

n.104

DICEMBRE 2019

NEWSLETTER
PER L'INVESTITORE
ISTITUZIONALE

Articolo



prometeia
ADVISOR SIM

EDITORIALE

p. 3

ANGOLO DELL'ANALISI

PROF. PAOLO ONOFRI

p. 5

Vicepresidente - Prometeia Advisor Sim

OSSERVATORIO PROMETEIA

BANCHE ITALIANE: UNO SGUARDO AI PROSSIMI ANNI

p. 8

Rita Romeo, Senior Specialist - Prometeia

CONTRIBUTI

INVESTIRE IN FONDI LIQUIDI ALTERNATIVI

p. 12

Francesco Romano, Senior Quantitative Analyst - GFG Groupe Financier de Gestion (Monaco) SAM

IL MERCATO DEI FONDI LIQUID ALTERNATIVE

p. 16

AlexMerla, Managing Director - Société Générale, Head of Business Development Italy - Lyxor AM

LA PAROLA A...

LUCA IOZZELLI

p. 24

Presidente - Fondazione Cassa di Risparmio di Pistoia e Pescia

OSSERVATORIO PROMETEIA

TRA TASSE AMBIENTALI E GREEN BOND: I PAESI EUROPEI
A FIANCO DELL'UE NELLA LOTTA AL CAMBIAMENTO CLIMATICO

p. 28

Simone Passeri - Prometeia Associazione

CONTRIBUTI

SETTIMANA SRI 2019: CLIMA, UNIONE EUROPEA E PREVIDENZA TRA I
TEMI PROTAGONISTI DELL'OTTAVA EDIZIONE

p. 33

OSSERVATORIO PROMETEIA

LA CONGIUNTURA DEI MERCATI FINANZIARI NEL III-19

p. 37

Francesco Amoroso, Senior Economist - Prometeia

Ugo Speculato, Specialist - Prometeia

EDITORIALE

In questo numero di Anteo presentiamo una varietà di approfondimenti riguardanti la congiuntura economica, le prospettive dei mercati finanziari e bancari e le caratteristiche di alcune classi di attività verso cui si stanno orientando le scelte di investimento.

Nei contributi riguardanti lo scenario congiunturale dei mercati si conferma un quadro ancora caratterizzato da aspettative stabili circa l'orientamento della politica monetaria, destinata a rimanere espansiva per un periodo non breve, cui si contrappone una perdurante incertezza politica ed economica a livello internazionale. Nell' "Angolo dell'analisi", il Prof. Onofri segnala come sono soprattutto i rischi politici ad innescare fluttuazioni imprevedibili nelle aspettative degli operatori e a questi rischi contribuisce anche l'Europa, non dimostrando la volontà di concordare interventi di politica fiscale comune che diano respiro alla politica monetaria.

Se l'incertezza delle relazioni tra Usa, Cina e Uem continua a rimanere sullo sfondo come il fattore di rischio maggiore per le prospettive dell'economia internazionale, alcuni dati macroeconomici superiori alle attese lasciano intravedere dei miglioramenti per l'ultima parte dell'anno. Nel contributo sulla congiuntura, di Amoroso e Speculato, si rileva come il clima di timida fiducia ritrovata abbia determinato un aumento dei tassi governativi a medio-lungo termine. I segnali di miglioramento congiunturale sono peraltro molto deboli e tali da non dissipare l'incertezza del quadro economico e politico internazionale e i suoi riflessi in termini di volatilità dei mercati.

In questo numero riprendiamo alcuni ragionamenti sui cambiamenti in atto nella composizione per classi di attività dei portafogli finanziari, approfondendo in particolare il ruolo svolto dalle strategie alternative liquide. A questa categoria sono riconducibili diverse tipologie di prodotti gestiti, accomunati dall'essere alternativi ai tradizionali investimenti obbligazionari e azionari, da rendimenti decorrelati rispetto a quelli dei mercati principali e dal caratterizzarsi come strumenti UCITS e quindi come investimenti liquidi e trasparenti.

La varietà delle strategie e al loro interno la grande disparità di profili di rischio e rendimento e l'alta dispersione dei ritorni rendono complessa la selezione dei fondi alternativi per gli investitori. L'ampia articolazione delle strategie alternative liquide e le performance ad esse associate sono oggetto dell'approfondimento di Alex Merla di Lyxor AM, mentre nel contributo di Francesco Romano di GFG si sottolinea la necessità di adottare metodi avanzati di clusterizzazione delle strategie che approfondiscano le classificazioni dichiarate dai gestori, ai fini di una valutazione comparata delle performance e di un inserimento efficiente della classe alternativa nei portafogli finanziari.

La ricerca di rendimenti verso classi di attività alternative è ciò che spiega i mutamenti in atto nei piani di investimento delle principali categorie di investitori istituzionali. Come testimonia l'intervista a Iozzelli, Presidente CariPt, il mondo delle Fondazioni è sempre più orientato ad accrescere la componente di private asset del portafoglio finanziario, coniugando percentuali significative di investimento con criteri di diversificazione dei fondi. Inoltre, si conferma la tendenza a costruire piattaforme comuni tra investitori con la finalità di ottenere economie nella strutturazione e gestione dell'investimento.

Sempre con riferimento alle scelte di investimento riserviamo una particolare attenzione ai temi della finanza sostenibile e agli strumenti finanziari che raccolgono risorse per progetti a contenuto ambientale e sociale. Gli studi svolti dal Forum per la Finanza Sostenibile, di cui si fornisce una sintesi in questo numero, confermano il crescente interesse degli investitori per i temi ambientali, ma anche le difficoltà a tradurre ciò in concrete scelte d'investimento. Tra le cause principali l'insufficiente conoscenza delle caratteristiche di sostenibilità dei prodotti.

Un contributo in direzione di una maggiore trasparenza nelle finalità dei prodotti finanziari sostenibili è quello offerto dai green bond governativi, cioè veri e propri titoli di Stato i cui proventi sono destinati a settori individuati ex ante e per i quali si ritiene necessaria una svolta ambientale. Nel

contributo di Passeri si osserva come lo schema definito dai Green Bond Principles, redatti dall'Associazione Internazionale del Mercato dei Capitali, costituisca un framework condiviso in grado di definire i settori di destinazione delle risorse reperite, le modalità di selezione dei progetti da finanziare e il funzionamento del sistema di garanzia a favore della trasparenza e del merito della attività di gestione delle risorse. Caratteristiche di trasparenza e standardizzazione che hanno facilitato la diffusione di questi strumenti nei portafogli finanziari degli investitori.

Segnaliamo infine l'approfondimento riguardante

le previsioni per il settore bancario italiano. L'analisi di Romeo si concentra sulle principali determinanti della redditività per cogliere le potenzialità del nostro sistema bancario nel creare valore per gli investitori. Il quadro descritto rende ben conto delle difficoltà che le banche incontrano nel gestire un contesto economico in cui assenza di crescita e tassi di interesse particolarmente bassi condizionano in negativo la redditività dell'intermediazione creditizia. Senza inseguire non precisati nuovi modelli di business, alle banche italiane restano due leve importanti di recupero della redditività: le strategie di cost management e il controllo della rischiosità degli attivi.



PROF. PAOLO ONOFRI

Vicepresidente - Prometeia Advisor Sim

Rispetto agli ultimi mesi lo scenario economico mondiale non presenta particolari novità: quali possono essere gli sviluppi futuri e quali i principali fattori che potrebbero influenzare quello che appare a oggi uno scenario di ampio consenso?

Riassumiamo in breve lo scenario di consenso: l'economia mondiale si avvia verso un rallentamento della crescita con impulsi negativi che vengono dalla elasticità del commercio mondiale al Pil, che negli ultimi anni si è ridotta, e dalla innovazione tecnologica che di fronte alla vischiosità dell'avvio lascia gli investimenti in una posizione di stallo; il tutto con sullo sfondo politiche monetarie molto permissive e per lungo tempo, ma che finiscono per combinarsi con incertezza politica abbastanza elevata in diversi paesi. Detto questo, i rischi sono molteplici ma non ce n'è uno dominante. Sono rischi di natura economica, come il fatto che l'economia cinese potrebbe rallentare di più, e le premesse potrebbero esserci; oppure come il protrarsi delle fluttuazioni tra guerra e pace per quello che riguarda i dazi. Sono soprattutto rischi di natura politica - le tensioni Cina-Hong Kong potrebbero interferire nelle relazioni Usa-Cina - a determinare le fluttuazioni cui prima facevo riferimento. Vi sono comunque altri rischi politici latenti: in Europa, se non si riuscirà a mettere in atto riforme che consentano di disegnare un policy mix che dia respiro alla politica monetaria, Lagarde sarà costretta, nel caso di ulteriore rallentamento, ad allargare ancora la politica monetaria, con quali effetti non sappiamo; in Italia, i rischi politici sono sotto gli occhi di tutti; nel Medio Oriente, Iran compreso, possono determinarsi conflitti i cui effetti si manifesterebbero su tutto il mondo economico.

La Commissione Europea ha promosso la manovra italiana con riserva: si teme deviazioni su debito e deficit e sarà effettuata una verifica nella prossima primavera. Al di là di quanto ancora può accadere nella stesura definitiva, al momento dobbiamo vedere il bicchiere mezzo pieno o mezzo vuoto?

Se consideriamo il problema dal punto vista dell'approvazione da parte della Commissione Europea direi che il bicchiere è quasi pieno. Non vi sono né le premesse politiche europee, né quelle economiche per bloccare la nostra Legge di Bilancio. Quelle politiche sono note, quelle economiche sono riconducibili alla stance della politica di bilancio che, se valutata al netto dell'Iva, rispetto al biennio 2018-19 è leggermente restrittiva. Ovviamente, lo sforzo messo in atto per abrogare la norma relativa all'aumento dell'Iva è molto consistente e in questo ambito l'aiuto di Bruxelles è una parte rilevante. Ma questo sforzo è mirato a evitare un danno che l'economia non ha ancora sperimentato; questa operazione dovrà essere ripetuta tra un anno per abrogare la norma che a gennaio del 2021 farà aumentare il gettito dell'Iva di 18 miliardi. Questa sequenza di aumenti via via approvati e l'anno dopo abrogati può essere vista come un modo surrettizio di ridurre molto lentamente la crescita della spesa pubblica.

A proposito di temi di finanza pubblica e del ruolo delle politiche fiscali nella crescita economica, da moltissimi anni si registra in Italia un avanzo primario positivo, spostando inevitabilmente il tema sul debito e sulla spesa per interessi. È stata un'occasione persa in tutti questi anni e quali strumenti possono essere ancora in atto per riequilibrare il mix di politiche economiche?

E vero, se non si considera il 2009, sono 27 anni che il nostro avanzo primario nei conti pubblici è positivo. In altre parole, dal 1992, anno dopo anno, il debito è cresciuto per il pagamento degli interessi sul debito accumulato in precedenza. Generalmente questo meccanismo è descritto come la palla di neve che diventa valanga, ma nel nostro caso non è stato così. Il controllo dell'avanzo primario, non sempre continuo nella sua misura, è comunque riuscito a evitare la valanga, ma dà l'idea che siamo davanti a una prospettiva indeterminata in cui il rapporto debito pubblico su Pil oscillerà attorno ai livelli attuali o poco sotto, affidando l'effetto espansivo sull'economia reale a riduzioni dei tassi di interesse quando saltuariamente una parvenza di stabilità politica riduce lo spread.

È in atto la discussione sulla riforma del Mes che, evidentemente, investe aspetti sia di natura tecnica che, inevitabilmente, di natura politica; potrebbero esserci effetti sui mercati dei titoli pubblici italiani? E in generale qual è la sua opinione al riguardo con riferimento al tema degli eurobond?

La discussione sul Mes, che disgraziatamente è stata buttata in modo spudorato nella lotta politica con dichiarazioni consapevolmente false, ma difficili da dibattere per i loro contenuti tecnici, ha messo in secondo piano due temi di carattere generale che riguardano l'architettura della Uem. Il primo è che il Mes è nato come istituzione intergovernativa e

continua a esserlo, perché i correttivi apportati lo rafforzano nei confronti dei compiti della Commissione. Questo è il portato della crisi di dieci anni fa: i governi dell'Uem ci hanno messo i soldi direttamente, senza attribuire la funzione di salvataggio alla Commissione per tramite di un rafforzamento del suo bilancio con un fondo mirato a situazioni di crisi, ed è comprensibile che si siano sentiti legittimati a controllarlo direttamente, con ciò legittimando anche i conflitti tra i singoli stati rispetto al rafforzamento della dimensione sovra-nazionale. Il secondo tema è che questa discussione, data in pasto a un'opinione pubblica che non può che essere sprovvista su un tale argomento, ha mandato in secondo piano il confronto che il ministro delle finanze tedesco Scholz ha aperto sull'assicurazione europea dei depositi. Era un tema chiuso, ora Scholz è tornato sul tema con una proposta che difficilmente può essere accolta (pre-condizione per procedere è che nel patrimonio delle banche i titoli di debito pubblico nazionale siano pesati per il rispettivo rischio). Conosciamo bene le tecniche negoziali; ciò potrebbe costituire una posizione negoziale iniziale dalla quale partire e magari giungere a far accettare, invece di valutazione del rischio, un limite alla detenzione dei medesimi. Questo tema potrebbe diventare, se ben gestito sul piano negoziale, il grimaldello per far passare l'idea degli *eurobond* come *safe asset* europeo nel quale le banche sarebbero ben liete di investire.

BANCHE ITALIANE: UNO SGUARDO AI PROSSIMI ANNI

Rita Romeo

Senior Specialist - Prometeia

Il contesto operativo atteso nel prossimo triennio è molto complesso tenuto conto della debolezza dell'economia internazionale e degli scambi in particolare, dei tassi del mercato monetario ancora in territorio negativo, delle profonde trasformazioni imposte dall'innovazione tecnologica e dalla competizione, anche di operatori non bancari. In questo scenario, le banche affrontano la sfida di dover tornare a livelli soddisfacenti di redditività, in una fase in cui sono ancora alle prese con la necessità di ridurre ulteriormente lo stock di crediti deteriorati accumulati durante la crisi e con l'evoluzione della regolamentazione, che avrà ancora impatti negativi sui bilanci.

Anche se la crescita mondiale rallenta, per l'economia italiana si apre una finestra di opportunità grazie all'effetto positivo di tassi d'interesse sui titoli di Stato più bassi e agli interventi di finanza pubblica. Ma questo non è sufficiente a riportare su ritmi sostenuti il credito all'economia, che nella componente rivolta alle imprese dovrebbe tornare a crescere solo dal 2021, e ad aumentare i margini, schiacciati anche dalla competizione sui prenditori con migliore *standing* creditizio che ha finito per spingere i tassi d'interesse sulle erogazioni ai minimi storici. E così il portafoglio prestiti delle banche si ricompona verso il credito alle famiglie, che assorbe meno capitale e produce margini unitari più elevati rispetto alle imprese.

In uno scenario più sfidante per il settore, non si interrompe però la riduzione dei crediti deteriorati. Confermiamo circa 90 miliardi di cessioni fino a fine 2022 e un NPL ratio che scende intorno al 6%. Grazie ai minori oneri sul debito, anche la formazione di nuovi deteriorati, che in congiuntura mostra un significativo miglioramento, dal 2021 si riduce ancora. Ma fattori straordinari tornano a far salire il costo del rischio, penalizzando ancora una volta gli utili del settore: nel 2019 a causa delle perdite da cessioni degli NPL e nel 2020 per gli effetti legati alla nuova definizione di default dell'EBA. Assorbiti questi fattori straordinari, tuttavia, gli accantonamenti resteranno elevati per il progressivo aumento delle coperture richiesto dalla vigilanza. La pressione regolamentare resta

elevata anche sul capitale, la cui disponibilità rappresenta un vincolo per le strategie future.

Nel triennio che abbiamo davanti le banche possono tuttavia contare su buone condizioni di funding, anche grazie alla nuova serie di aste della BCE, rese peraltro più convenienti rispetto agli annunci iniziali. Il *funding* dalla BCE e i bassi tassi di mercato, infatti, comprimono il costo della raccolta, nonostante le emissioni previste di strumenti obbligazionari conformi con le esigenze regolamentari. Gli spazi di riduzione dei costi della raccolta sono, però, limitati dal livello minimo già raggiunto dai tassi d'interesse sui depositi. La fragilità dello scenario per la redditività core è quindi sintetizzata dalla forbice bancaria che si comprime fino al 2021, anche perché l'utilizzo dei fondi TLTRO implica il raggiungimento del *benchmark* di crescita del credito per poter ottenere il massimo beneficio sul margine d'interesse e, nelle nostre valutazioni, mantiene sotto pressione il *pricing* sui prestiti.

Con modeste prospettive di crescita del credito e bassi tassi d'interesse ancora a lungo, le possibilità di ripresa dei ricavi tradizionali restano limitate. Il margine di interesse, che pure incorpora il beneficio Bce sulla liquidità ottenuta con le TLTRO e il contributo positivo del *tiering* delle riserve, si riduce ancora quest'anno e il prossimo. Anche il contributo di redditività del portafoglio titoli si riduce per effetto di rendimenti sui governativi italiani più bassi, compensato solo quest'anno dagli impatti positivi sugli utili da negoziazione e valutazione a *fair value*. Il margine d'interesse, torna ad ampliarsi di poco solo dal 2021, confermando la debolezza della redditività dell'attività bancaria core.

In questo scenario i servizi sono ancora in grado di sostenere i ricavi? L'attività di gestione e intermediazione del risparmio torna dal 2020 a dare un impulso positivo ai ricavi, che tuttavia sarà meno importante rispetto agli anni passati. In prima battuta perché lo spostamento della raccolta verso prodotti gestiti è meno intenso: ci sono meno margini di ricomposizione dalla raccolta amministrata e si fa fatica a ridurre lo zoccolo duro di liquidità nei portafogli delle famiglie. E poi perché ipotizziamo

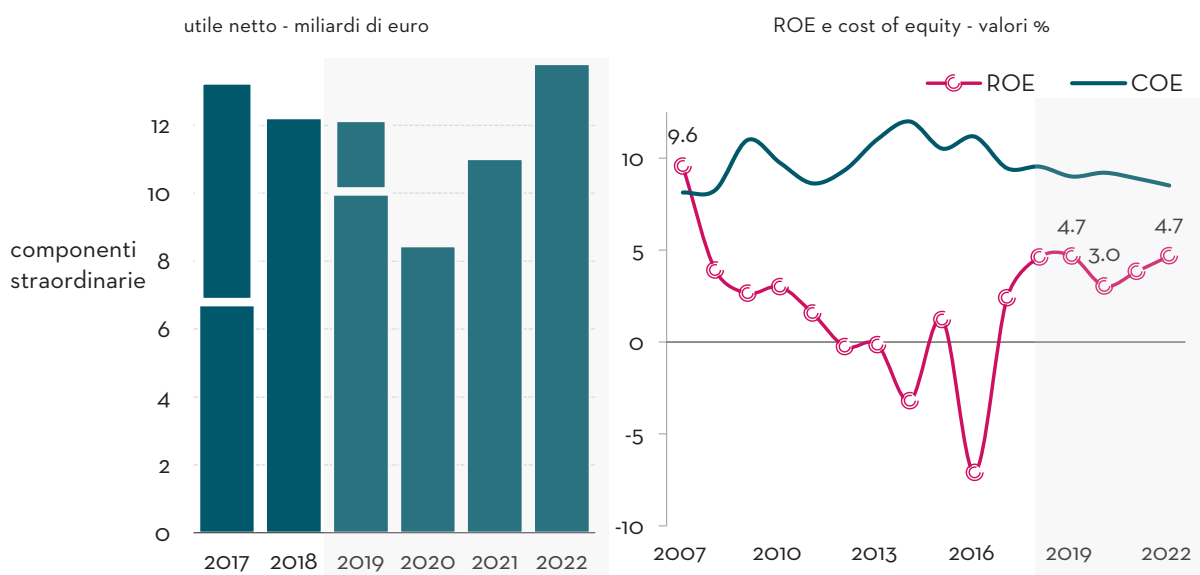
azioni di riduzione delle commissioni per quelle categorie di fondi comuni che, dato il livello dei costi e la riduzione dei rendimenti sulle componenti a reddito fisso, darebbero una redditività attesa negativa, e per le pressioni sui margini unitari indotte dal nuovo contesto di mercato e dalla maggiore trasparenza sui costi. Un minore contributo ai ricavi arriverà anche dai servizi di pagamento e gestione della liquidità, per effetto della maggiore pressione competitiva di operatori bancari e non e del processo di trasformazione digitale.

Complessivamente il margine d'intermediazione del settore si riduce quest'anno e il prossimo, nonostante il contributo di alcune componenti di ricavi, tuttavia non ricorrenti. Tra queste nel 2019 è significativo l'incremento dell'utile da negoziazione e valutazione a *fair value* per effetto della rivalutazione dei titoli governativi italiani in portafoglio. Ma questa componente si riduce gradualmente nei prossimi anni, così come anche il beneficio della Bce sulle TLTRO è destinato ad esaurirsi. In un quadro di debolezza dell'attività bancaria tradizionale, nel 2019 i proventi straordinari

da cessioni di partecipazioni tornano a sostenere i risultati del settore, compensando la flessione dei ricavi *core* e le maggiori rettifiche su crediti. Il ROE si attesta al 4.7% in linea con i risultati 2018 (Fig.1).

Ma se quest'anno gli utili del settore possono contare sui contributi straordinari, in prospettiva le strategie di *cost management* e il controllo della rischiosità degli attivi restano le leve su cui agire per il miglioramento dell'efficienza e della redditività. Nel nostro scenario la razionalizzazione della rete fisica (meno dipendenti e filiali) guida il processo di riduzione dei costi di struttura e del personale. Ma gli investimenti in tecnologia e capitale umano, necessari per ampliare e innovare la gamma di servizi da offrire alla clientela su diversi canali e ottimizzare la gestione dei dati (propri e della clientela) in un contesto esposto a maggiori rischi, sono ormai un percorso obbligato per tutte le banche e andranno in parte a mitigare i risparmi del processo di razionalizzazione della struttura. Nell'insieme i costi operativi si riducono ancora nell'orizzonte di previsione spingendo il *cost income* al 59% nel 2022 dal 70% circa del 2018.

Figura 1: La redditività del settore bancario italiano



Nota: ROE anni 2011-2013 corretto per le svalutazioni degli avviamenti; ROE 2017 corretto per le voci straordinarie relative all'acquisizione delle banche in difficoltà (badwill e contributo cash dello Stato).

Fonte: Prometeia, Previsione dei Bilanci Bancari, ottobre 2019.

Il ROE, che nel 2020 scende al 3%, al 2022 si ferma sotto il 5%, un livello di redditività ancora insufficiente per gli investitori. Gli sforzi compiuti per lo smaltimento dei crediti deteriorati e la riduzione dei costi richiedono infatti tempi più lunghi perché se ne apprezzino i benefici sui conti economici. Ma aspettare che il contesto esterno

migliori non basta, perché la rivoluzione digitale in atto e l'ampliamento della gamma di concorrenti sui diversi servizi bancari richiedono aggiustamenti più incisivi nei modelli di business e nella configurazione del settore, aprendo la strada a una nuova fase di aggregazioni o altre modalità di cooperazione, anche con *player* digitali.

INVESTIRE IN FONDI LIQUIDI ALTERNATIVI

Francesco Romano

Senior Quantitative Analyst - GFG Groupe Financier de Gestion (Monaco) SAM

Il termine “Investimenti Alternativi” comprende una vasta categoria di investimenti che storicamente non hanno giocato un ruolo centrale nella maggior parte dei portafogli. Tra i motivi che giustificano queste scelte troviamo l'illiquidità, la complessità, il capitale minimo richiesto e la rischiosità implicita, solo per citarne alcuni.

In questo articolo analizzeremo le strategie alternative liquide, quali hedge fund e managed future, e la loro selezione e ruolo all'interno di un portafoglio. Si tratta di prodotti estremamente eterogenei, sia per quanto riguarda rischi e rendimenti che per le logiche di selezione e di inserimento in portafoglio, accomunati comunque dall'obiettivo di fornire ritorni decorrelati da quelli dei mercati principali.

Nel panorama finanziario recente, l'industria degli investimenti collettivi in Europa ha visto una sempre maggiore crescita del settore onshore, con il trasferimento di diverse strategie, cosiddette hedge, su veicoli UCITS. Questo cambiamento di strutture ha permesso l'accesso a certe tipologie di investimenti alternativi ad una porzione sempre più

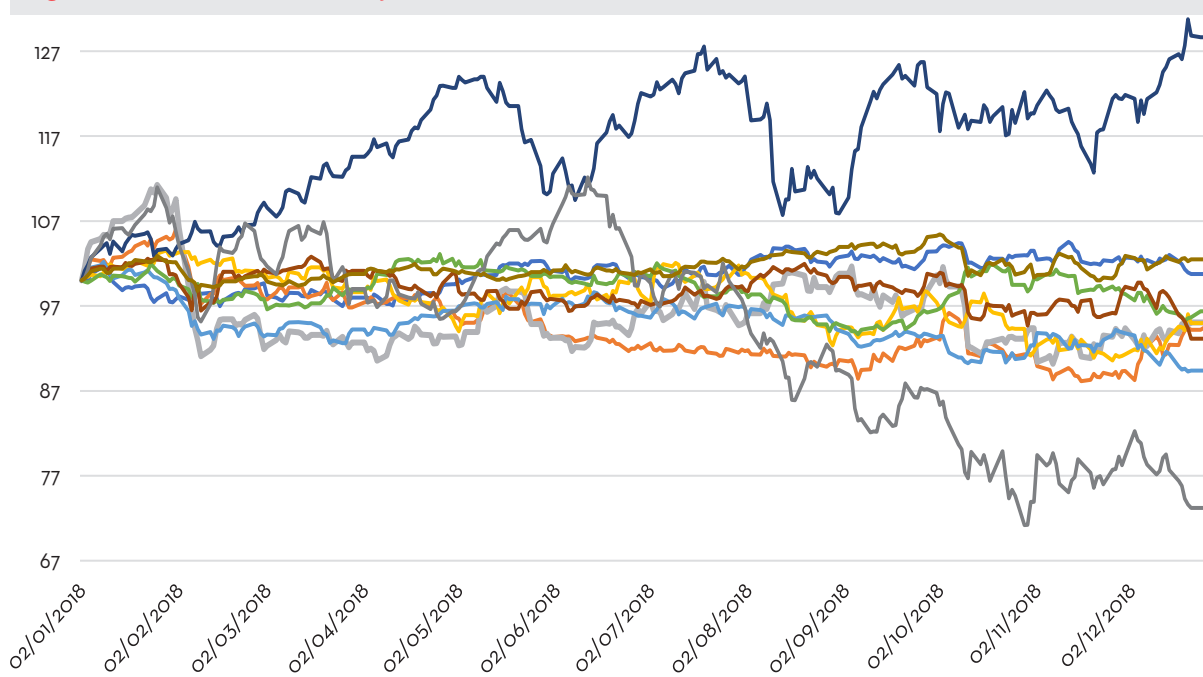
ampia di investitori.

Inoltre, i tassi di interesse particolarmente bassi hanno aumentato la richiesta di investimenti che in parte hanno rappresentato un'alternativa alla componente obbligazionaria dei portafogli. Nello specifico le strategie alternative liquide, che più facilmente si sostituiscono alle componenti fixed-income, sono di particolare interesse nella creazione di portafogli ben diversificati.

La selezione di fondi alternativi rappresenta un'interessante sfida in quanto le strategie e le tecniche utilizzate sono significativamente più complesse rispetto ai tradizionali fondi di investimento. Inoltre, questi fondi non sono generalmente raffrontabili con indici di riferimento (benchmark) che permettono di valutarne la qualità di gestione.

GFG si è focalizzata negli ultimi due anni proprio sull'analisi e la selezione di fondi d'investimento alternativi UCITS. L'esperienza ci ha portato ad apprezzare il compito attraverso una commistione di analisi quantitativa e qualitativa, ritenendo di

Figura 1: Ritorni cumulati di 10 fondi alternativi UCITS durante il 2018



non poter escludere nessuna della due in quanto complementari. Passiamo ora ad analizzare in dettaglio il nostro approccio quantitativo, i suoi punti di forza e le sue carenze.

Il punto di partenza imprescindibile, come in qualunque attività quantitativa, sono i dati. Fortunatamente l'applicazione del formato UCITS agli investimenti alternativi ha portato un grandissimo vantaggio in termini di trasparenza, accessibilità e granularità dei dati, specialmente per tutti quei fondi che pubblicano giornalmente un NAV.

Le informazioni ricavabili dai prezzi di questi fondi possono in seguito venire arricchite da dati riguardanti le masse in gestione, la composizione del team di gestione e la sua storia. Tutte queste informazioni, affiancate dai flussi sui movimenti storici delle principali variabili di mercato, permettono di effettuare una scansione approfondita dei fondi.

Anche con questa base di dati il compito di selezione dei fondi alternativi rimane non semplice, essendo questa una classe, anche nel formato più liquido, con una grande disparità di profili di rischio e rendimento

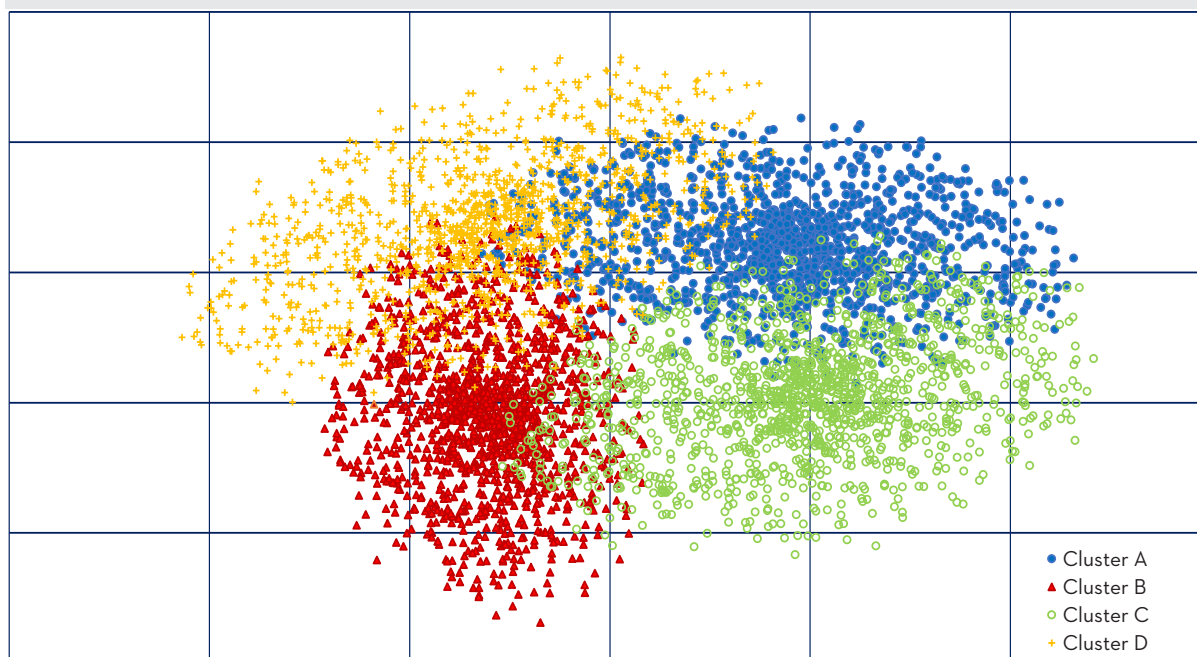
e un'alta dispersione dei ritorni.

Una pratica che sta avanzando nell'industria dei fondi alternativi, come nel resto del panorama finanziario, è quella di far sempre più ricorso a tecniche statistiche che rientrano nella definizione di Machine Learning. Una caratteristica fondamentale di tali algoritmi è che richiedono una grande quantità di dati e, in particolare, di dati di qualità.

Nella selezione di fondi, alcune di queste tecniche risultano molto utili a superare l'ostacolo iniziale di estrema diversità tra le varie strategie. Si tratta di algoritmi di "Clustering", ovvero di raggruppamento, capaci di individuare sottoinsiemi dell'universo di partenza di fondi che abbiano un maggiore livello di similarità tra di loro. L'utilizzo di tali sottogruppi più omogenei facilita in un secondo momento il confronto tra i diversi gestori e la valutazione delle loro capacità.

La possibilità di creare dei cluster di fondi permette anche di non dipendere unicamente dalla classificazione che ciascun manager attribuisce al proprio fondo. Un approccio più semplicistico si

Figura 2: *Rappresentazione grafica di un modello di clustering*



limiterebbe a un confronto dei fondi rientranti (per la definizione dei gestori stessi) all'interno della medesima categoria. Questa soluzione mancherebbe di due punti fondamentali: la possibilità del gestore di divergere dallo stile dichiarato, comportamento che viene definito *self-definition bias*, e la grande diversità di strategie all'interno della stessa categoria.

La forza di una categorizzazione quantitativa sta proprio nel suo essere agnostica e distaccarsi completamente da qualunque inquadramento dichiarato dai gestori: un giudice imparziale.

Altri algoritmi, diversi ma pur sempre nella stessa famiglia di Machine Learning, hanno invece un ruolo importante in fase di composizione di un portafoglio di fondi alternativi. Difatti, non basta classificare correttamente i fondi ma è anche necessario selezionare i gestori capaci di produrre sovraperformance con continuità.

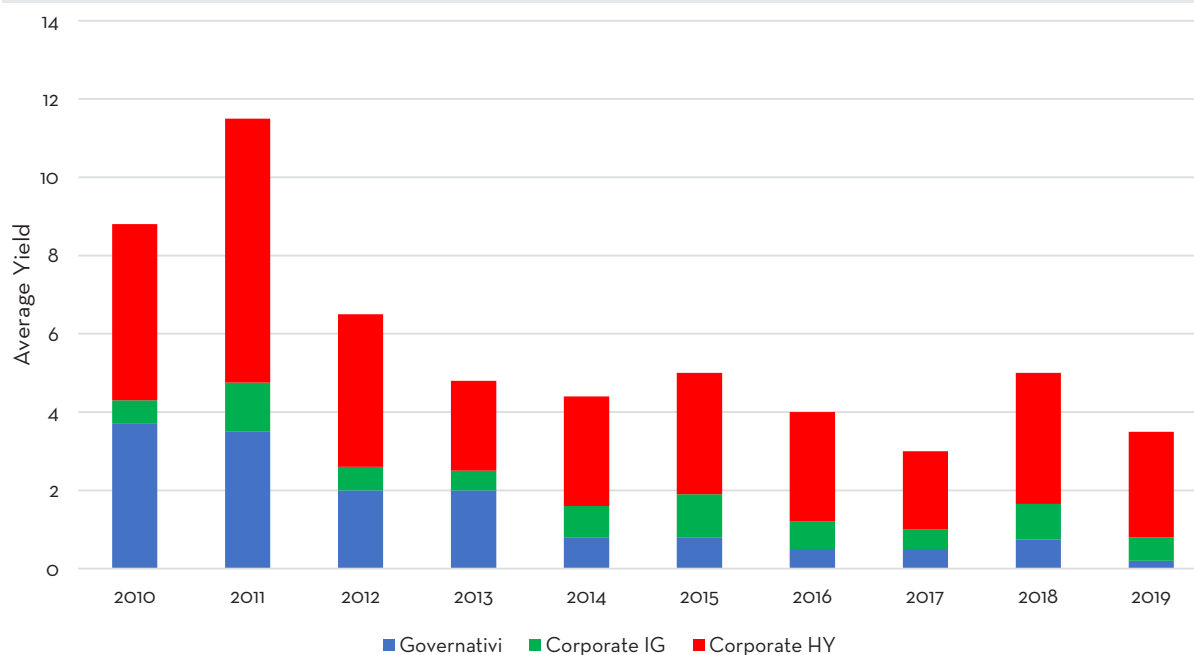
Abbiamo quindi esteso il classico concetto di alpha puntando a ottenere un certo livello di predittività nel selezionare strategie capaci di battere i propri competitor. È infatti proprio la ricerca della

persistenza dell'alpha a essere estremamente complessa e i risultati da noi ottenuti mostrano come, con tecniche sufficientemente avanzate, sia possibile individuare fondi capaci di sovraperformare i propri peer su periodi di tempo medio-brevi.

Non è infine da sottovalutare l'inserimento di fondi così disparati e complessi in un portafoglio. Infatti i singoli fondi sono difficilmente inquadrabili all'interno delle classiche logiche di ottimizzazione e può risultare complesso inserirli all'interno di un'allocazione. Questo ci ha portato a sviluppare delle tecniche di pesatura non-standard allo scopo di creare panieri di fondi alternativi che si completino a vicenda, fornendo dunque un profilo di rischio chiaro e più facilmente utilizzabile assieme alle asset class tradizionali.

Negli anni a venire, presumendo tassi reali negativi o prossimi allo zero nei paesi occidentali, riteniamo che portafogli così composti affiancheranno sempre più le tradizionali componenti fixed income con l'obiettivo di fornire ritorni persistenti, sufficientemente decorrelati dai mercati azionari e con una volatilità contenuta.

Figura 3: Variazione yield medio in euro per aggregato



**IL MERCATO DEI
FONDI
*LIQUID ALTERNATIVE***

Alex Merla

Managing Director Société Générale, Head of Business Development Italy Lyxor AM

Complesso è sicuramente il termine più adatto a descrivere il contesto economico attuale: mercati azionari ai massimi storici, il protrarsi di politiche monetarie espansive, tensioni geopolitiche - in primis la guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina, la fine di un ciclo economico di crescita e il prefigurarsi di una recessione.

In questo quadro composito, i fondi *Liquid Alternatives* aiutano a gestire le incertezze in atto e a consolidare le performance, oltre a rappresentare un mezzo efficace per apportare decorrelazione ai portafogli tradizionali.

Per fondi *Liquid Alternatives* intendiamo fondi UCITS, tipicamente con liquidità giornaliera o settimanale, che adottano strategie non legate ad un benchmark di riferimento e che fanno riferimento a strategie *Absolute Return*. Sul lato *Equity* vi sono gestori che vengono classificati in base al loro stile di gestione, principalmente sulla base dell'esposizione netta al beta del mercato di riferimento: *Long Bias*, *Variable Bias*, *Market Neutral*. Sul lato *Fixed Income*: *Fixed Income Arbitrage*, *L/S Credit*. Sul lato *Event Driven*: *M&A*, *Special Situation*. Sul lato *Multi Asset*: *CTA* e *Global Macro*.

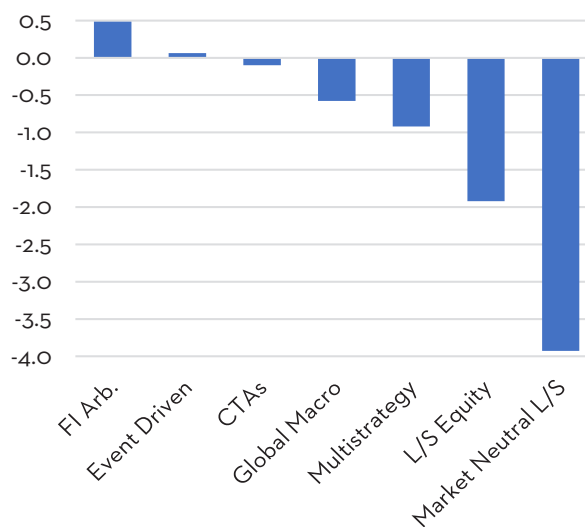
Flussi e Performance dei fondi *Liquid Alternatives*

Andando ad analizzare il mercato dei fondi *Liquid Alternatives*, il patrimonio totale è di € 353 miliardi di AuM, in linea con tutte le principali *asset class* tradizionali (ad eccezione del *Fixed Income*). Dall'inizio dell'anno i flussi sono negativi per 42 miliardi (fonte Morningstar, rielaborazione Lyxor).

In particolare, analizzando gli ultimi tre mesi, si vede come i maggiori deflussi siano stati su strategie *L/S Equity Market Neutral*, seguite da *L/S Equity*, *Multistrategy*, *Global Macro* e *CTA*. Invece le strategie *Fixed Income Arbitrage* e *Event Driven* hanno avuto flussi positivi.

Passando ad analizzare le performance dei gestori *Liquid Alternatives* UCITS (database Lyxor) si vede

Figura 1: 3M cumulated inflows into alternative UCITS (EUR bn)



come, sia nell'ultimo trimestre (ad eccezione dei fondi *Market Neutral* con uno -0.1%) che dall'inizio dell'anno, tutte le strategie *Liquid Alternatives* UCITS abbiano registrato performance positive.

In Tabella 1 i dati aggiornati al 12 Novembre 2019. Come si può notare dalle informazioni in tabella, le strategie *Managed Futures* rimangono le strategie più performanti dall'inizio dell'anno, in crescita del 9,2% secondo le nostre stime. Ma dopo un massiccio rally fino a fine agosto, l'*hangover* è stato caratterizzato da un forte aumento dei rendimenti obbligazionari negli ultimi mesi. L'inversione di tendenza del reddito fisso e la ripresa del mercato azionario negli ultimi tre mesi si è tradotta in un significativo riequilibrio dei portafogli CTA, dalle obbligazioni alle azioni. I CTA mantengono un posizionamento lungo sia sui titoli azionari che su quelli a reddito fisso, ma il divario tra le due allocazioni si è ridotto. Nel frattempo, la correlazione negativa tra queste classi di attività implica che i portafogli CTA sono attualmente adeguatamente diversificati. Il regime di correlazione tra azioni e obbligazioni è un importante parametro che influenza i rendimenti dei portafogli CTA. Negli ultimi anni, un improvviso aumento della correlazione ha innescato forti

drawdown per questa strategia. In molti casi, il cambiamento del regime di correlazione è stato innescato da annunci delle banche centrali, come nel secondo trimestre del 2013, quando Bernanke ha segnalato per la prima volta l'incombente *tapering*, o nel primo trimestre del 2016, quando Yellen ha comunicato una pausa nel processo di normalizzazione monetaria.

Attualmente, il regime di correlazione è inequivocabilmente in territorio negativo. Il principale rischio per i CTA è che l'aumento dei rendimenti obbligazionari registrato negli ultimi due mesi continui a ritmo sostenuto, causando perdite sui mercati azionari e un improvviso balzo del regime di correlazione. Un aumento inatteso dell'inflazione potrebbe causare un tale risultato, anche se tale fonte di rischio sembra remota a medio termine. In futuro, i primi germogli della ripresa potrebbero continuare ad alimentare i rendimenti obbligazionari e le quotazioni azionarie. In tal caso, i rendimenti dei CTA saranno *flat*, con guadagni sui titoli azionari che verranno compensati da perdite sul reddito fisso.

Ma il rischio che una ripresa ciclica non si concretizzi rimane significativo. Gli Stati Uniti e la Cina hanno lottato per finalizzare la *fase 1* del loro accordo commerciale e i dati macroeconomici non supportano pienamente la tesi secondo cui una ripresa della crescita stia prendendo piede.

In una situazione in cui le incertezze tornerebbero a perseguire i mercati, i CTA registrerebbero dei guadagni. Le perdite sulle allocazioni azionarie sarebbero probabilmente compensate da posizioni lunghe sul reddito fisso, sul dollaro USA e sui metalli preziosi.

Nel complesso, riteniamo che i portafogli CTA siano adeguatamente bilanciati e che la strategia abbia riacquisito un certo appeal.

Tabella 1: Performance del Peer Group dei fondi UCITS di Lyxor

	MTD	October	Q3	YTD	# of funds
MSCI World	2.1%	1.9%	0.8%	23.8%	
Global Macro	0.2%	0.7%	0.9%	6.4%	41
L/S Equity Directional	0.6%	0.4%	0.2%	6.3%	63
Event-Driven: Merger Arbitrage	0.1%	0.3%	0.4%	2.6%	23
L/S Credit	0.0%	0.2%	1.2%	5.9%	30
Global Lyxor UCITS Peer Group	0.3%	-0.2%	0.8%	5.0%	241
L/S Equity Market Neutral	0.4%	-0.4%	-0.1%	0.4%	31
Risk Premia	0.2%	-0.8%	0.4%	2.9%	21
Event-Driven: Special Situations	0.9%	-0.5%	0.2%	6.8%	7
Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index	-0.9%	-0.2%	2.6%	7.6%	
CTAs	0.1%	-3.1%	3.5%	9.2%	25

Le strategie *L/S Market Neutral* sono state danneggiate in ottobre dall'inversione di momentum sui mercati azionari, dovuta ad un cambio di direzione a favore dei titoli value. I settori azionari sensibili al ciclo economico hanno beneficiato delle speranze di allentamento delle tensioni commerciali e dei segnali di una possibile ripresa del ciclo in Europa. In conseguenza di ciò, le strategie *Special Situations* seguite dalle strategie *Directional L/S* hanno sovraperformato nel mese di ottobre, grazie ai rendimenti positivi delle attività rischiose. Al contrario, le strategie *L/S Credit*, *CTA* e *Merger Arbitrage* sono state sottoperformanti.

Outlook strategie Liquid Alternative

Nella Figura 2 abbiamo indicato quali sono le strategie che ci aspettiamo possano performare bene in questo contesto di mercato: *Merger Arbitrage*, *L/S Credit*, *Global Macro*.

In Lyxor Asset Management continuiamo ad essere costruttivi sulle strategie *Merger Arbitrage*, nonostante la sottoperformance dall'inizio dell'anno. Infatti, i fondamentali sono migliorati, con

Figura 2:



spread e volumi di M&A in ripresa negli Stati Uniti ad ottobre, e le caratteristiche strutturali rimangono interessanti: bassa volatilità dei rendimenti e basso beta dei mercati azionari. Per quanto riguarda il 2020, la nostra propensione al rischio è mitigata dalla significativa espansione dei multipli azionari degli ultimi mesi. I grafici che seguono mostrano i volumi delle operazioni di M&A negli ultimi tre anni e l'indicazione dei settori maggiormente coinvolti in operazioni di M&A, nonché la media degli spread presenti sul mercato americano.

Allo stesso modo siamo positivi sulle strategie L/S Credit, dove i bassi rendimenti dei bond favoriscono l'utilizzo di *carry strategies* e dove l'attesa compressione degli *spread* sui titoli *high yield* è in grado di apportare benefici, in quanto tali strategie sono caratterizzate da minore volatilità rispetto al credito speculativo.

Relativamente alle strategie *Global Macro*, siamo decisamente positivi su quelle con un focus sui mercati emergenti, mentre siamo neutrali sulle

strategie sistematiche e discrezionali con *bias* positivo.

Negli ultimi 12 mesi, circa il 70% dei rendimenti generati da strategie Macro con focus sui mercati emergenti può essere attribuito a due variabili principali: un indice obbligazionario in valuta forte e un indice valutario *broad* sui mercati emergenti. Le strategie *Global Macro* con focus sui mercati emergenti tendono ad avere un posizionamento lungo e il nostro appetito per le *carry strategies* in un contesto caratterizzato da bassi tassi è una delle ragioni principali che ci ha portato a sovrappesare tali strategie.

Per le strategie discrezionali e alcune strategie sistematiche il rimbalzo dei tassi delle ultime settimane rappresenta un elemento positivo.

La correlazione positiva, ma in calo, tra i rendimenti delle strategie macro sistematiche e i CTA non riflette pienamente le loro divergenze nelle esposizioni al reddito fisso: i CTA sono lunghi sul

reddito fisso mentre le strategie sistematiche sono corte, posizionate per un aumento dei rendimenti obbligazionari. La categoria delle strategie *Global Macro* è piuttosto eterogenea, per cui, in questo segmento, risulta chiave il processo di selezione.

Nella figura 5 mostriamo quali siano le strategie *Liquid Alternatives* con minor *beta* rispetto all'*MSCI World*.

La figura 6 evidenzia il fatto che le strategie *Merger Arbitrage* e *Market Neutral* sono meno volatili delle obbligazioni.

Nella figura 7 abbiamo voluto sottolineare come le strategie *M&A*, *CTA* e *Market Neutral* abbiano fatto bene nei più recenti periodi di *bear market*: 2008 e 2011.

Sulle strategie *L/S Equity* siamo neutrali: il *beta* si è ridotto ma rimane strutturalmente elevato e si è rafforzata la preferenza per i settori difensivi.

Infine, nella figura 9 ultima tabella viene presentato l'*outlook* di Lyxor Asset Management a 6/12 mesi sulle strategie *Liquid Alternatives*.

Figura 3: I deal spreads recuperano mentre i volumi delle attività di M&A in USA toccano i minimi

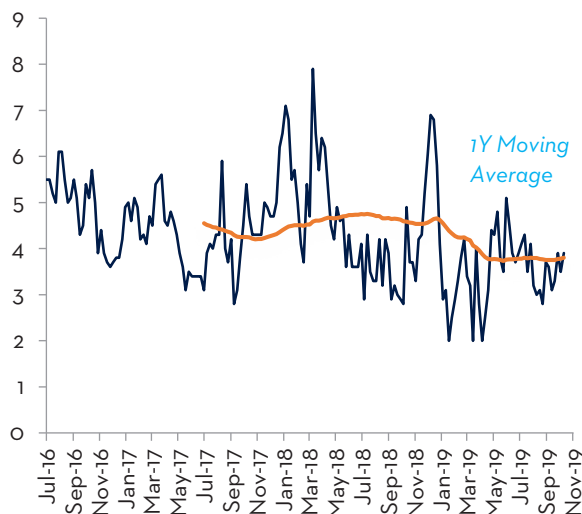


Figura 4: I volumi dell'M&A negli USA rimangono significativi nel 2019, anche se con crescita piatta

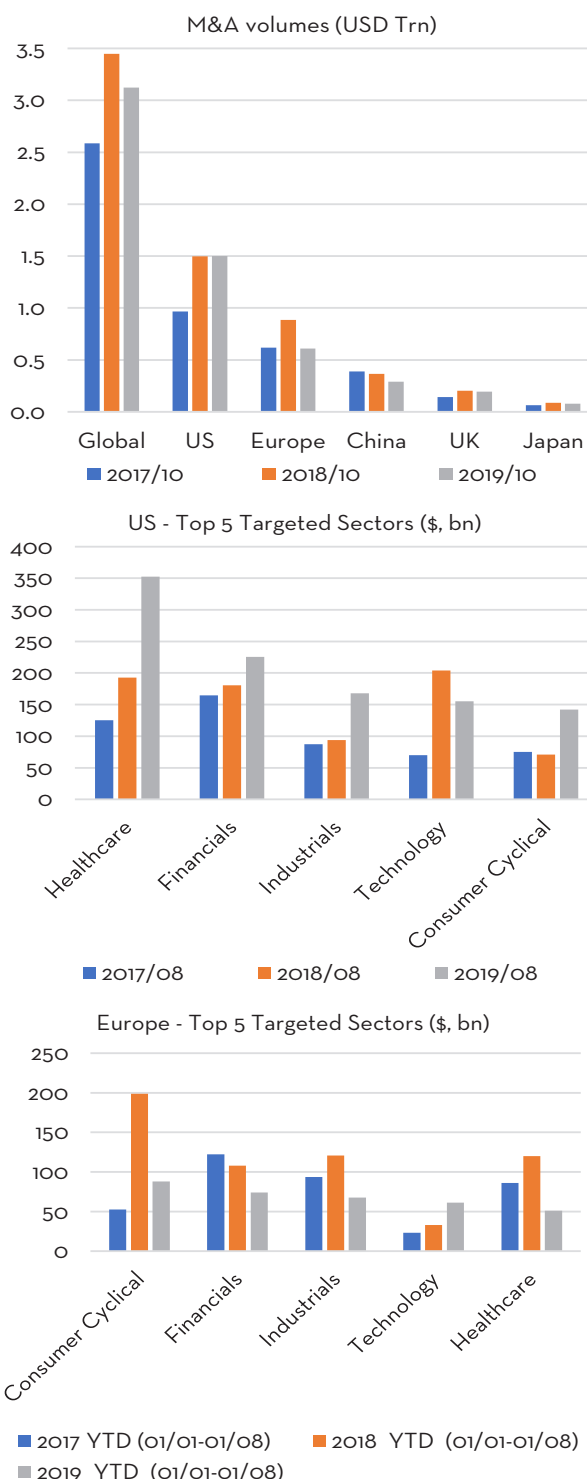


Figura 5:

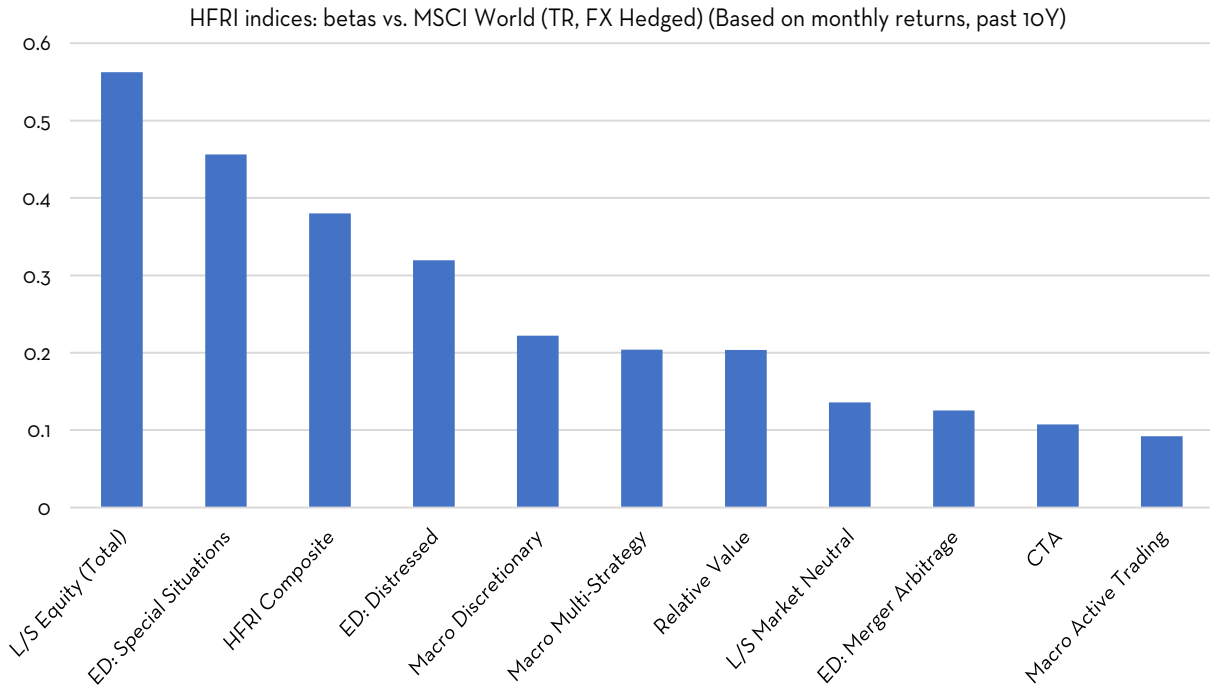


Figura 6:

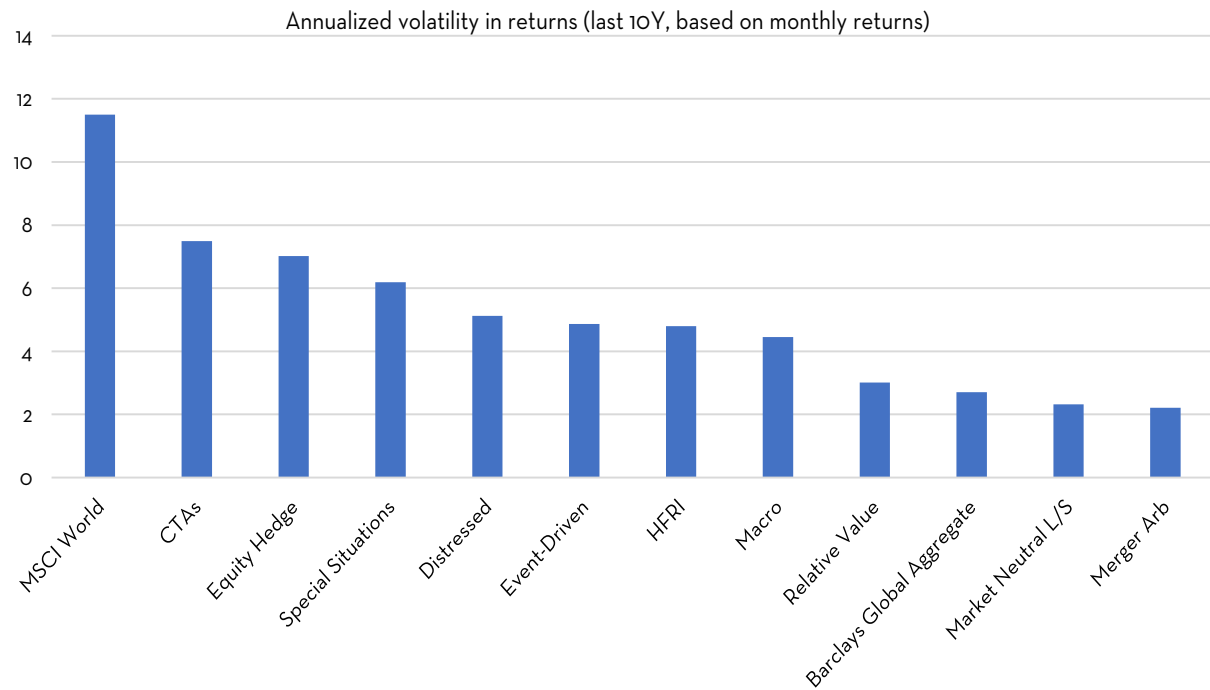


Figura 7: Merger Arb, CTA & Market Neutral L/S did well in bear markets

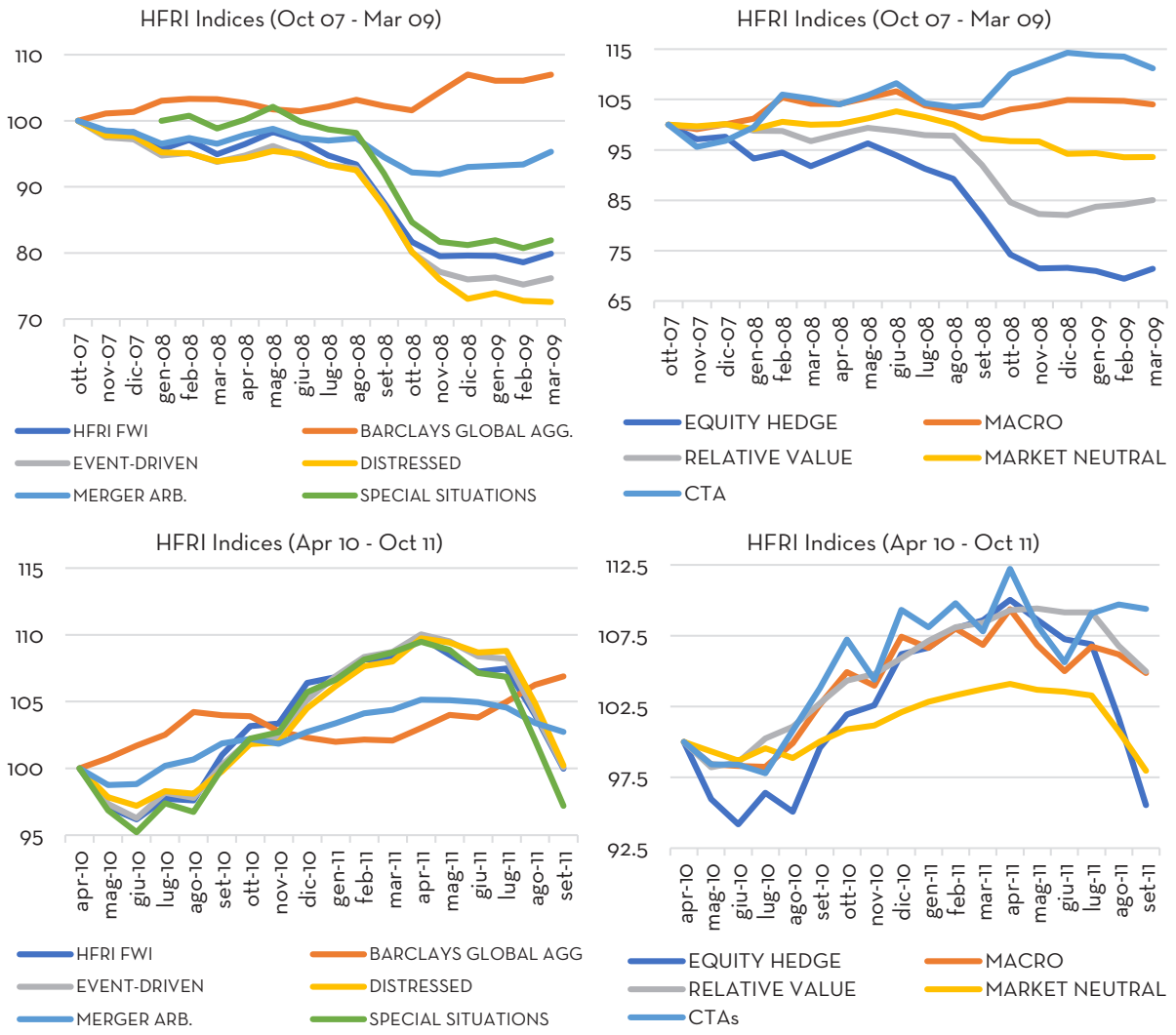


Figura 8:

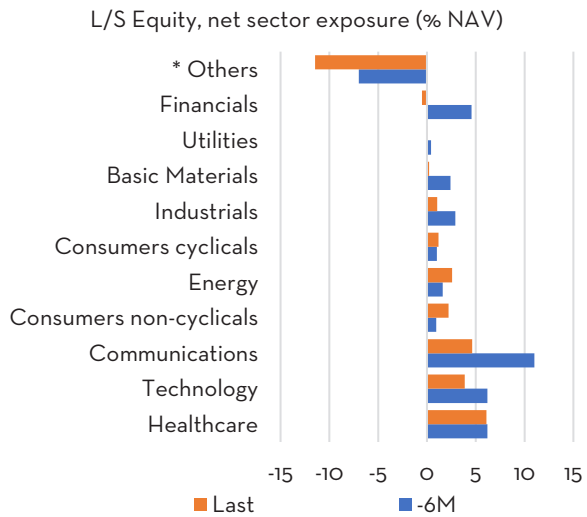


Figura 9: Preferiamo le strategie Event-Driven e FI Arbitrage rispetto a L/S Equity e CTA/ Macro

6-12 months view		UW	N	OW	
ALTERNATIVE	L/S Equity				
	Directional				
	Market Neutral				-
	Event-Driven				
	Merger Arbitrage				
	Special Situations				
	FI Arbitrage				
	L/S Credit				
	Multi-strategy				
	Global Macro				
	Systematic				+
	Discretionary				+
	EM focus				
CTAs					

LUCA IOZZELLI

Presidente

Fondazione Cassa di Risparmio di Pistoia e Pescia

Presidente, Lei presiede la Fondazione da quasi 4 anni; come è cambiato l'Ente in questo periodo e quali evoluzioni ha portato?

Negli ultimi anni la Fondazione si è data due principali linee di intervento:
a) Qualificare sempre più il processo erogativo dell'Ente utilizzando prevalentemente, per quanto concerne le richieste di sostegno finanziario di terzi, l'emissione di bandi specifici, secondo quanto sollecitato dal Protocollo ACRI MEF in termini di trasparenza. In detta direzione siamo passati da 6 bandi specifici del 2015 a 12 degli anni successivi. Ciò ha significato che il 48,6% delle nostre erogazioni nel 2018 sono state effettuate attraverso bandi (contro una media per lo stesso anno delle Fondazioni medio grandi pari al 29,6%), mentre i progetti propri della nostra Fondazione hanno rappresentato il 34,6% del totale (contro una media delle Fondazioni medio grandi del 32,3%). Gli altri progetti di terzi non finanziati attraverso bandi sono stati il 16,8% del totale delle erogazioni per la nostra Fondazione, contro una media delle Fondazioni medio grandi, sempre per l'esercizio 2018, del 38,1%;
b) Dal lato della gestione del patrimonio invece gli ultimi tre anni sono stati particolarmente intensi. Nel 2017 abbiamo completato la cessione della Cassa di Risparmio di Pistoia e della Lucchesia, incassando un'importante plusvalenza e abbiamo ottenuto anche rilevati contributi per il territorio da parte di Intesa Sanpaolo.

Si è inoltre provveduto a predisporre e attuare un piano di parziale dismissione e gestione della partecipazione in Intesa: questa scelta, frutto di una lunga riflessione, è stata motivata dall'esigenza di ridurre concentrazione patrimoniale e reddituale, per ricercare quella stabilità necessaria al mantenimento dei nostri standard erogativi nel prossimo futuro. Anche sul portafoglio non strategico, che la nostra Fondazione da anni gestisce internamente e direttamente in titoli, sono state fatte scelte improntate alla riduzione del rischio e all'ampliamento della diversificazione per asset e valute. Tutto questo è stato accompagnato da importanti interventi sull'organizzazione interna della Fondazione, sia sul piano delle risorse umane, con nuove figure e professionalità, sia per quanto concerne le procedure interne. In particolare, sul lato delle erogazioni, oltre al lavoro di puntuale verifica delle domande provenienti da terzi e di redazione delle relative graduatorie dei diversi bandi specifici, l'obiettivo che stiamo perseguendo è anche quello della verifica

degli interventi attuati e dei relativi benefici per il territorio di riferimento. Per la gestione del patrimonio invece è proseguita l'implementazione, attraverso l'ausilio di Prometeia Advisor Sim, dello strumento ALM per la verifica della sostenibilità erogativa; sono state inoltre apportate modifiche sostanziali alle procedure di trasmissione ordini, ai costi commissionali, nonché agli schemi di rendicontazione dell'ufficio finanza a Comitato Investimenti e Consiglio di Amministrazione.

Come state affrontando l'attuale scenario di mercato caratterizzato da rendimenti obbligazionari molto bassi se non addirittura negativi?

Gli investitori istituzionali ormai devono prendere atto che l'ambiente finanziario al quale erano abituati è mutato profondamente; garantire ai propri stakeholder, per noi rappresentati dall'intero territorio di riferimento, gli stessi ritorni offerti di una decina di anni fa è impensabile con lo scenario attuale, soprattutto in considerazione dei sempre maggiori rischi associati. Non sono però solo i rendimenti molto bassi, se non addirittura negativi, a rappresentare un problema oggi, ma anche e soprattutto i rischi asimmetrici rispetto al rendimento di praticamente tutte le asset class presenti sul mercato. Per questo la nostra Fondazione ha deciso di lavorare principalmente sulla ridefinizione dell'intero processo di investimento. Al centro della gestione abbiamo posto il controllo del rischio: ogni strumento in portafoglio viene calibrato sulla base di parametri e correlazioni ben precise, con l'obiettivo di avvicinarci quanto più possibile al concetto di frontiera efficiente e, di conseguenza, di ottimizzare sensibilmente il rendimento e la stabilità erogativa rispetto a qualche anno fa. In passato questo lavoro, per quanto possa sembrare banale, veniva spesso trascurato perché il mercato garantiva ritorni a doppia cifra anche senza gestioni complesse. Oggi non è più così. Piena apertura al mercato internazionale e gestione attiva diventano scelte essenziali per colmare il gap che si è aperto sui rendimenti. Il lavoro per noi non è chiaramente concluso e per questo stiamo dotando la nostra Fondazione di nuovi strumenti che ci consentiranno, in futuro, di cogliere ulteriori opportunità dal mercato globale.

Uno dei temi principali che riguarda l'attuale dibattito sulla natura degli investitori istituzionali riguarda gli investimenti in private asset. Come mai gli investitori istituzionali italiani sono indietro rispetto a quelli internazionali?

Non vi è dubbio che gli investitori istituzionali italiani siano in ritardo rispetto a quelli, ad esempio, di matrice anglosassone negli investimenti in private asset: basti pensare alle grandi università americane o inglesi (Harvard, Yale, Oxford, ecc.) che investono in tali tipi di strumenti percentuali molto alte dei patrimoni che gestiscono, anche superiori

al 50% degli stessi. Gli investitori italiani sono in ritardo per un problema di cultura finanziaria, in alcuni casi anche perché “scottati” da esperienze passate non positive in quanto prevalentemente concentrate in investimenti su singoli asset italiani, non gestiti spesso in maniera professionale.

La sua Fondazione però non è tra queste. Da diversi anni avete investito in private asset sia immobiliari che di private equity: con quali risultati?

Ci siamo sempre interessati a questa tipologia di strumenti, seppur con quote relativamente basse rispetto al nostro patrimonio. Nel private equity abbiamo investito prevalentemente attraverso fondi di fondi, e le esperienze sono state positive, con rendimenti interessanti e distribuzioni costanti. Nel comparto dei fondi immobiliari invece abbiamo dovuto affrontare una serie di problematiche con la diretta conseguenza di rilevanti perdite, già totalmente imputate nei bilanci passati con importanti svalutazioni.

Nella vostra asset allocation strategica qual è il peso obiettivo che vi ponete di investire in private asset e quale modello di investimento intendete adottare per i prossimi anni?

Gli organi della Fondazione hanno recentemente deciso di investire in private asset fino ad un massimo di 60 milioni, portando l'esposizione in questi strumenti dall'attuale 4% al 10% del nostro attivo a valori di mercato. Questo è un passaggio molto importante perché andrà a completare l'architettura della nostra gestione finanziaria. Per questa asset class, viste le caratteristiche che la contraddistinguono, abbiamo deciso di aderire alla piattaforma Fondazioni, che vede promotrici le fondazioni di Livorno, La Spezia e Sardegna, così da avere a disposizione un nostro comparto dedicato e funzionale al nostro obiettivo di investimento. Crediamo che il binomio strumento-modello ci consentirà di affrontare adeguatamente le sfide presenti su questo mercato.

Qual è la sua idea sul futuro del sistema Fondazioni?

Le Fondazioni devono continuare nella loro opera, portata avanti fin dalla loro nascita, di attori della coesione sociale delle comunità di riferimento. Al tempo stesso, in considerazione dei nuovi scenari che si presentano a livello locale e globale, dovranno accettare le sfide dell'innovazione, della sostenibilità finanziaria e dello sviluppo dei territori di riferimento. Dovranno considerare nella loro azione le nuove problematiche del mercato del lavoro derivanti dalle sfide della robotica e dell'intelligenza artificiale, dovranno sempre più preoccuparsi della crescita della conoscenza delle giovani generazioni. Credo che per molti

di questi temi lo strumento principale attraverso il quale le Fondazioni potranno agire in futuro sarà rappresentato da Cassa Depositi e Prestiti, Ente che dovrà sempre più essere vicino, anche con la propria struttura organizzativa, ai vari territori.

**TRA TASSE AMBIENTALI
E *GREEN BOND*:
I PAESI EUROPEI A
FIANCO DELL'UE
NELLA LOTTA AL
CAMBIAMENTO
CLIMATICO**

Simone Passeri
Prometeia Associazione

Diventa ogni giorno più chiaro come la partita decisiva del nostro tempo si stia giocando sul terreno del clima e dell'ambiente, un tema delicato e sempre più dibattuto. L'Organizzazione delle Nazioni Unite (ONU) ha appena lanciato un chiaro monito nel *Gas Emission Report 2019* pubblicato a fine novembre. Secondo questo rapporto, la piena implementazione degli accordi di Parigi¹ implicherebbe un aumento della temperatura media globale nel 2100 rispetto ai livelli pre-industriali di 3.2°C, un incremento ben superiore al target dell'1.5°C che è oggi identificato come livello oltre il quale la frequenza e l'intensità degli eventi climatici aumenterebbe significativamente. Le tinte di questo scenario assumono tratti ancora più foschi se si considera che molti paesi² potrebbero non essere in grado neanche di conseguire quegli obiettivi dichiarati nell'ambito degli accordi di Parigi, per i quali sarebbe richiesto sin d'ora un repentino e deciso cambio di passo.

In questo panorama l'Europa sembra volersi porre in prima linea nella lotta al cambiamento climatico e si è impegnata ad accrescere il proprio sforzo per il conseguimento di obiettivi più ambiziosi rispetto a quelli attuali³, sia attraverso una ridefinizione delle priorità e degli impegni a livello comunitario che tramite il lancio di iniziative *climate-oriented* da parte degli stati nazionali.

A livello di Unione, tre novità potrebbero materializzarsi negli anni a venire. La Commissione Europea, insediatasi il 1 dicembre, ha annunciato che lancerà entro i primi 100 giorni lavorativi un *European Green Deal* che prevederà principalmente il rafforzamento

delle misure di *carbon pricing* e lo sblocco di 1 trilione di investimenti verdi nell'arco della prossima decade. Il bilancio dell'Unione potrebbe destinare nei prossimi anni un ammontare maggiore di risorse a favore delle politiche climatiche, passando dai 30 miliardi annui del 2018 (pari al 20% dell'attuale bilancio) ai circa 45 (il 25% del futuro bilancio) previsti dall'attuale proposta in discussione per la definizione del Quadro Finanziario Pluriennale 2021-2027. La Banca Europea per gli Investimenti, infine, si è recentemente elevata al ruolo di Banca Europea per il Clima, assumendo nell'ambito della nuova *Energy Lending Policy* l'impegno di cessare il finanziamento di progetti legati alla produzione di energia da fonti fossili a partire dal 2021 e di incrementare il sostegno a progetti sostenibili sino al 50% dei fondi erogati rispetto all'attuale 25%.

A *latere*, poi, ci sono gli strumenti e le politiche che i singoli paesi attuano a supporto dell'Unione Europea contro il cambiamento climatico, secondo le specificità e le peculiarità proprie di ogni contesto geografico, economico e culturale.

I singoli stati possono agire dal lato delle entrate attraverso l'applicazione di tasse ambientali, una categoria ampia dentro la quale sono ricompresi tutti quegli strumenti di fiscalità nazionale tesi a promuovere paradigmi di consumo e di produzione orientati alla sostenibilità ambientale. Tra questi strumenti una menzione particolare va alla *carbon tax*, una tassa pigouviana, avente come base imponibile le emissioni di CO₂, che grava direttamente su chi inquina. Molti paesi ne hanno già adottato una, con gli stati nordici (Danimarca, Finlandia, Norvegia, Svezia, Islanda) a

¹ La conferenza sul clima di Parigi (COP21) del dicembre 2015 si è conclusa con l'adozione da parte di 195 paesi del primo accordo universale e giuridicamente vincolante sul clima. L'accordo sancisce l'impegno per i paesi firmatari di mantenere l'aumento medio della temperatura mondiale ben al di sotto di 2°C rispetto ai livelli pre-industriali come obiettivo a lungo termine e puntare a limitare l'aumento a 1.5°C, al fine di ridurre in misura significativa i rischi e gli impatti dei cambiamenti climatici.

² Secondo l'*Emission Gap Report 2019* dell'ONU, tra i paesi del G20, responsabili per il 78% delle emissioni di gas serra, ben sei non centreranno gli obiettivi fissati per il 2020 dagli accordi di Cancun del 2010 (Canada, Indonesia, Messico, Repubblica di Corea, Sud Africa e Stati Uniti).

³ Attualmente l'Unione Europea è impegnata nel conseguimento di tre obiettivi entro il 2030 in attuazione degli accordi di Parigi: a) una riduzione del 40% delle emissioni di gas serra rispetto ai livelli del 1990; b) una produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili almeno pari al 32%; c) una maggiore efficienza energetica rispetto allo scenario di *business-as-usual* almeno pari al 32.5%. Questi target sono già oggetto di discussione in sede europea per una eventuale revisione al rialzo. In merito al primo target il Parlamento Europeo ha recentemente approvato una risoluzione che invita la Commissione Europea ad alzare l'asticella di riduzione delle emissioni al 55%, mentre le direttive di riferimento del secondo e del terzo target (rispettivamente la "Renewable Energy Directive" - EU 2018/2001 - e la Energy Efficiency Directive - EU 2018/2002) contemplan la possibilità di un loro aumento prima del 2023.

fare da apripista nei primi anni novanta, seguiti più recentemente da alcuni paesi del blocco centro-mediterraneo (Francia, Spagna, Portogallo). Complessivamente nel 2017 le tasse ambientali hanno portato in dote ai 28 paesi dell'UE quasi 370 miliardi, pari al 2.4% del Pil dell'area (il 6.1% del gettito complessivo).

Benché queste tasse possano essere considerate un utile correttivo a situazioni di fallimento del mercato, è tuttavia verosimile immaginare che producano altresì effetti economici depressivi, distorsivi e distributivi. È, quindi, evidente che il bilancio pubblico debba agire dal lato della spesa per contrastare questi effetti negativi, prevedendo misure compensative a beneficio di chi subisce maggiormente gli effetti di queste tasse, in particolare le famiglie a basso reddito, per via della natura regressiva di questo genere di imposte, e le imprese e i lavoratori dei settori *energy-intensive*.

Inoltre, il bilancio pubblico può supportare la transizione ecologica dal lato della spesa anche attraverso l'attivazione di investimenti di vario genere (infrastrutturali, digitali e in Ricerca & Sviluppo) aventi come denominatore comune l'adattamento e la mitigazione dei cambiamenti climatici. Questi investimenti permetterebbero di evitare o limitare le conseguenze economiche degli eventi climatici e di alzare il potenziale dell'economia rendendo più effi-

ciente l'utilizzo dei fattori. In questo ambito occorre ricordare che, negli ultimi mesi, ha fatto capolino nel dibattito pubblico la proposta di una revisione delle regole fiscali volta a permettere lo scorporo degli investimenti verdi dal deficit strutturale. Tuttavia, l'accoglienza della proposta è stata tiepida e la discussione è apparentemente a un punto morto.

Ad ogni modo, le risorse per finanziare misure compensative e investimenti possono essere reperite non solo attraverso il prelievo fiscale, ma anche ricorrendo a strumenti di debito, tanto meglio se *green*. In Europa alcuni paesi hanno scommesso negli ultimi anni sulla possibilità di emettere *green bond* a livello governativo, cioè veri e propri titoli di Stato i cui proventi sono destinati a settori individuati ex ante e per i quali si ritiene necessaria una svolta ambientale. In ordine strettamente cronologico i paesi che hanno emesso *green bond* sono la Polonia, la Francia, il Belgio, la Lituania, l'Irlanda e i Paesi Bassi (Tab. 1)⁴.

Il mercato dei *green bond* governativi sta suscitando molto interesse sia tra gli investitori istituzionali, come i fondi comuni di investimento, che tra gli investitori *retail* e, benché la sua dimensione sia ancora esigua in rapporto all'estensione dei mercati dei titoli di stato, vi sono buone ragioni per ritenere che esso abbia un buon potenziale. Ne dà evidenza anche un'analisi di *Climate Bonds Initiative*⁵ che, confron-

Tabella 1: Principali informazioni sulle emissioni di green bond governativi in UE

Paese Emittente	Polonia	Francia	Belgio	Lituania	Irlanda	Paesi Bassi
Data della prima emissione	20/12/2016	31/1/2017	03/05/2018	05/03/2018	17/10/2018	24/5/2019
Ammontare in essere (mln €)	3750	20677	6886	20	5000	5980
Rating Moody's/S&P/Fitch	A2/A-/A-	Aa2/AA/AA	Aa3/AA/AA-	A3/A/A-	A2/A+/A+	Aaa/AAA/AAA
Durata all'emissione	5, 10, 30 (*)	22	15	10	12	20

Fonte: Elaborazione Prometeia su dati dei dipartimenti nazionali del Debito Pubblico.

⁴ Ciascun paese si è dotato di un *framework* nazionale seguendo lo schema definito dai *Green Bond Principles* redatti dall'Associazione Internazionale del Mercato dei Capitali (AIMC). Tale *framework* definisce i settori di destinazione delle risorse reperite, le modalità di selezione dei progetti da finanziare e il funzionamento del sistema di garanzia a favore della trasparenza e del merito della attività di gestione delle risorse.

⁵ Disponibile al link https://www.climatebonds.net/files/reports/h1_2019_highlights_final.pdf

Tabella 2*: Settori di destinazione delle risorse (in base alla tassonomia AIMC)

	Polonia	Francia	Belgio	Lituania	Irlanda	Paesi Bassi
Energia rinnovabile	✓		✓		✓	✓
Efficienza energetica		✓	✓		✓	✓
Prevenzione e controllo dell'inquinamento		✓				
Gestione ambientalmente sostenibile delle risorse naturali e utilizzo del territorio	✓	✓	✓		✓	
Conservazione della biodiversità terrestre e marina		✓				
Trasporto pulito	✓	✓	✓		✓	✓
Gestione sostenibile delle acque e delle acque reflue					✓	✓
Adattamento al cambiamento climatico		✓			✓	✓
Prodotti, tecnologie di produzione e processi eco-efficienti / economia circolare			✓			
Edilizia Ecologica		✓		✓		

(*) La Polonia ha emesso tre differenti titoli governativi.

Fonte: Elaborazione Prometeia su dati dei dipartimenti nazionali del Debito Pubblico.

tando emissioni nazionali di *green bond* con emissioni di *bond* comparabili⁶, rileva che i titoli di Stato verdi registrano un *cover ratio*, cioè un rapporto tra ammontare richiesto e ammontare offerto, comparabile a quello degli omologhi non green e che in 10 casi su 11 i primi pagano un rendimento minore dei secondi, a riprova del fatto che questi strumenti possono far leva su un'ampia base di investitori disponibile a ricevere (un po') meno al fine di sostenere la causa ambientale.

Entrando nel dettaglio delle emissioni governative in Europa, la Francia ha emesso dal 2017 a oggi oltre 20 miliardi di *green bond* con scadenza nel 2039, canalizzando queste risorse in sei settori: costruzioni, trasporti, energia, risorse biologiche, adattamento,

inquinamento ed efficienza energetica (Tab. 2). Tra le attività da finanziare figurano l'efficientamento energetico degli edifici, un sistema di mobilità più efficiente e con un peso maggiore del trasporto pubblico, tecnologie per l'uso di risorse rinnovabili e un utilizzo sostenibile della terra e delle risorse naturali. Il Belgio vanta un'offerta di titoli governativi verdi pari a 7 miliardi da destinare a cinque aree di intervento: efficientamento energetico, trasporti, energia rinnovabile, economia circolare e risorse biologiche e uso della terra. I Paesi Bassi, infine, ultimi ad aver scommesso su questo mercato con 6 miliardi emessi nel maggio del 2019 (a fronte di una domanda più che tripla: 21 miliardi), puntano con queste risorse ad abbattere le emissioni di gas serra oltre il *target* europeo e, considerati i rischi derivanti dalla loro

⁶ Perché il confronto possa avvenire, gli autori dell'analisi stabiliscono che ambo i titoli devono a) avere la stessa denominazione (EUR o USD); b) essere emessi per un ammontare superiore a 500 milioni di dollari; c) avere un *rating investment-grade*; d) avere una durata residua analoga e superiore ai 3; e) essere emessi entro un ristretto periodo di tempo.

collocazione geografica, a investire in un programma focalizzato a rafforzare il sistema di difesa dall'innalzamento del livello del mare, dalle alluvioni e da altri eventi meteorologici estremi.

In questo panorama non sono state menzionate Germania e Italia, che, tuttavia, forse anche sulla base dell'esperienza degli altri paesi, hanno recentemente fatto propria la possibilità di ricorrere in un futuro prossimo all'emissione di green bond quale parte integrante di un piano più ampio che rafforzi l'impegno nazionale sulla questione ambientale.

La Germania, dovendo anche far fronte a un rallentamento congiunturale aggravato da fattori di natura strutturale, ha inserito nella Legge di Bilancio 2020 un importante piano green da 54 miliardi (9 per il 2020 e il resto per i successivi 3 anni) che dovrebbero diventare 100 miliardi nel 2030. Questo piano favorirà la mobilità sostenibile, l'utilizzo di sistemi più ecologici per il riscaldamento domestico e la creazione di un sistema di certificati per le emissioni di CO₂ in quei settori non inclusi nell'*Emissions Trading System* europeo, in particolare i trasporti e il settore del riscaldamento. Il *Klima Paket* sarà finanziato per una parte minore mediante i ricavi provenienti da questo schema di certificati e in più larga parte attraverso la costituzione di un veicolo privato ad hoc, operante al di fuori del perimetro della pubblica amministrazione, il cui capitale sarebbe raccolto principalmente presso gli investitori attraverso l'emissione di maxi-obbligazioni green e sostenute da una partecipazione statale una tantum.

In Italia, invece, a fronte di una gran vivacità del mercato dei green bond emessi dal settore privato,

l'atteggiamento del settore pubblico rispetto alle tematiche ambientali è stato sinora molto tenue. Solo di recente, stando alla Nota di Aggiornamento al Def e al Documento Programmatico di Bilancio, i richiami all'aspetto ambientale sono diventati più frequenti e consistenti. In particolare, l'EcoBilancio allegato al disegno di legge di Bilancio e il disegno di legge stesso prevedono rispettivamente un raddoppio delle risorse dedicate alla protezione dell'ambiente, che passano da quasi 2.4 miliardi nel 2019 a circa 4.5 miliardi nel 2020, e l'istituzione di un Fondo per gli investimenti in sostenibilità ambientale delle amministrazioni centrali che potrà contare su risorse pari a 22.3 miliardi di euro in 15 anni, dal 2020 al 2034. In aggiunta, lo scorso ottobre è stato emanato il decreto legge 111/2019 (cd "decreto clima") che mobilita circa 450 milioni a favore di iniziative ambientali e che ha impegnato il governo ad approvare entro 60 giorni un "Programma strategico nazionale per il contrasto ai cambiamenti climatici e il miglioramento della qualità dell'aria". Non è infine escluso, come annunciato in più occasioni dal ministro dell'Economia e delle Finanze, che il Tesoro possa emettere un BTP green sul solco dell'esperienza di altri paesi europei.

In definitiva, pur nella loro eterogeneità, molte sono le iniziative di cui l'Unione Europea e gli stati nazionali si stanno facendo promotori per affrontare la sfida del cambiamento climatico. Se L'Europa terrà fede agli impegni già presi e a quelli annunciati, può ambire a diventare un leader globale nella promozione di standard e buone pratiche suscettibili di emulazione da parte di altri paesi, disegnando un percorso comune e sinergico verso un modello economico *climate-neutral* che metta al sicuro la sopravvivenza del pianeta e delle generazioni future.

**SETTIMANA SRI 2019:
CLIMA, UNIONE
EUROPEA E
PREVIDENZA TRA I
TEMI PROTAGONISTI
DELL'OTTAVA EDIZIONE**

Novembre è ormai sinonimo di sostenibilità per la comunità finanziaria italiana. La Settimana SRI, giunta quest'anno all'ottava edizione, si è svolta dal 12 al 21 novembre tra Milano, Roma e Napoli con 13 convegni in calendario. L'iniziativa organizzata dal Forum per la Finanza Sostenibile è uno dei principali appuntamenti in Italia dedicati all'Investimento Sostenibile e Responsabile (o SRI da *Sustainable and Responsible Investment*).

Roma ha ospitato l'evento di apertura e la giornata conclusiva, dedicati rispettivamente al cambiamento climatico e alla previdenza in Italia, con la presentazione di due ricerche del Forum. Quest'anno per la prima volta la Settimana SRI ha fatto tappa a Napoli in occasione del convegno organizzato in collaborazione con l'Università Federico II e con l'Accademia Italiana per la Finanza Sostenibile, la rete universitaria animata dal Forum. A Milano si sono svolti tutti gli altri eventi, che hanno approfondito temi in primo piano nell'ambito della finanza sostenibile, come il programma di riforme della Commissione Europea, a cui il Forum ha dedicato una pubblicazione. Un altro interessante

appuntamento con la comunità finanziaria milanese è stato il convegno di presentazione del progetto "Cantieri ViceVersa", promosso in collaborazione con il Forum Nazionale del Terzo Settore al fine di costruire una solida rete relazionale tra finanza ed Enti di Terzo Settore.

I principali risultati degli studi del Forum

Risparmiatori italiani e cambiamento climatico

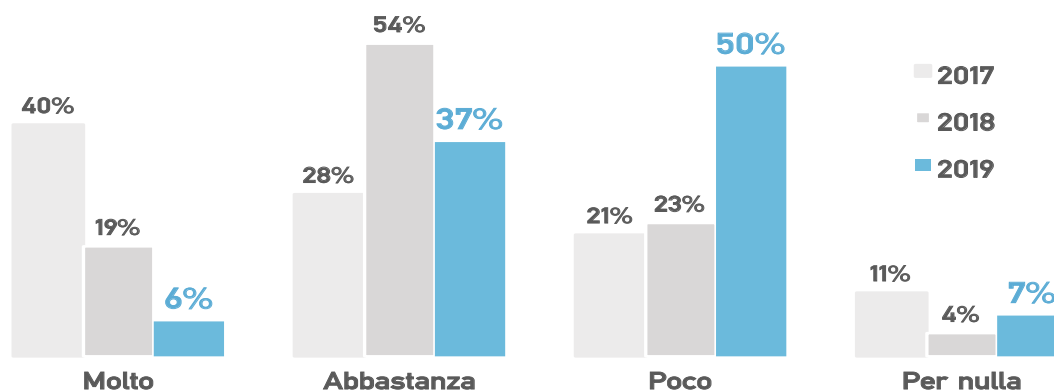
La ricerca condotta dal Forum in collaborazione con BVA Doxa ha analizzato se e come i temi ambientali e climatici influenzino le scelte finanziarie degli investitori *retail* italiani. I risultati aprono molteplici spunti di riflessione per diversi attori dell'industria finanziaria.

Anzitutto, è interessante che il 91% degli intervistati attribuisce all'attività umana la responsabilità del cambiamento climatico. Clima e ambiente sono percepiti come variabili significative anche in ambito finanziario: per il 92% di coloro che possiedono prodotti SRI la presenza di politiche a supporto dell'ambiente da parte delle aziende è stata "molto" o "abbastanza" rilevante nella

Figura 1:

La finanza è sostenibile?

<Secondo te, nel mondo della finanza e delle banche quanto sono tenuti in considerazione i temi ambientali, sociali e di governance (buon governo) di impresa?>



scelta di investimento. Incoraggianti anche i dati sull'incidenza delle considerazioni ambientali nella vita quotidiana, con oltre il 60% dei risparmiatori che ha modificato i propri comportamenti in ottica di sostenibilità.

L'80% del campione considera importante essere messo al corrente della sostenibilità ambientale e sociale dei propri investimenti. Tuttavia, oltre la metà ritiene che il settore finanziario non tenga sufficientemente in considerazione i fattori ambientali, sociali e di *governance* e giudica carente l'informazione sulla finanza sostenibile.

Risultato: una difficoltà a tradurre l'interesse per i temi ambientali in concrete scelte d'investimento. Tra coloro che conoscono i prodotti SRI, uno su quattro dichiara di aver investito in questa tipologia di strumenti.

Le ragioni principali della mancata sottoscrizione di prodotti SRI sono ricondotte prevalentemente all'informazione: la conoscenza delle caratteristiche dei prodotti è insufficiente per il 47% dei risparmiatori e la pubblicità inadeguata per il

36%. I segnali incoraggianti giungono dalla rete di vendita: la quota di risparmiatori cui gli operatori hanno proposto investimenti sostenibili si attesta al 40%, in aumento dal 2018.

L'Unione Europea e la finanza sostenibile: impatti e prospettive per il mercato italiano

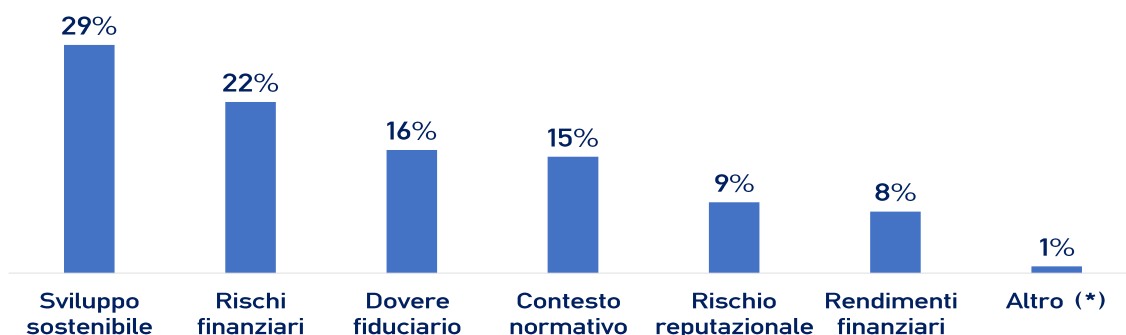
Il manuale è stato realizzato dal Forum a partire dalla creazione di un gruppo di lavoro *multi-stakeholder* che ha coinvolto rappresentanti di diverse categorie di operatori finanziari italiani ed esperti di settore.

La pubblicazione approfondisce le principali iniziative di *policy* sulla finanza sostenibile avviate dalle istituzioni europee a partire dal lancio del Piano d'Azione della Commissione nel 2018, analizzandone in particolare le potenziali implicazioni economico-finanziarie per il mercato italiano; inoltre, il manuale contiene spunti di riflessione sui futuri sviluppi del processo di riforma.

Dal gruppo di lavoro è emerso che gli operatori finanziari accolgono l'intento delle istituzioni Ue di allineare i mercati agli obiettivi dell'Accordo di

Figura 2:

Motivazioni adozione politica SRI



(*) offrire una linea di investimento ESG.

Parigi e dell'Agenda 2030. Al tempo stesso, vengono rilevati alcuni aspetti per cui si rende necessaria un'ulteriore riflessione e discussione tra le parti in ambito europeo e nazionale. In particolare: il miglioramento della qualità e dell'efficacia dei dati sugli aspetti di sostenibilità a disposizione degli investitori; la definizione di chiare tempistiche di applicazione per le varie misure; una maggiore attenzione agli aspetti sociali e alle esigenze delle Pmi.

Grazie alla traduzione in inglese della pubblicazione, gli orientamenti degli operatori finanziari italiani stanno circolando anche all'interno del *network* di Eurosif, l'associazione che promuove la finanza sostenibile in Europa.

Le politiche di investimento sostenibile e responsabile degli investitori previdenziali

La quinta edizione della ricerca svolta dal Forum in collaborazione con Mefop e con MondoInstitutional ha coinvolto 115 piani (contro i 50 delle precedenti edizioni), per un totale di €220 miliardi di masse in gestione. Uno dei risultati più significativi riguarda il tasso di risposta pari al 78%, segno che una larga maggioranza degli operatori previdenziali italiani è disponibile a condividere informazioni sulle proprie politiche SRI. Il 47% dei rispondenti dichiara di aver adottato strategie SRI nella gestione patrimoniale; di questi, oltre metà le applica a una porzione del patrimonio gestito superiore al 75%.

Inoltre, la maggioranza dei piani che attualmente non integrano criteri di sostenibilità ha già avviato valutazioni in merito. La scelta di adottare politiche d'investimento sostenibile è motivata prevalentemente dalla volontà di contribuire allo sviluppo sostenibile e di gestire più efficacemente i rischi finanziari.

Rilevanti sono anche le posizioni emerse in merito al ruolo del Consiglio di Amministrazione e al rapporto con i gestori. Per il 64% dei piani attivi in termini di SRI, il CdA definisce tale approccio all'investimento in termini generali, lasciando al gestore il compito di tradurlo dal punto di vista operativo: in questi casi, le competenze del gestore assumono una rilevanza significativa. La quasi totalità dei rispondenti attivi (93%) dichiara che il CdA valuta almeno annualmente le performance degli investimenti dal punto di vista della sostenibilità.

Le conclusioni della ricerca sottolineano che l'integrazione dei criteri di sostenibilità nelle decisioni di investimento resta una scelta volontaria per gli investitori previdenziali. Tuttavia, nel nuovo contesto normativo europeo e nazionale (con particolare riferimento alle Direttive IORP II e *Shareholder Rights II*), alla luce della necessità di confrontarsi con un orizzonte temporale di medio-lungo periodo e con le crescenti disuguaglianze, gli investimenti sostenibili saranno sempre più cruciali per gli operatori previdenziali.

LA CONGIUNTURA DEI MERCATI FINANZIARI NEL III-19

Francesco Amoroso

Senior Economist - Prometeia

Ugo Speculato

Specialist - Prometeia

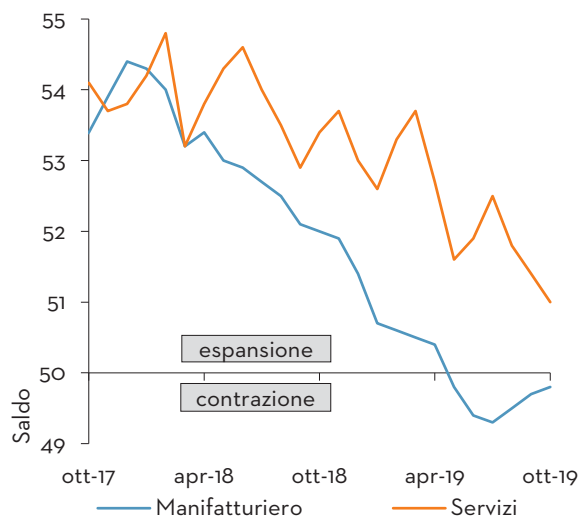
L a congiuntura economica e le prospettive

I dati del III-19 e le informazioni qualitative per il IV-19 stanno confermando i miglioramenti previsti per l'ultima parte dell'anno. Tuttavia, sta tornando l'incertezza sulla guerra commerciale, dopo i segnali distensivi emersi a ottobre. In questo contesto, il commercio mondiale rimane ancora debole, con un ulteriore e più marcato calo su base annuale nel III-19.

Nel III-19 il Pil è cresciuto allo stesso ritmo del trimestre precedente sia in Usa che nell'Uem, rispettivamente a +0.5% e +0.2% su base trimestrale. Per gli Usa l'andamento è stato in linea con le attese, con il Pil ancora sostenuto dagli effetti delle buone condizioni del mercato del lavoro sui consumi delle famiglie; gli investimenti non residenziali sono invece calati, su base trimestrale, per il secondo trimestre consecutivo, confermando la persistente difficoltà del settore manifatturiero. La crescita del Pil è stata migliore delle attese in molti paesi dell'Uem, in particolare in Germania dove è tornato a crescere dopo un trimestre in lieve calo; il Pil è tornato a crescere anche in Italia, dopo la stagnazione del secondo trimestre. Seppur in rallentamento, anche la crescita del Pil cinese (al 6% su base annua) è stata migliore delle attese e comunque in linea con gli obiettivi del governo.

Per l'ultimo trimestre dell'anno gli indicatori qualitativi stanno fornendo segnali positivi per l'Uem ma anche per l'economia mondiale, per cui il Pmi rimane sotto 50 per il settore manifatturiero, ma in miglioramento tra settembre e novembre. Secondo i dati preliminari, il Pmi manifatturiero dell'Uem è aumentato anche a novembre, ma il Pmi composito sembra sia stato frenato dall'andamento del settore dei servizi. Nonostante il Pil migliore delle attese nel III-19 e qualche segnale di stabilizzazione, per l'Uem permane tuttavia ancora una situazione di cautela, come emerge dalle survey sulle attese di produzione.

Figura 1: Indici PMI globali



Fonte: Refinitiv, elaborazioni Prometeia, dati al 29/11/19.

Le dichiarazioni di Trump a metà novembre all'Economic Club di New York su Cina e Ue hanno contribuito a far aumentare il clima di incertezza sulla guerra commerciale, dopo i segnali più distensivi che avevano caratterizzato il mese precedente. Il "botta e risposta" con la Cina ha portato gli operatori a ipotizzare che la «Fase 1» non si completerà prima di metà dicembre. Un elemento positivo è che non sono state date indicazioni relative all'aumento delle tariffe sulle importazioni di auto europee entro la scadenza di metà novembre, ma permane l'incertezza perché la decisione potrebbe solo essere stata rimandata.

L'incertezza sul fronte commerciale tra Usa, Cina e Uem resta quindi elevata e continua a rappresentare il fattore di rischio maggiore per le prospettive dell'economia internazionale. Ci attendiamo pertanto un rallentamento dell'economia mondiale che tuttavia non diventa una vera e propria recessione grazie al sostegno delle politiche economiche. La crescita del Pil mondiale dovrebbe rallentare intorno al 3% nella media del 2019, dal 3.7% del 2018, e scendere ulteriormente nell'anno successivo.

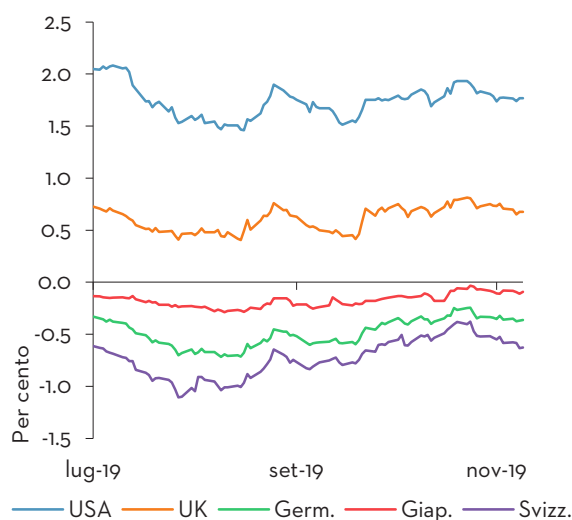
I mercati finanziari

Negli ultimi mesi del 2019 è continuata la luna di miele tra mercati finanziari e politica monetaria. Sempre per evitare una brusca frenata dell'economia e far risalire le aspettative di inflazione sia la Federal Reserve che la Banca Centrale Europea hanno mantenuto un orientamento espansivo. La Bce, già a settembre, dopo aver potenziato la *forward guidance* - con l'annuncio che i tassi di interesse saranno su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché l'inflazione non sarà vicina all'obiettivo - aveva annunciato una serie di misure oltre al taglio del tasso sui depositi. Con l'insediamento di Christine Lagarde, come nuovo presidente della Bce, è stata comunque tracciata una linea di continuità rispetto al suo predecessore sul percorso di politica monetaria. È stata ribadita l'esigenza di un nuovo *policy mix*, adoperando gli spazi fiscali sulla base delle potenzialità di ciascun paese e di creare una nuova fase di politiche europee.

La Fed ha tagliato i tassi nuovamente a fine ottobre per la terza volta consecutiva da luglio, portandoli nel range 1.50-1.75%. Tuttavia la scomparsa nel comunicato ufficiale dell'indicazione secondo cui «la Fed agirà in modo appropriato per sostenere l'espansione economica» ha lasciato intendere che la Fed possa aver terminato il percorso di allentamento. Il nuovo programma di acquisti di titoli a breve termine, al ritmo di 60 miliardi di dollari al mese, come sottolineato da Powell, non rappresenta invece un nuovo QE per stimolare l'economia, né avrà impatto sulla politica monetaria, ma costituisce una misura per contrastare la crisi di liquidità e far tornare le riserve su di un livello idoneo per un adeguato funzionamento del mercato monetario.

Il clima di fiducia ritrovata è legato anche alla pubblicazione di alcuni dati macroeconomici superiori alle attese che confermano i miglioramenti previsti per l'ultima parte dell'anno e al flusso di notizie positive sul fronte politico che hanno

Figura 2: Rendimento dei titoli governativi a 10 anni di alcuni Paesi ritenuti meno rischiosi

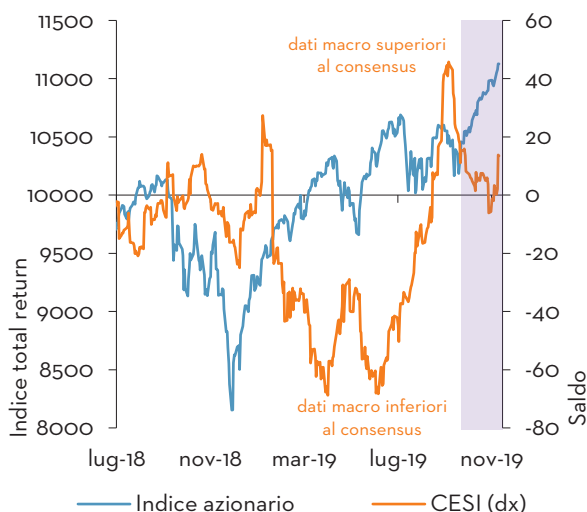


Fonte: Refinitiv, elaborazioni Prometeia, dati al 29/11/19.

visto la Brexit slittata a gennaio e l'approvazione della manovra finanziaria italiana da parte della Commissione Europea. I tassi governativi a medio-lungo termine, infatti, sono aumentati negli ultimi mesi guidati sia dalla componente relativa alle attese di inflazione, sia da un miglioramento delle attese macroeconomiche. In virtù di politiche monetarie ancora espansive i tassi di lungo termine resteranno su livelli compressi e la volatilità sul mercato governativo e corporate sarà contenuta da programmi di acquisto titoli. La Fed dovrebbe tagliare ancora i tassi all'inizio del 2020 mentre nell'Uem i tassi saranno invariati almeno fino alla metà del 2023.

L'appetito al rischio sui mercati finanziari ha continuato ad aumentare. Seppur con minor intensità rispetto ai mesi passati, ha quindi sostenuto il rialzo dei prezzi azionari, i quali sono aumentati in tutti i principali paesi. Il contributo positivo del premio al rischio alla variazione degli indici azionari, infatti, ha superato quello dell'aumento dei tassi risk-free e della revisione degli utili.

Figura 3: Mercato azionario e Indice delle sorprese macroeconomiche



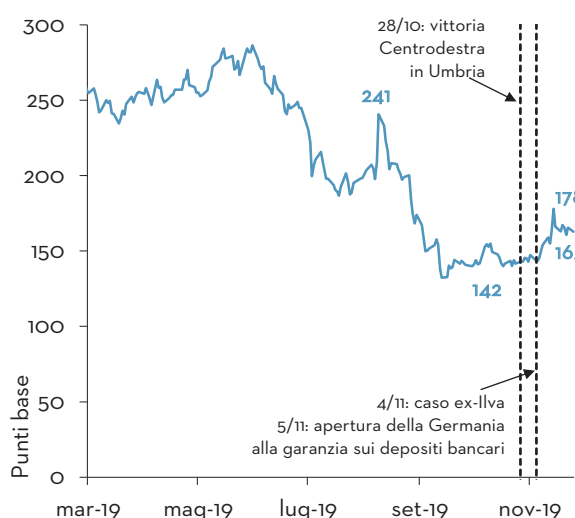
Fonte: Refinitiv, elaborazioni Prometeia, dati al 29/11/19.

L'andamento dei prezzi azionari è rimasto scollegato dai fondamentali economici. Mentre i prezzi azionari hanno continuato ad aumentare, l'indicatore di "sorprese macroeconomiche" di Citigroup (Cesi) - che sintetizza i risultati macro superiori/inferiori

alle attese - si è mosso nella direzione opposta. Solo nell'Uem, nelle ultime settimane, l'indicatore Cesi è tornato ad essere correlato positivamente con l'indice azionario pur restando in un'area inferiore allo zero.

In Italia l'indice azionario ha continuato a registrare un buon andamento - con un rialzo da inizio anno di circa il 30% - anche se nell'ultimo mese è aumentata l'incertezza sulla tenuta del governo italiano, dopo la schiacciante vittoria del Centrodestra alle elezioni in Umbria e lo scoppio del caso ex-Ilva. Lo spread Btp-Bund è infatti tornato a salire sfiorando a metà mese i 180 punti base, dai 140 pb del mese precedente. Il rialzo, poi attenuato, riflette diversi fattori non legati solo alla politica italiana ma anche al settore bancario e, probabilmente, a qualche fattore tecnico. La definizione della nuova legge di bilancio non sembra invece aver portato a particolari pressioni: il 20/11 la CE non ha chiesto modifiche al piano di bilancio 2020 dell'Italia ma si è detta preoccupata perché (come per la Francia) rischia di violare le norme comunitarie su riduzione di debito e deficit.

Figura 4: Spread BTP-Bund a 10 anni



Fonte: Refinitiv, elaborazioni Prometeia, dati al 29/11/19.

Nei prossimi mesi l'andamento delle quotazioni azionarie potrebbe rimanere ancora volatile perché i rischi rimangono chiaramente al ribasso e legati al deterioramento delle prospettive economiche. Tempi più lunghi e gli effetti della persistente incertezza Usa-Cina-Europa sull'andamento del commercio mondiale continuano a gravare sull'andamento delle attività finanziarie. Inoltre i mercati potrebbe essere penalizzati anche dal minor supporto che gli utili aziendali potrebbero fornire alla crescita delle quotazioni azionarie: gli utili potrebbero infatti registrare un calo anche in assenza di una recessione economica. I prezzi azionari dovrebbero comunque continuare a beneficiare delle politiche monetarie espansive.

Nella Tabella seguente sono riportate le variazioni dei rendimenti per alcune asset class:

Tabella 1: Variazione total return in valuta locale fino al 28 novembre 2019

Indici	ytd 2019	Da 31-ott-19
liquidità (euribor 3m)	-0.3%	0.0%
bond gov. Germania	4.5%	-0.4%
bond gov. Italia	11.0%	-2.1%
bond gov. USA	7.7%	-0.3%
bond gov. Uk	8.8%	-0.9%
bond gov. Emergenti (u\$)	12.1%	-0.3%
bond corporate IG UEM	6.3%	-0.2%
bond corporate IG USA	13.9%	0.2%
bond corporate HY UEM	10.0%	0.8%
bond corporate HY USA	12.1%	0.5%
equity UEM	25.2%	2.8%
equity Italia	30.3%	2.2%
equity Europa escl. UEM	20.8%	2.7%
equity USA	28.4%	4.2%
equity Giappone	18.0%	2.4%
equity Emergenti (u\$)	11.7%	0.9%
fx \$/€	3.9%	1.4%
fx £/€	5.2%	1.1%
fx ¥/€	4.0%	0.0%

Fonte: Thomson Reuters, elaborazioni Prometeia; dati al 28/11/19. Indici obbligazionari BofA/Merrill Lynch, all maturities; indici azionari Morgan Stanley; cambi WM/Reuters (i segni negativi indicano un apprezzamento dell'euro).

DISCLAIMER

Il presente documento deve essere inteso come fonte di informazione e non può, in nessun caso, essere considerato un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di prodotti finanziari. Le informazioni contenute in questo documento sono frutto di notizie e opinioni che possono essere modificate in qualsiasi momento senza preavviso.

Il presente documento e i risultati delle analisi in esso contenute, sono elaborati sulla base di dati e informazioni forniti da terzi. Prometeia Advisor Sim S.p.A. non garantisce, in alcun modo, l'esattezza e la completezza di tali dati e informazioni e non potrà essere, in alcun modo, ritenuta responsabile per gli eventuali danni diretti, indiretti o accidentali, che possano derivare dall'utilizzo del presente documento e/o delle informazioni e dei dati in esso contenuti.

I dati e le informazioni contenute nel presente documento devono intendersi come riservati e destinati a essere utilizzati dal destinatario del report medesimo, esclusivamente all'interno della propria organizzazione aziendale.

Il destinatario del documento si impegna, pertanto, anche per il fatto dei propri dipendenti e/o consulenti e/o ausiliari e/o collaboratori, a osservare il più rigoroso riserbo in ordine a qualsiasi notizia, informazione, dato contenuto nel presente documento, dichiarando di impegnarsi a manlevare e tenere indenne Prometeia Advisor Sim S.p.A., da qualsiasi pretesa, azione, domanda di terzi, connessa alla divulgazione di notizie, informazioni e dati contenuti nel presente documento.

Arti@

 www.prometeia.it/financial-advisory

 prometeia

 @PrometeiaGroup

 prometeiagroup

 prometeia