oggi le conseguenze della geopolitica.



Ci aspettiamo inoltre che l'inflazione non torni ai livelli pre-Covid, richiedendo che le politiche monetarie non possano tornare ai livelli espansivi di quel periodo.

I fattori che sosterranno la crescita economica e scongiureranno la recessione includono investimenti in infrastrutture energetiche e nella digitalizzazione, oltre a quelli necessari per "riportare a casa" le produzioni manifatturiere strategiche, schermandole da possibili evoluzioni politiche, e a un ritorno a politiche monetarie più espansive.

D'altro canto, è certo che la domanda dei consumi sarà meno dinamica, a causa della compressione dei redditi reali dovuta all'inflazione e del venir meno della corsa ai consumi alimentata psicologicamente dalla fine della pandemia.

A livello settoriale, ci attendiamo un minore entusiasmo e maggiore realismo riguardo alle potenzialità immediate dell'intelligenza artificiale di rilanciare la produttività e la domanda, un mito che ha condizionato i mercati nell'ultimo anno, pur senza arrestare la corsa tecnologica in questo ambito.

Infine, dovremo fare i conti anche con l'incertezza prodotta dalle elezioni USA.

In tale scenario, la nostra allocazione raccomandata di portafoglio è di tipo bilanciato moderato, con una ripartizione tra azioni (50%), obbligazioni (40%) e liquidità (10%). Ci aspettiamo che i mercati obbligazionari rimangano volatili, poiché cercheranno di anticipare le mosse delle banche centrali, non ancora pronte a dare indicazioni chiare sulla direzione da seguire. Le curve dei rendimenti governativi continueranno a irrigidirsi, con tassi a breve in lenta discesa e quelli a lunga in salita, per incorporare tassi di inflazione tra il 2% e il 3% e finanziare crescenti deficit pubblici.

Per il mercato azionario, ci aspettiamo una volatilità nel breve termine. Tuttavia, la riduzione dei tassi di interesse e l'assenza di recessione eviteranno forti correzioni negative, facilitando il mantenimento di multipli ancora elevati negli USA e un andamento laterale per i principali indici di borsa.

Le fasi di correzione, in assenza di recessione, dovrebbero essere viste come un'opportunità per aumentare la componente azionaria. Questo aumento si giustifica dal fatto che il buon andamento del mercato azionario ha assunto una valenza politica tale da spingere sia la politica monetaria che quella fiscale a intervenire prontamente in suo soccorso.

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



La Recessione

Tecnicamente, in economia, una recessione si verifica quando il tasso di crescita del Prodotto Interno Lordo (PIL o GDP, che dir si voglia), misurato trimestralmente, registra almeno due contrazioni consecutive.

Storicamente, per Paesi o aree geografiche con pochi vincoli strutturali, la recessione appare un fenomeno piuttosto raro.

Ad esempio, negli USA – che certamente rappresentano il Paese in cui i vincoli strutturali sono congenitamente minori rispetto alle rigidità dell' Area Euro – negli ultimi 34 anni è successo solo 4 volte. E in tutte queste occasioni la contrazione è stata il risultato di eventi di tipo finanziario o geopolitico, che potremmo definire anomali o traumatici.

Quella di fine 1990 è stata generata dagli effetti della Guerra del Golfo, con l'aumento del prezzo del petrolio che ha fatto temere una nuova crisi come quella degli anni '70 (si è trattato di una recessione molto breve); quella del 2001 è stata causata dalla bolla di Internet e dalla crisi creditizia delle aziende USA (Enron e altre), poi trasmessa a livello globale (recessione durata circa il doppio della precedente); quella del 2008 è stata provocata dalla crisi immobiliare e creditizia dei subprime (la più lunga e severa tra quelle recenti); infine, quella del 2020 è stata determinata dallo scoppio della pandemia e dalle misure di lockdown (la recessione più breve in assoluto).



Questi periodi di recessione sono grosso modo contemporanei a quelli sperimentati anche nell' Area Euro, sebbene qui le durate siano state forse leggermente più lunghe. La percezione di maggiori difficoltà economiche nell'Area Euro rispetto agli USA, in questo lungo periodo, non è stata tanto dovuta alla frequenza o alla durata delle recessioni, quanto piuttosto al maggior numero di fasi di crescita positiva di bassa entità e di quelle in declino, oltre alla rarità di fasi di ripresa con una forte connotazione positiva.

È importante notare che, in tutte queste situazioni di recessione tecnica del passato, la crescita del PIL ha risentito di shock che potremmo definire "esogeni", ovvero causati da discontinuità e squilibri imprevisi o sottovalutati, o ritenuti imprevedibili dalla maggior parte degli analisti. Raramente abbiamo assistito a una crescita economica che si sia "naturalmente e dolcemente" trasformata in una contrazione, seguendo il normale andamento ciclico dell'economia.

Ciò accade anche perché le misure di politica economica nel loro complesso sono diventate sempre più efficaci nel contrastare rapidamente le fasi di debolezza economica e nel rilanciare la crescita ogni volta che la sua dinamica iniziava a deteriorarsi. Abbiamo usato il termine "complessivamente" perché errori di politica economica – siano essi di natura monetaria o fiscale – sono stati comunque commessi, ma mai contemporaneamente e mai in modo prolungato.

Anzi, negli ultimi tempi ci siamo abituati a risposte di politica economica molto forti, persino al limite del razionale economico: è stato il caso del QE e, in alcuni Paesi, dei tassi di interesse negativi per quanto riguarda la politica monetaria, o dei massicci fondi straordinari stanziati dalla politica fiscale, messi in campo a partire dal 2008 per salvare il sistema bancario mondiale o nel 2020 per evitare il possibile collasso generato dalla pandemia globale.

Pertanto, anche questa volta, nonostante le crescenti paure di molti analisti, confidiamo che il ciclo economico, pur rallentando inevitabilmente e fisiologicamente – soprattutto a causa della compressione dei redditi reali e della necessità di ridurre l'espansione fiscale post-Covid – possa evitare una contrazione della crescita del PIL, ovvero la recessione.

Cosa potrebbe farci cambiare idea?

Tra gli "eventi" probabili (cioè escludendo eventi imprevedibili come guerre e simili cataclismi) che potrebbero metterci in allerta, inseriremmo sicuramente:

- a) Un rigurgito inflazionistico legato a politiche economiche protezionistiche errate, che costringerebbe il mercato a rivedere completamente il percorso di riduzione atteso dei tassi di interesse;
- b) In alternativa, un "evento" creditizio negativo, come un importante fallimento finanziario, che potrebbe riportare alla luce i temi di avversione al rischio che abbiamo già sperimentato nel 2008.

Dove si possa annidare tale rischio è difficile a dirsi: crediamo che oggi non sia presente nel sistema bancario e, quindi, che questo "evento" non dovrebbe riuscire ad avere caratteristiche di sistematicità e pericolosità analoghe a quelle del 2008.

Anzi, potrebbe anche darsi che questo evento creditizio sia già in atto con la crisi immobiliare cinese, i cui effetti però non sembrano avere la stessa forza di quelli del 2008, e risultano essere solo una delle cause del rallentamento economico globale verso cui ci stiamo dirigendo.

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



Gli indici di mercato sostenibili

Lo scorso anno avevamo già affrontato in parte questo tema, descrivendo le due tipologie di indici promosse dalla Commissione Europea: gli indici Paris Aligned Benchmark (PAB), che hanno riscosso un buon successo, e gli indici Climate Transition Benchmark (CTB). In sintesi, le caratteristiche di un indice PAB prevedono che tutte le società che ne fanno parte abbiano un piano di riduzione delle emissioni di gas a effetto serra (GHG) compatibile con gli accordi di Parigi (massimo 1,5 gradi di rialzo), con una riduzione del 50% delle emissioni a regime, e un calo annuo di almeno il 7%, oltre a restrizioni sull'uso o sul commercio di carbone o altre materie prime energetiche fossili. Sulla base di queste due metodologie, le principali società che creano i benchmark di mercato hanno sviluppato un'offerta piuttosto articolata, non sempre di facile comprensione.

A scopo illustrativo, prendiamo in considerazione la gamma di indici creata da MSCI, uno dei principali operatori in questo settore, con un'offerta particolarmente ampia. In primo luogo, sono state definite due famiglie di indici: una legata al clima e una legata più in generale alla sostenibilità. Infatti, è ormai chiaro che gli obiettivi degli investitori e le tipologie di aziende/settori possono essere suddivisi in queste due macro-categorie.

Per quanto riguarda il clima (<https://www.msci.com/our-solutions/indexes/climate-indexes>), MSCI ha sviluppato benchmark che mirano a ridurre l'intensità di carbonio degli investimenti, altri che puntano a orientare gli investimenti verso aziende più avanti nella transizione, e altri ancora che mirano a ridurre i rischi fisici e di transizione, privilegiando imprese che offrono soluzioni e che hanno un piano di riduzione delle emissioni compatibile con l'obiettivo di limitare l'innalzamento della temperatura globale a 1,5 gradi.

Climate Indexes		
REDUCE	CONTRIBUTE	ALIGN
Indexes aiming to minimize carbon intensity	Indexes offering exposure to companies best prepared for the transition relative to sector peers	Indexes aiming to reduce transition and physical climate risks, increase exposure to climate solutions and align with 1.5°C
Equity	Equity	Equity
MSCI Global Low Carbon Target >	MSCI Climate Action >	MSCI Climate Paris Aligned >
MSCI Global Low Carbon Target Core >	MSCI Global Environment >	MSCI Climate Change >
MSCI Global Low Carbon Leaders >	Resilient Future >	
MSCI Global Low Carbon Leaders Core >		
MSCI Global Fossil Fuel Exclusion >		
	Fixed Income	Fixed Income
	MSCI Climate Action Corporate Bond Indexes >	MSCI Climate Change Corporate Bond >
		MSCI Climate Paris Aligned Corporate Bond >
		Bloomberg MSCI Corporate Paris-Aligned >

La prima famiglia consente “semplicemente” di avere una minore esposizione al carbonio, con un limitato **tracking error** rispetto agli indici tradizionali. La seconda privilegia le aziende che sono protagoniste nella transizione, ovvero quelle che hanno piani di riduzione più ambiziosi. La terza allinea gli investimenti ai piani a lungo termine delle istituzioni sovranazionali. È quindi chiaro che si tratta di tre gradi crescenti di approccio al tema, con una crescente variabilità di allocazione e di risultati rispetto agli indici tradizionali.

Anche per quanto riguarda gli indici sostenibili, MSCI ha sviluppato tre famiglie di benchmark che corrispondono a differenti esigenze degli investitori (<https://www.msci.com/our-solutions/indexes/esg-indexes>). La prima famiglia è costituita dagli indici che applicano un filtro (es. armi controverse, tabacco, nucleare, ecc.) all'universo investibile, scartando le società con le emissioni di CO2 più elevate. Il filtro può essere applicato anche secondo criteri che rispondono a determinate categorie di valori (es. indici conformi alla Sharia o ai principi cattolici). Il secondo gruppo di indici integra le valutazioni ESG nella selezione dell'universo, scartando le società con i rating ESG più bassi (approccio **best in class**). Il terzo gruppo comprende indici specializzati su un singolo tema (es. parità di genere) e indici per strategie di investimento che vogliono misurare l'impatto positivo in termini di sostenibilità.

ESG Indexes		
SCREEN	INTEGRATE	TARGET
Indexes with exclusions on certain business involvement issues or reduction of exposure to the highest carbon emitters	Indexes representing diversified strategies integrating ESG data (e.g. ratings) into broad-based indexes	Indexes designed to target a specific ESG theme in a more focused and targeted exposure
Equity	Equity	Equity
MSCI ESG Screened >	MSCI SRI >	MSCI Sustainable Impact >
MSCI ex Controversial Weapons >	MSCI KLD 400 >	MSCI Women's Leadership >
MSCI ex Tobacco Involvement >	MSCI ESG Leaders >	MSCI Japan Human and Physical Investment >
MSCI USA Catholic Values >	MSCI ESG Focus >	
MSCI Islamic >	MSCI ESG Universal >	
	MSCI USA ESG Select >	
Fixed Income	Fixed Income	Fixed Income
Bloomberg MSCI Socially Responsible (SRI) >	MSCI Fixed Income ESG Leaders >	Bloomberg MSCI Green Bonds >
	MSCI Fixed Income ESG Universal >	
	Bloomberg MSCI ESG Weighted >	
	Bloomberg MSCI ESG Sustainability >	

Come si può intuire, queste famiglie corrispondono in gran parte alle principali strategie di gestione sostenibile (screening, best in class, integration, impact investing) e offrono benchmark specializzati per ogni esigenza.

Il gruppo di indici che integra le valutazioni ESG nella costruzione dell'universo è il più diffuso sul mercato, anche perché è quello utilizzato da molti ETF. I principali sono gli indici ESG Focus, Leaders e SRI, che prevedono tutti filtri di base sui consueti settori più inquinanti o meno graditi (es. alcol e tabacco) e restrizioni sempre maggiori sulle valutazioni ESG dei titoli inclusi. L'indice SRI è il più selettivo e, pur mantenendo, come gli altri, un'esposizione geografica e settoriale allineata all'indice tradizionale, include solo il 25% delle società con il rating più elevato. È quindi un indice molto focalizzato sulla tematica ESG, ma che può avere, in alcune fasi di mercato, un andamento ben diverso rispetto a un indice tradizionale.

Oggi l'offerta di indici sostenibili da parte dei principali provider è diventata molto articolata, in modo da soddisfare tutte le possibili esigenze, ma per questo a volte risulta anche difficile da comprendere. Sono lontani i tempi (solo pochi anni fa) in cui esisteva un solo indice ESG che applicava qualche semplice filtro di esclusione. Come spesso accade, è un argomento in cui l'offerta si sviluppa molto velocemente, ma la conoscenza degli investitori fatica a tenere il passo con una costante evoluzione. Per questo ci sono ampi spazi per una consulenza che può dimostrare concretamente un alto valore aggiunto, riuscendo allo stesso tempo a soddisfare le esigenze, anche le più particolari, degli investitori.

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.