

Investment Insights 2025



Signatory of:



QUAESTIO
CAPITAL MANAGEMENT



Investment Insights 2025

2 Lettera agli investitori

3 Rendimenti Attesi

3 Introduzione

7 Prospettive future

7 Le attese per il 2025

7 Il mondo tra dieci anni

9 Allocazione Strategica 2025

9 Portafoglio di Mercato

11 Rendimenti Attesi e Views

13 Portafoglio Ottimo

15 Insights per il 2025

15 Equity è ancora l'asset class di riferimento per il lungo periodo?

18 È arrivato il momento delle Small Cap europee?

22 L'era dell'intelligenza artificiale: opportunità e rischi

26 Contrazione delle exit: la minaccia esistenziale per l'industria Venture Capital

29 ABS: stabilità dei rendimenti e sostegno alle istituzioni

31 Obbligazioni e M&A: come il consolidamento bancario può rappresentare un'opportunità

34 Oro: protegge dall'inflazione? I prezzi attuali sono giustificati?

39 USD: un predominio scomodo per alcuni

41 Valute, tra *hedging* e geopolitica

45 Cina: Colosso dai piedi d'argilla? – Prospettive economiche e scenari futuri

51 Il ritorno del Giappone: le opportunità di crescita nel mercato azionario di un paese in evoluzione

55 Digital assets: il futuro della diversificazione nei portafogli di investimento?

62 Un approccio evolutivo alle prospettive del *direct lending*

66 Liquido vs Illiquido, le due facce dell'equity

68 L'elettrica Norvegia, ma è davvero così?

71 Emerging Markets Debt: un treno già passato?

Lettera agli Investitori

Gentili Investitori,

anche quest'anno siamo lieti di presentarvi Quaestio Investment Insights 2025, la consueta analisi strategica del nostro Team di Investimento.

Durante il 2024 abbiamo affrontato un panorama economico complesso, caratterizzato da una crescita globale disomogenea e da incertezze legate ai diversi contesti geo-politici.

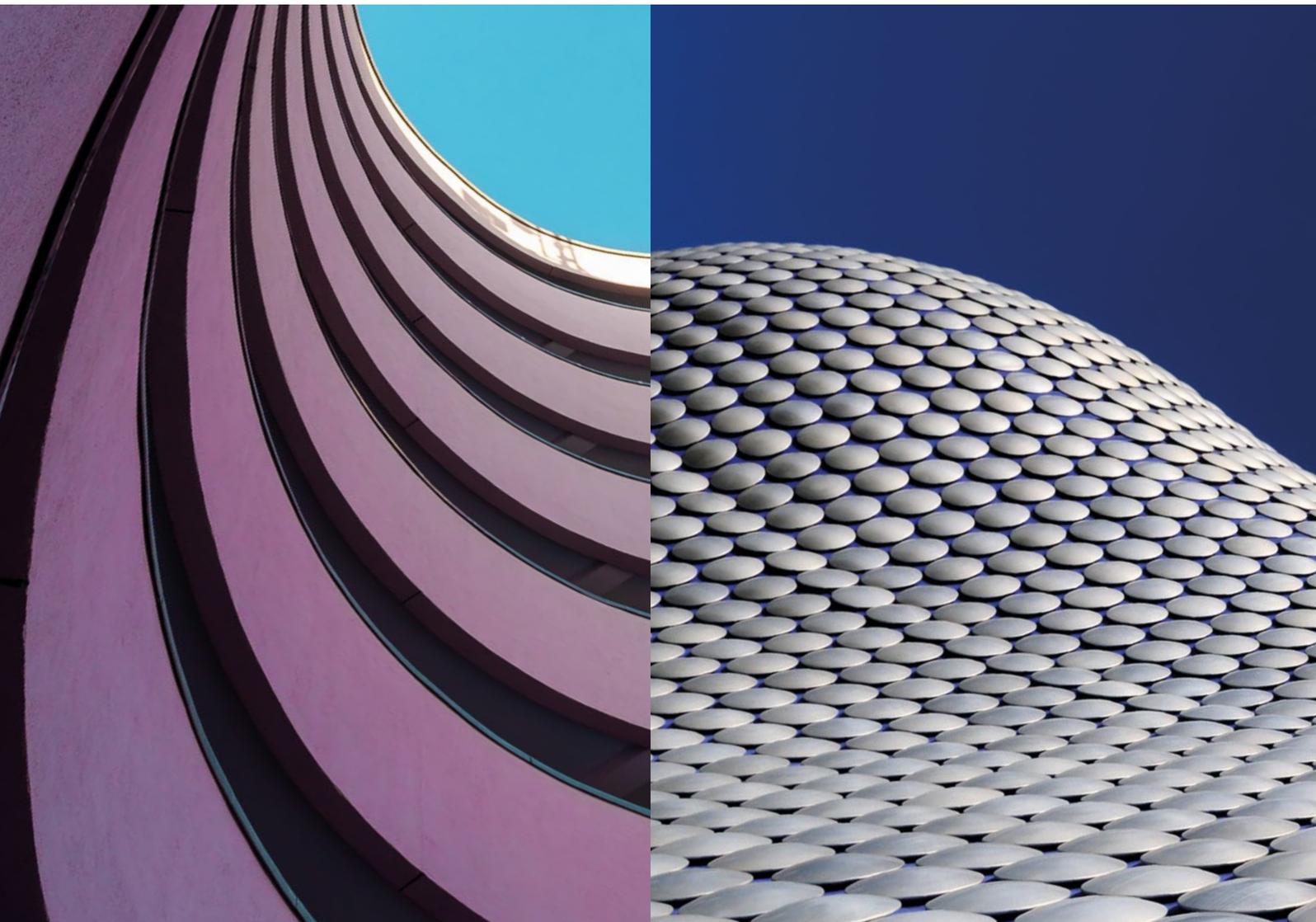
Ogni nostra scelta di investimento è stata affrontata con l'obiettivo di massimizzare il valore dei vostri patrimoni, nel rispetto del nostro impegno a tutelare i vostri interessi e a promuovere il vostro successo, che rimane al centro del nostro operato.

Investment Insights 2025 ci auguriamo possa fornirvi un quadro esaustivo delle condizioni di mercato, delle sfide imminenti e delle opportunità più rilevanti che prevediamo di cogliere nell'anno a venire.

Desidero inoltre ringraziarvi profondamente per la vostra fiducia e per il prezioso rapporto di collaborazione che rende possibile il nostro percorso comune.

Buona lettura!

Alessandro Potestà
Amministratore Delegato
Quaestio Capital SGR S.p.A.



Rendimenti Attesi

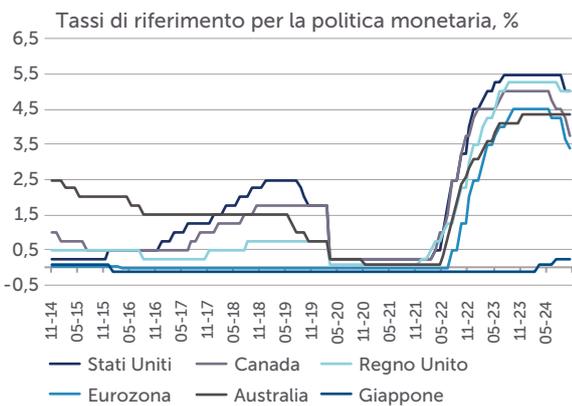
Introduzione

Il contesto economico-finanziario globale

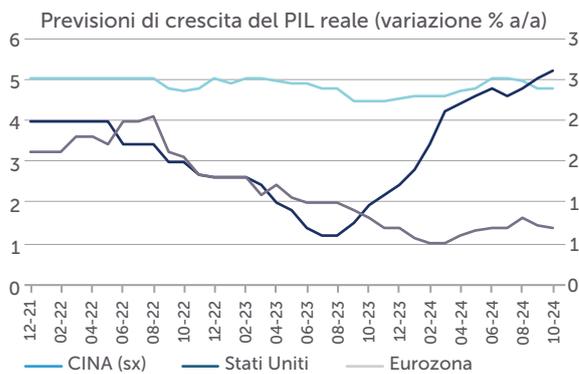
Il 2024 si avvia ad essere archiviato come un anno generalmente positivo per i mercati finanziari, nel corso del quale l'attenzione degli investitori e delle istituzioni si è spostata dalle dinamiche dell'inflazione alla tenuta della crescita e al nuovo percorso di riduzione dei tassi d'interesse. Non era scontato: oltre all'incertezza sugli effetti ritardati del repentino e protratto rialzo del costo del denaro sperimentato nei trimestri precedenti, sullo scacchiere geo-politico

i conflitti in Ucraina e in Medio-Oriente non hanno purtroppo trovato soluzione, generando nuove tensioni nel corridoio commerciale del Mar Rosso e nei mercati delle materie prime energetiche. Nonostante ciò, il contesto macroeconomico globale è rimasto moderatamente positivo, pur in modo differenziato fra le principali economie e con alcuni segni di rallentamento emersi a partire dal terzo trimestre. Negli Stati Uniti, dopo un primo trimestre non brillante, il PIL reale ha accelerato, tornando a crescere su livelli non distanti da quelli registrati nel 2023, prossimi al +3%, grazie al contributo di consumi e spesa pubblica. Il mercato del lavoro, invece, si è progressivamente raffreddato, evidenziando dapprima una moderazione dei salari e poi una risalita modesta del tasso di disoccupazione.

Figura 1 - Variazioni dei tassi monetari di riferimento per i principali paesi. Previsioni economiche sull'economia USA. Dati in percentuale.



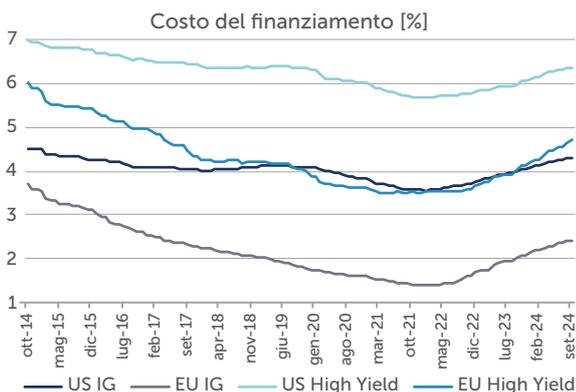
Fonte: elaborazioni Quaestio su dati FactSet; valori al 31-10-2024.



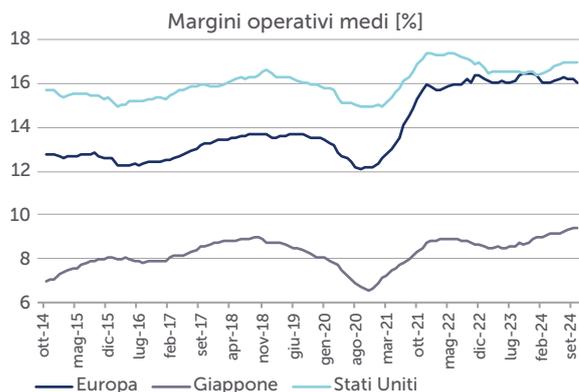
Come mai, dopo un ciclo di inasprimento della politica monetaria senza precedenti recenti, quanto a intensità e rapidità, sono state smentite le attese della maggioranza degli analisti, che scontavano come molto probabile una fase di contrazione economica? Le ragioni si possono ricondurre a due fattori. In primis, l'impatto sul settore privato dell'aumento dei tassi d'interesse è stato significativamente smor-

zato grazie alla liquidità accumulata nel periodo "Covid", a politiche fiscali ancora espansive (almeno negli USA), e alla quota sempre più minoritaria di privati che risentono direttamente di un aumento dei tassi di interesse, evitando così una contrazione dei consumi; inoltre, le imprese sono riuscite meglio del previsto a difendere livelli di profittabilità media elevati, nonostante l'aumento dei costi finanziari e operativi.

Figura 2 - Costi di finanziamento medi per i principali segmenti obbligazionari societari di Europa e Stati Uniti (Par Weighted Coupon). Margini operativi medi percentuali per le società incluse nei principali indici azionari MSCI.



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati FactSet; valori al 31-10-2024.



Un ulteriore elemento positivo è stato l'evoluzione dell'inflazione, che ha proseguito la sua diffusa normalizzazione a livello globale, innescando l'inizio di un ciclo di riduzione dei tassi d'interesse nominali da parte delle principali banche centrali; dopo Svizzera, Svezia e Canada, a giugno è stata la volta della BCE. La Federal Reserve USA ha cominciato a ridurre i tassi base nella riunione del 18 settembre, iniziando un percorso graduale dal momento che, come evidenziato dal governatore Powell, i segnali di rallentamento del mercato del lavoro rendono opportuna una riduzione significativa dei tassi reali, attualmente su livelli elevati. Anche nell'Eurozona, dove la crescita del PIL è stata inferiore ad 1% nel corso dei primi tre trimestri, con segnali di debolezza prolungata nel settore manifatturiero, gli investitori si attendono che la BCE prosegua nella riduzione del tasso sui depositi, portandolo verso il 2% entro il primo semestre del 2025.

Per completare sinteticamente il quadro delle principali aree, non si è interrotto il significativo rallentamento dell'economia cinese. Anche se secondo i dati ufficiali la crescita del PIL reale nel 2024 si attesterà poco al di sotto del 5%, i consumi privati interni restano poco vivaci, e nonostante nuovi interventi espansivi di politica monetaria, pesa sul paese la persistente crisi del mercato immobiliare. Le autorità sembrano comunque intenzionate a introdurre ulteriori stimoli,

anche di natura fiscale. In parziale controtendenza rispetto alle altre grandi aree economiche, il Giappone, dove la banca centrale ha cercato di sostenere la crescita modesta e il tanto agognato ritorno ad un tasso d'inflazione positivo mantenendo una politica monetaria estremamente accomodante; questo ha causato un significativo deprezzamento della valuta, che in una prima fase ha favorito il mercato azionario domestico, ma che ha rischiato di andare fuori controllo durante il mese di agosto, richiedendo massicci interventi sul mercato dei cambi.

Il 2024 è stato quindi caratterizzato da una crescita economica globale moderata e sopra le attese, con politiche monetarie che hanno iniziato a spostarsi in senso espansivo, dopo un periodo di restrizione prolungata. Guardando alle principali economie occidentali, si sono registrati dei primi segnali di rallentamento economico come la risalita del tasso di disoccupazione negli USA e l'acuirsi della contrazione nel settore manifatturiero europeo; sono però rimasti vivaci i consumi privati aggregati – e di conseguenza i settori dei servizi – e gli investimenti nelle infrastrutture tecnologiche. Si è cercato di bilanciare la lotta contro l'inflazione con la necessità di sostenere la crescita economica. L'economia USA ha giocato ancora una volta il ruolo di traino della crescita globale, grazie a politiche fiscali espansive e al ruolo delle grandi aziende del settore tecnologico.

Tabella 1 - Dati economici per alcuni principali paesi: 2023 e 2024. Variazioni % anno / anno.

	Pil reale		Prezzi		Tassi base		Rend. titolo 10 anni	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Stati Uniti	2.90	2.60	4.13	2.90	5.50	4.50	3.88	3.80
Eurozona	0.51	0.70	5.42	2.40	4.50	3.25	2.06	2.20
Francia	1.12	1.10	5.72	2.40			2.56	2.83
Germania	-0.07	0.00	6.03	2.40			2.06	2.20
Italia	0.79	0.80	5.90	1.10			3.64	3.65
Spagna	2.68	2.80	3.40	2.85			2.88	2.95
Giappone	1.67	0.00	3.27	2.50	-0.10	0.50	0.65	1.10
Cina	5.20	4.80	0.24	0.50	3.45	2.25	2.56	2.10

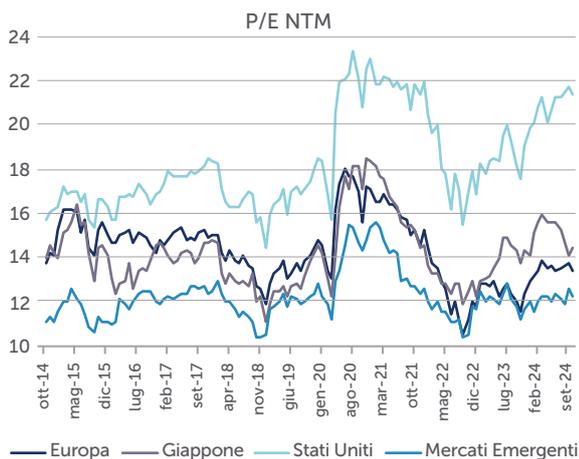
Fonte: dati FactSet Economic Estimates; il 2024 è il valore medio delle stime di consenso; valori al 31-10-2024.

Azionario e commodities

Dopo le brillanti performance del 2023, i principali mercati azionari segnano anche nel 2024 significativi progressi, con alcune eccezioni. Il testimone è rimasto saldamente nelle mani dei listini USA e delle società a maggior capitalizzazione, soprattutto nel primo semestre, grazie al settore tecnologico e all'esplosione degli investimenti sulle infrastrutture legate all'intelligenza artificiale: titoli come NVIDIA, Meta e Alphabet hanno trainato il mercato e, significativamente, non hanno deluso nella generazione di utili; il resto del mercato, in aggregato, ha avuto solo marginali progressi nella redditività, creando una dicotomia che si ritrova in misura ancora maggiore nel confronto fra il mercato USA e quelli europei, che escono perdenti a causa della minore esposizione ai settori tecnologici e dell'impatto negativo del calo della domanda cinese su settori di punta come il lusso e l'automotive. Si segnala in positi-

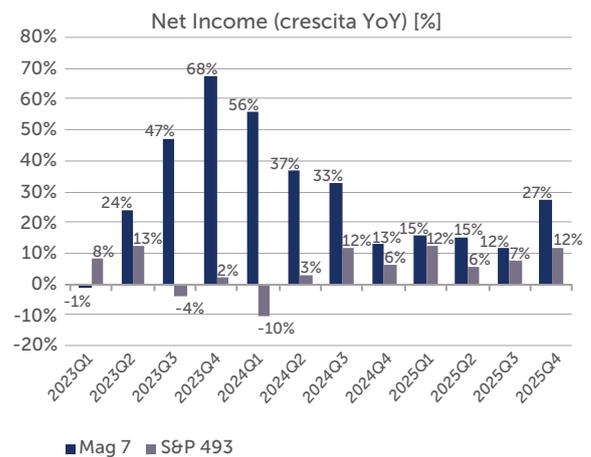
vo il listino italiano, sostenuto dai titoli del settore finanziario che sono stati capaci di mantenere e migliorare la generazione di utili nonostante la fine del ciclo di rialzo dei tassi. Il mercato giapponese è stato altrettanto esuberante, ma il fattore decisivo della svalutazione dello yen ha invertito la rotta a partire dal mese di agosto causando una decisa correzione. Sui listini dei mercati emergenti la norma è stata la dispersione di performance; buoni ma ridimensionati i rialzi di India e Turchia, mentre i mercati della regione cinese, dopo mesi di stagnazione, hanno registrato incrementi a doppia cifra nell'arco di poche giornate del mese di settembre, per poi stabilizzarsi. Se guardiamo al rapporto fra prezzo e utili attesi, troviamo un quadro coerente con la leadership degli USA e segnali contrastati per gli altri mercati. Gli indici statunitensi hanno valutazioni significativamente a premio, che riflettono attese di crescita degli utili attesi sfidanti ma in linea con quanto realizzato negli ultimi trimestri.

Figura 3 - Valutazioni (P/E NTM) dei principali mercati azionari. Tassi di crescita degli utili netti per le "Mag-7" (Alphabet, Apple, Meta, Microsoft, NVIDIA, Tesla, Amazon) e per le restanti società dell'indice S&P500.



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati FactSet; valori al 31-10-2024.

I mercati delle materie prime hanno evidenziato dinamiche duali; il primo semestre è stato all'insegna della forza, con il prezzo del petrolio e di altre materie prime sostenuto dalle tensioni in Medio Oriente e da speranze di ripresa nell'economia cinese, che ne è il principale consumatore. A partire dalla tarda primavera è prevalsa una diffusa debolezza che si è accentuata al termine dell'estate. Il petrolio è tornato ai minimi degli ultimi tre anni, vicino alla soglia dei 65 dollari al barile (prezzo WTI): una buona notizia per l'ulteriore moderazione dell'inflazione, ma anche una spia di debolezza della domanda industriale. Ha fatto notevole eccezione il prezzo dell'oro, che è rimasto su un sentiero di apprezzamento sostanzialmente ininterrotto per tutto l'anno, nonostante la forza della valuta USA e nonostante il livello elevato dei tassi di interesse reali, due fattori contrari: a sostenere il



prezzo sono stati i flussi di acquisto da parte di alcune banche centrali asiatiche e l'effetto della domanda speculativa.

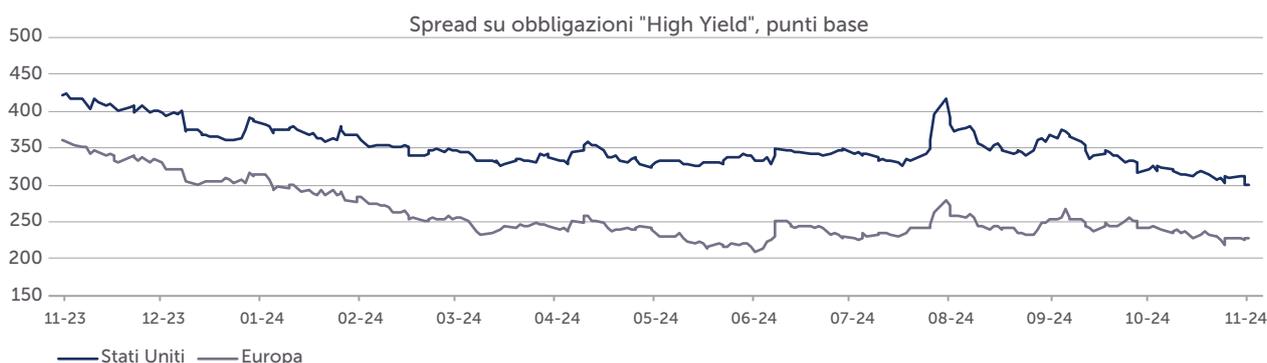
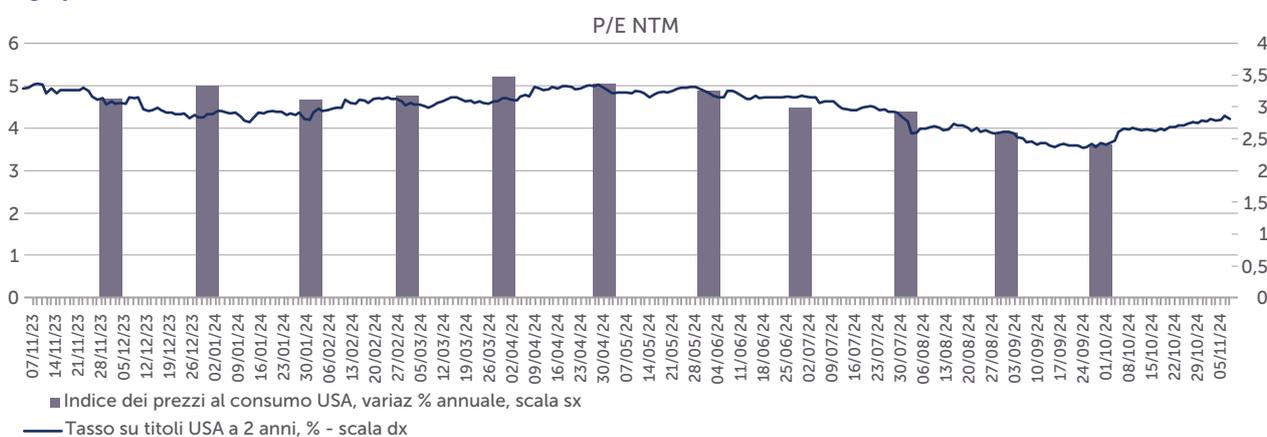
Obbligazionario e valute

I livelli elevati raggiunti dai tassi di interesse nel recente ciclo di restrizione monetaria hanno generato un ritrovato apporto di flusso cedolare, che ha fornito supporto a tutti i segmenti del mercato obbligazionario, smussando la volatilità dei rendimenti di mercato che è rimasta mediamente elevata. Nel primo trimestre si sono viste moderate tensioni al rialzo sui rendimenti di mercato, a causa di alcuni dati sull'inflazione che hanno ritardato la svolta definitiva in senso espansivo da parte di FED e BCE; questa è giunta nel corso dell'esta-

te. I rendimenti, anticipando le future riduzioni dei tassi base, hanno imboccato un sentiero discendente, con un movimento particolarmente accentuato sulle brevi scadenze. In apertura del quarto trimestre la tenuta della crescita USA, unitamente alle attese per l'orientamento della nuova amministrazione sui temi economici e fiscali, ha innescato una nuova fase ascendente dei rendimenti a medio-lungo termine: l'inclinazione delle curve dei rendimenti è tornata positiva, riflettendo il dissiparsi delle attese di una fase recessiva. L'effetto, ritardato ma importante, dell'allentamento della politica monetaria, si è fatto sentire anche sui principali segmenti obbligazionari societari ed emergenti, dove gli spread – il premio per il rischio di default – si sono compressi quasi ininterrottamente nel corso dell'anno segnando nuovi minimi in autunno. Parallelamente ai

mercati azionari, anche quelli del credito attestano la solidità dei fondamentali societari, che hanno consentito di assorbire gradualmente gli aumenti dei costi di finanziamento e del lavoro senza incidere troppo sulla redditività. Alla data di redazione del documento le performance realizzate nel 2024 dai principali segmenti obbligazionari sono quindi positive, in particolare sui comparti più direzionali quali high yield ed emergenti, seguiti dai segmenti governativi a breve termine, mentre le scadenze più lunghe hanno visto una parte del rendimento cedolare eroso dal rialzo dei rendimenti. Lo spread sui titoli governativi italiani, grazie alla stabilità del contesto politico e alla buona performance dell'economia interna, ha proseguito a ridursi, toccando i minimi dal 2021, sulla scadenza decennale, rispetto all'omologo titolo tedesco.

Figura 4 - Mercati obbligazionari: rendimento su titolo USA a 2 anni e inflazione. Spread su obbligazioni corporate high yield. Fonte dati: Factset.



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati FactSet; valori al 31-10-2024.

Sui mercati valutari, le quotazioni del cambio Euro/Dollaro sono fluttuate nella banda compresa fra 1.06 e 1.12, influenzate dalla percezione su un eventuale divergenza fra FED e BCE nella normalizzazione dei tassi base, che è stata forte nella fase estiva ma è poi in parte rientrata. Anche in questo caso, le aspettative di un indebolimento del dollaro giustificate dalle dinamiche fiscali e dei prezzi sono state controbilanciate dalla solidità della crescita e dalla domanda

per asset USA, obbligazionari e specialmente azionari. Per un investitore europeo, il costo della copertura del rischio cambio in dollari è leggermente calato rispetto ai livelli toccati lo scorso anno, ma resta vicino a 1.5% su base annua. Forte volatilità si è avuta sullo yen giapponese, che resta su un sentiero di deprezzamento caratterizzato da brusche oscillazioni, che nel 2024 sono state anche superiori al +15% contro il Dollaro USA.

Prospettive future

Le attese per il 2025

Il contesto globale si mantiene costruttivo. Nelle principali economie avanzate, il ciclo di restrizione monetaria iniziato nel 2022 ha cominciato ad invertirsi in senso espansivo, in parallelo alla normalizzazione delle dinamiche inflattive. I tassi d'interesse nominali e reali restano ancora su livelli generalmente elevati, e ci attendiamo una loro riduzione, che se amministrata in modo opportuno, può sostenere la crescita e prolungare le dinamiche favorevoli in corso. Le implicazioni di asset allocation si sviluppano su due fronti. In primis, accantonate le preoccupazioni per l'inflazione, ci aspettiamo che si consolidi il ritorno ad una relazione negativa fra azionario e obbligazionario; portafogli robusti prevedono quindi una maggiore esposizione ai tassi d'interesse che nel passato recente, nel duplice ruolo di protezione e di generazione di flusso cedolare. Nei paesi dove non ci sono criticità sulla crescita, come nel caso degli USA, livelli dei tassi di interesse e di inflazione moderatamente sopra le medie degli ultimi anni non rappresentano un ostacolo per delle buone performance dei profitti aziendali e dei mercati azionari. Manteniamo quindi una visione costruttiva sull'azionario: le valutazioni non sono incoerenti con i fondamentali e con il progresso nella crescita degli utili, operando però delle necessarie e decise scelte geografiche e settoriali. Manteniamo una preferenza relativa per il mercato americano: troviamo una composizione settoriale che premia settori ad elevata crescita, una nuova amministrazione che dovrebbe essere attenta a sostenere i settori tradizionali e il sostegno di una banca centrale attenta a supportare l'economia; siamo più cauti sulle prospettive per i mercati europei, dove oltre alla resilienza del settore bancario restano difficili le prospettive di alcuni settori chiave quali il lusso e gli industriali.

Tabella 2 - Indice azionario USA S&P500 - tasso annualizzato di crescita attesa degli utili trimestrali. Fonte Factset.

	2° Trim 2024	3° Trim 2024	4° Trim 2024	1° Trim 2025	2° Trim 2025
Tasso di crescita a/a	11,8%	4,8%	12,6%	12,6%	12,1%

Sui mercati obbligazionari a spread, ci attendiamo rendimenti totali positivi ma limitato margine per ulteriori riduzioni degli spread che si sono portati su livelli compressi rispetto ai valori medi storici, in particolar modo sui segmenti più volatili. I fondamentali degli emittenti restano buoni, e la riduzione dei tassi d'interesse do-

vrebbe alleggerire i costi di finanziamento. In alcuni settori ciclici sono emersi dei segnali di stress; ci attendiamo invece che gli emittenti del settore finanziario continuino a mostrare elevata solidità patrimoniale e a generare utili anche in un contesto di tassi di interesse in progressiva riduzione.

Un elenco dei fattori di rischio che possono far deragliare questo scenario riempirebbe molte pagine, e ci limitiamo ad elencare quelli che riteniamo più concreti o più visibili: geopolitica, dazi, tassi di cambio. Cominciando con quelli geopolitici, anche se gli investitori sembrano ormai abituati al flusso di notizie dai teatri di guerra in Ucraina e in Medio Oriente, un'eventuale escalation degli attori coinvolti sarebbe molto negativa. Restano valide le preoccupazioni per un ulteriore peggioramento dell'economia cinese, anche se questo potrebbe portare il governo a varare finalmente un pacchetto corposo di stimolo fiscale. Negli USA, se sono scese le quotazioni di un rapido deterioramento del mercato del lavoro, le scelte della nuova amministrazione in tema di politica commerciale sono un'incertezza rilevante. L'inasprimento di dazi all'importazione potrebbe rivelarsi solo uno strumento negoziale, e in ultima analisi favorire i produttori locali, ma se i partner commerciali decidessero di utilizzare la leva della svalutazione per compensare questo riporterebbe i tassi di cambio alla ribalta come fattore di rischio finanziario: fra quelli rilevanti globalmente, nel 2024 è stato solo lo yen giapponese ad oscillare in modo violento, generando forte tensione sui mercati nel periodo estivo, ma nel 2025 un ampliamento della divergenza fra l'area USA e quelle europea e asiatica potrebbe estendere il problema agli altri "cross" importanti.

Il mondo tra dieci anni

Come orientarci per capire e cogliere meglio le evoluzioni future sui mercati? Quali sono i temi principali da tenere d'occhio nei prossimi anni?

La sezione Insights per il 2025 raccoglie una serie di brevi saggi, preparati dal team di investimenti di Quaestio, che provano ad affrontare alcuni di questi temi: il ruolo del mercato azionario nel produrre rendimenti e crescita a livello di portafoglio, le prospettive sul settore tecnologico americano, sul mercato azionario giapponese e sulle Small Cap europee, i grandi cambiamenti del settore automotive, il mercato europeo delle cartolarizzazioni, le incertezze sulla crescita dell'economia cinese e l'attrattiva del debito governativo dei paesi emergenti, le grandi domande sul mercato valutario e le prospettive per il dollaro, oltre che per l'oro e le criptovalute, così come l'evoluzione attesa per quanto riguarda i mondi del Direct Lending, Private Equity e Venture Capital.

Si tratta ovviamente di una selezione che ne esclude altri a cui dedichiamo qualche considerazione sintetica. In primo luogo, l'eccezionalità degli Stati Uniti. Nel decennio appena passato hanno mostrato una crescita impareggiabile, sia per quanto riguarda l'economia sia per quanto riguarda i mercati azionari. Se e quanto potrà continuare questa loro eccezionalità? In un mondo che, dopo l'esplosione inflattiva a seguito del Covid-19, sembra dirigersi ora verso paradigmi più "normali", dove le grandi economie di Europa e Cina sembrano aver ormai finito il carburante, appesantite da una dinamica demografica sfavorevole e da una sovrastruttura politica in parte limitante, gli Stati Uniti sembrano avere tutte le carte in regola per rimanere eccezionali. Le implicazioni sono rilevanti. Se oggi il peso degli Stati Uniti nell'indice azionario globale è del 65% circa, e se abbiamo davanti a noi un decennio simile a quello scorso, questo peso potrà arrivare al 70% o 75%: un predominio ancora più assoluto.

In secondo luogo, quasi in un replay dei primi due decenni del '900, la fase di globalizzazione delle catene produttive e degli scambi iniziata negli anni '70 ed esplosa all'inizio del secolo sembra aver ormai raggiunto un plateau da cui si può solo tornare indietro: di quanto, dipenderà molto dalle scelte politiche dei prossimi anni. In ogni caso, questo fenomeno, in un mondo dove i servizi hanno un'incidenza sul totale delle attività economiche superiore al settore manifatturiero, dovrebbe accentuare fenomeni di de-sincronizzazione fra le aree economiche: in alternativa ad un ciclo economico globale comune a tutti i paesi, ma potranno convivere aree in recessione con aree in espansione. Questo consiglia di puntare su portafogli

sempre ben diversificati, soprattutto in termini geografici. In questo mondo, in che direzione evolveranno le società multinazionali? Alcune potrebbero chiudersi sempre più all'interno delle proprie aree geografiche, altre potrebbero mantenere un'impronta globale adottando modelli organizzativi a silos simili a quelli utilizzati dai grandi gruppi bancari globali. Molto dipenderà dai vincoli ed incentivi che ci saranno, plasmati dalle scelte di politica industriale e commerciale dei prossimi anni. Nel momento in cui le aree geografiche diventano più chiuse, potrebbe infatti venir meno anche la notevole mobilità di persone e capitali che abbiamo vissuto in questi ultimi decenni.

Infine, le politiche fiscali e il debito sovrano, dove la de-globalizzazione sembra già in atto ma sotto la superficie emergono dinamiche comuni. In Europa dopo il tramonto, accelerato dal trauma "Covid", dell'era dell'austerità ad ogni costo, che molti danni e pochi benefici aveva portato, ha lasciato spazio al contesto attuale nel quale la spesa fiscale rischia di essere appena sufficiente a mantenere la coesione sociale e insufficiente a stimolare la competitività. Negli Stati Uniti si è scelto di puntare sugli stimoli fiscali ad ogni costo, strategia rivelatasi finora vincente anche a costo di accumulare un deficit corrente ormai importante. In Cina, si sono favoriti gli investimenti in capacità produttiva piuttosto che stimolare i consumi. Per tutti, la sfida è il contenimento della spesa dettato da trend demografici sfavorevoli. Per vincerla è necessario puntare sulla crescita delle produttività e su misure strutturali per invertire la de-natalità che affligge sia il mondo occidentale sia la Cina, insieme a tassi di interesse reali bassi. Questi obiettivi richiedono lungimiranza politica.



Allocazione Strategica 2025

Il processo di allocazione strategica che utilizziamo in Quaestio ormai da qualche anno si basa sull'intuizione¹ di Black e Litterman:

"[...] The simple idea that expected returns ought to be consistent with market equilibrium, except to the extent that the investor explicitly states otherwise, turns out to be of critical importance in making practical use of the model. In particular, it allows investors to specify views in a much more flexible way than otherwise would be permitted. [...] our approach allows us to generate optimal portfolios that start at a set of neutral weights and then tilt in the direction of the investor's views."

In altre parole, il punto di partenza è l'equilibrio di mercato, che corrisponde al portafoglio di mercato ed ai suoi rendimenti attesi impliciti. Se usualmente si parte dai rendimenti attesi per determinare il portafoglio ottimo, qui si inverte il processo: dati i pesi del portafoglio di mercato, quali sono i rendimenti attesi di equilibrio, coerenti con tale allocazione? Il passo successivo consiste poi nell'integrare e modificare tale portafoglio, in logica Bayesiana, utilizzando le proprie views sui rendimenti attesi, dove l'investitore può differenziarsi dai rendimenti impliciti per una o tutte le asset class del portafoglio di partenza, a seconda delle proprie aspettative. In questo modo si ottiene un'ottimizzazione di portafoglio robusta, che parte dall'equilibrio di mercato e va nella direzione "preferita" dall'investitore. E nel caso le views non fossero in alcun modo diverse dai rendimenti impliciti di mercato, allora il portafoglio ottimo sarebbe quello di mercato. In questo consta la flessibilità e la potenza dell'approccio. Quindi l'esercizio di trovare il portafoglio ottimo, in termini di allocazione strategica, si divide in tre passi logici

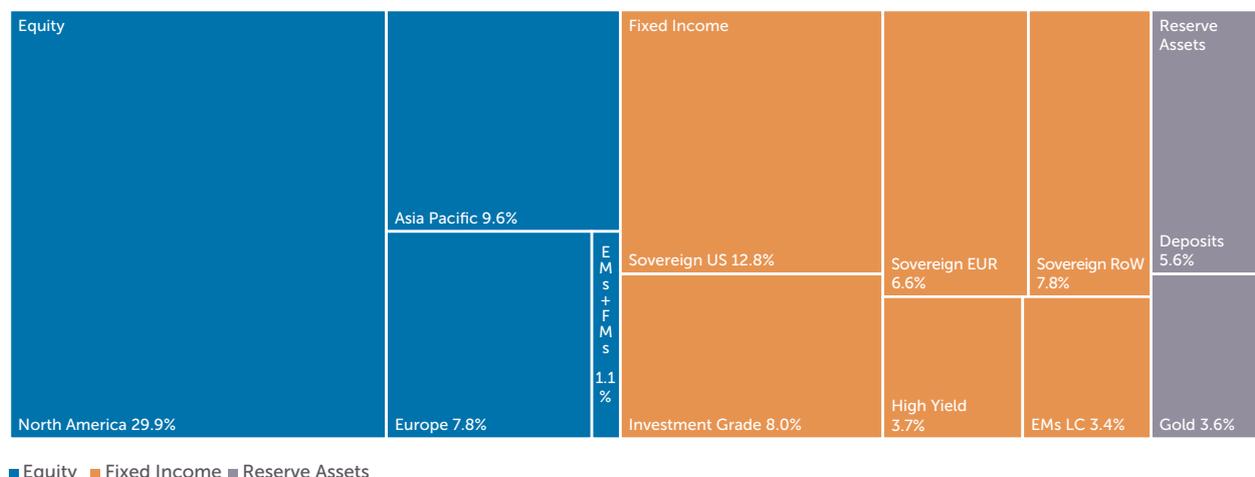
distinti: (1) stimare il portafoglio di mercato corrente, determinando quindi i suoi rendimenti attesi impliciti, (2) definire e quantificare le nostre views sui rendimenti attesi, e (3) combinare i due passi precedenti per ottenere un portafoglio ottimale. Affronteremo questi temi nelle prossime tre sezioni.

Portafoglio di Mercato

Il portafoglio di mercato è l'ipotetico portafoglio che comprende tutti gli asset disponibili sul mercato, ai loro prezzi di mercato, e quindi rappresentativo dell'universo investibile. Essendo un costrutto teorico, questa non è necessariamente l'unica interpretazione possibile: si potrebbe in alternativa pensare all'insieme di tutti gli asset, sia liquidi e scambiabili sul mercato, sia illiquidi e non quotati, e quindi comprendente anche tutte le società private non quotate, così come il patrimonio immobiliare. Tuttavia, ci sembra che questa seconda interpretazione, oltre che porre notevoli problemi pratici (come valorizzare correttamente tutto ciò che non è scambiato sul mercato?), sia anche meno utile: il nostro obiettivo è infatti identificare un paniere di strumenti finanziari concretamente acquistabili sul mercato.

Nell'ottobre 2024 abbiamo revisionato ed aggiornato la struttura del portafoglio di mercato – denominato Global Capital Structure (GCS) – e ne abbiamo aggiornato il valore corrente, arrivando a ca. 220 trilioni di dollari complessivi, suddivisi tra le classi Equity (48.6%; 106.8T USD), Fixed Income (42.3%; 92.9T USD), Reserve Assets (3.4%; 7.5T USD) e Cash (5.6%; 12.2T USD); si veda **Figura 5**.

Figura 5 - Composizione dell'universo investibile; ottobre 2024; % su totale di ~220 trilioni USD.



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati FactSet, ICE BofA, MSCI, Preqin e World Gold Council.

1. Si veda l'articolo originale: Black, Fischer, and Robert Litterman. "Asset allocation: combining investor views with market equilibrium." Goldman Sachs Fixed Income Research 115.1 (1990): 7-18.

Per arrivare a tale stima, che ha l'obiettivo di essere la più ampia, coerente, e comprensiva possibile, si è reso necessario adottare un certo numero di ipotesi ed approssimazioni, che sintetizziamo nei paragrafi seguenti.

Equity. Il mercato azionario è quello di più facile stima. Il punto di partenza è dato dalla capitalizzazione di mercato globale, rappresentativa di tutti i segmenti (Large, Mid, Small e Micro Cap) e di tutte le aree geografiche, sviluppate ed emergenti. A questo valore andiamo ad aggiungere due componenti. La prima è il totale della capitalizzazione delle azioni non flottanti quotate sui soli mercati sviluppati: titoli detenuti strategicamente da individui o istituzioni (ad es. si pensi alla quota di Bill Gates in Microsoft), che quindi non vengono scambiati sul mercato, ma a cui possiamo associare con certezza un prezzo ed ipotizzare che in realtà siano negoziabili al bisogno; escludiamo invece le azioni non flottanti quotate sui mercati emergenti, in quanto esistono spesso vincoli di natura governativa che ne limitano effettivamente la negoziabilità. La seconda componente è il valore delle società non quotate ma detenute da fondi di Private Assets², che ha un peso del 3.7% della GCS, pari a 8 trilioni di dollari: si tratta di investimenti illiquidi, quindi senza un prezzo di mercato, ma che a tutti gli effetti fanno parte del portafoglio di mercato, in quanto acquistabili da investitori e parte del loro patrimonio, oltre che avere stime di valore più affidabili rispetto a qualsiasi società non quotata e al di fuori del loro perimetro. Qui adottiamo un approccio che privilegia la semplicità: includiamo i Private Assets nei Public Assets, al fine di stimare correttamente la dimensione del mercato azionario e obbligazionario, senza distinguere tra liquido o illiquido, ma rimaniamo silenti sull'effettiva implementazione di se e quale parte della quota azionaria e/o obbligazionaria allocare a strategie di Private Assets, lasciando la valutazione di questa scelta ad altra sede.

Fixed Income. La stima del controvalore rappresentativo degli strumenti di tipo obbligazionario ha una complessità maggiore rispetto all'azionario, per due motivi principali. In primis, c'è un continuo rinnovamento dell'universo dei titoli, che vengono emessi e poi rimborsati; in secondo, le obbligazioni restano ad oggi una tipologia di strumenti negoziati prevalentemente *over-the-counter*, ossia al di fuori di piattaforme centralizzate. Il primo passaggio è raccogliere i dati sul controvalore corrente di tutti i titoli pubblicamente scambiati e censiti su FactSet, utilizzando dei filtri appropriati per garantire che le emissioni selezionate abbiano requisiti minimi di liquidità e negoziabilità, in modo da ricostruire l'universo investibile dai singoli titoli.

Come per l'azionario, completiamo poi l'analisi aggiungendo una stima³ di alcune categorie di titoli di tipo obbligazionario che, sebbene non incluse negli indici di mercato più diffusi, sono parte dell'universo investibile di investitori istituzionali evoluti: Leveraged Loans, Insurance-Linked securities, e Privat Debt. Un approccio particolare è stato seguito per il debito di emittenti cinesi in valuta domestica: la nostra scelta, motivata da un mix di considerazioni di liquidità, normativa e trasparenza (molto importanti nell'ottica di un investitore occidentale) è quella di includere nella GCS soltanto le emissioni governative cinesi, escludendo quelle di enti pubblici intermedi e quelle societarie⁴. Così facendo, arriviamo ai seguenti valori stimati per le due principali categorie di reddito fisso. La prima categoria, denominata "Fixed Income Carry", rappresenta le obbligazioni che in un contesto di portafoglio forniscono agli investitori un flusso cedolare tendenzialmente stabile che remunera l'esposizione ai tassi d'interesse: contiene i titoli emessi da debitori ad alto merito creditizio (titoli governativi o assimilati, titoli societari investment grade) e in valute di paesi sviluppati e somma a 77.4 trilioni di USD. La seconda categoria, denominata "Fixed Income Risky", raccoglie invece le tipologie di obbligazioni a maggiore volatilità, derivante da un rilevante rischio di credito, dall'emissione in una valuta emergente o da entrambi: somma a 15.5 trilioni di USD.

Reserve Assets. Definiti come tutti quegli asset che non generano flussi di cassa, ma rappresentano invece una riserva di valore. Si tratta sostanzialmente di due categorie: oro e depositi valutari. Abbiamo stimato la quota di oro moltiplicando il prezzo di mercato per le tonnellate di oro in circolazione, che sono detenute come investimenti privati, ETF, depositi presso le banche centrali, lingotti e monete, mentre abbiamo escluso gioielli e oro per altri usi (principalmente industriali), arrivando così a circa 8 trilioni di dollari. Insieme all'oro, vi sono da considerare anche gli altri metalli preziosi, e più in generale le commodities, che però in termini di stock detenuto come riserva di valore (e quindi approssimabile dagli ETP) ha un peso decisamente minore (60–80 miliardi USD). Inoltre, vi sono da valutare anche le criptovalute, che rispecchiano in parte questo ruolo di riserva di valore (o in ogni caso mosse da motivi speculativi), ma che anche qui hanno una capitalizzazione relativamente bassa, se consideriamo soltanto prodotti ETP. La seconda categoria riguarda la liquidità detenuta come riserva di valore, che abbiamo stimato come differenza tra M2 e M1, cioè la somma di depositi vincolati fino a due anni e depositi svincolabili con preavviso fino a tre mesi. Tale differenza arriva a circa 10 trilioni

2. Consideriamo come investimenti azionari le seguenti classificazioni: Private Equity, Venture Capital, Secondaries, e Natural Resources, al netto della stima di Dry Powder. Gli investimenti in Natural Resources sono infatti molto simili alle società quotate attive nel settore di Basic Resources. Abbiamo invece deciso di non considerare gli asset relativi al Real Estate: da un lato, cubano poco in termini di capitalizzazione, sia come REITS sia come fondi Private; dall'altro, fanno parte di una tipologia di asset ben più ampia: il patrimonio immobiliare, che per evidenti motivi non è classificabile come portafoglio di mercato in senso stretto.

3. Utilizzando dati JP Morgan e Credit Suisse per i Loans, Prequin per il Private Debt, elaborazioni interne Quaestio per i titoli insurance-linked.

4. Si può vedere per contesto: Schipke, A., Rodlauer, M., & Longmei, Z. (2019). IMF.

di dollari nelle quattro aree monetarie principali (Eurozona, Giappone, Stati Uniti e Regno Unito): per stimarla a livello globale, abbiamo utilizzato la proporzione del PIL reale di queste aree in rapporto a quello totale dei mercati sviluppati, ottenendo così una stima di 12.2 trilioni di dollari di liquidità e depositi.

Rendimenti Attesi e Views

Il secondo passo del processo di Allocazione Strategica consiste nella determinazione dei "nostri" rendimenti attesi per ciascuna asset class presente nella Global Capital Structure. **Tabella 3** ne fornisce un riassunto. Si parte dai rendimenti impliciti della GCS (*GCS Implied Returns*), che rappresentano i rendimenti di equilibrio per un investitore rappresentativo che "vede" soltanto i pesi della GCS, i rendimenti storici e la matrice di covarianza delle varie asset class. Per distanziarsi da tali pesi è necessario un motivo valido: delle aspettative di

rendimento che si differenziano dai rendimenti impliciti. Arriviamo quindi alle nostre aspettative di rendimento atteso (*Quaestio Exp. Returns*), che vengono definite sulla base di due diverse componenti:

- Rendimenti attesi quantitativi (*Quaestio Models*): definiti sulla base di modelli interni economico-statistici, specifici per ciascuna asset class; e
- Rendimenti attesi qualitativi (*Quaestio Views*): definiti come view di consensus interna al nostro team di gestione, tramite punteggio [-2, +2] per ciascuna asset class⁵.

L'utilizzo di due componenti distinte ed indipendenti per arrivare ad ottenere un unico valore di sintesi per i rendimenti attesi (*Quaestio Exp. Returns*) migliora l'affidabilità e la robustezza del nostro processo. Infatti, si tratta di due componenti complementari: dove non arriva il modello, può arrivare la view (e.g. implicazioni di natura geopolitica) – e viceversa.

Tabella 3 - Rendimenti attesi e Views per il 2025.

Group	Asset Class	GCS Implied Returns	Quaestio Models	Quaestio Views	Quaestio Exp. Returns
Equity	Asia Pacific	8.0%	9.7%	-0.24	9.3%
	EM ex Asia	8.6%	13.0%	0.06	13.1%
	Europe	8.1%	9.5%	-0.53	7.6%
	North America	9.6%	9.5%	0.47	11.1%
Fixed Income – Carry	Government Euro	2.8%	2.9%	0.65	3.9%
	Government US	2.2%	2.4%	-0.18	2.3%
	Government RoW	2.5%	3.5%	-0.65	2.7%
	Corporate US	3.5%	3.2%	0.18	3.3%
	Corporate Euro	3.2%	3.3%	0.41	3.6%
Fixed Income - Risky	High Yield Global	5.1%	6.2%	0.12	6.2%
	EM Government Loc Ccy	4.4%	4.4%	0.18	4.6%
Reserve Assets	Gold & Commodities	4.8%	3.8%	0.22	4.2%
	Cash EUR	2.3%	2.3%	-0.18	2.3%

Note: valori al 31-10-2024; il tasso risk-free è il governativo 2Y Eur; GCS Implied Returns stimati sulla base di serie storiche nel periodo 1999-2024, con parziale (25%) riduzione a zero dei coefficienti nella matrice di correlazione, deviazioni standard calibrate con un peso del 25% sugli ultimi 12 mesi e del 75% sul lungo periodo (25 anni); ipotizziamo di avere hedging valutario per tutte le classi di Fixed Income - Carry.

5. Le Views vanno a incrementare o ridurre il rendimento atteso quantitativo (Quaestio Models) tramite un fattore calibrato in modo da pesare le view di maggiore convinzione in maniera più che proporzionale rispetto a quelle dove la view è più vicina ad essere neutrale, in modo da tenere maggiormente conto del loro impatto.

Quaestio Views. Il consensus delle nostre views evidenzia una continua divergenza tra Europa e Stati Uniti: rimaniamo positivi sull'azionario statunitense e negativi su quello europeo, alla luce del miglior momento che sta vivendo l'economia oltreoceano; siamo invece negativi sull'obbligazionario statunitense, titoli governativi in primis, alla luce di un percorso di riduzione dei tassi di interesse più incerto rispetto all'Europa, dove siamo più positivi sul reddito fisso. Per quanto riguarda l'azionario dell'area Asia Pacific, siamo leggermente negativi soprattutto a causa della Cina, dove reputiamo che il rallentamento economico e l'ambiente deflazionario possano perdurare nel prossimo futuro. Siamo infine cauti, ma positivi, sui titoli High Yield, dove non anticipiamo una crescita significativa dei tassi di default, sui titoli governativi dei paesi emergenti (in valuta locale), che possono beneficiare di un allentamento delle politiche monetarie, e sugli asset di riserva come oro e commodities.

Quaestio Models. Il processo di costruzione e stima dei rendimenti attesi quantitativi è piuttosto lungo: per quasi ogni asset class vi è un modello di stima specifico, a sua volta basato su ipotesi e dati differenti. Per questo motivo, in questa sede, non possiamo che fornirne una veloce sintesi; consigliamo al lettore interessato la possibilità di approfondire questi aspetti nel nostro documento di "Investment Insight 2024", che contiene maggior dettaglio a riguardo.

I rendimenti attesi del mercato azionario si basano sull'idea che il rendimento di un titolo sia pari agli utili conseguiti nel prossimo periodo, rapportati al prezzo corrente, più una frazione della crescita percentuale attesa del valore "intangibile" del titolo. Se il primo addendo è pari semplicemente al valore atteso aggregato dell'Earning Yield, il secondo è direttamente proporzionale al multiplo Price-to-Book, come pura conseguenza dell'applicazione di identità contabili, ed al tasso di crescita atteso, che ipotizziamo pari a quello del fatturato nel medio periodo (STM – Second Twelve Months). Per i mercati emergenti ex Asia, stimiamo un valore di +13%, dato dalla combinazione di un rapporto P/E contenuto, pari a 9.74x, e da una crescita robusta, pari a +6.8%, stimata per l'anno successivo al prossimo. Nelle altre aree (Europa, Asia Pacific e North America) vi è un sostanziale equilibrio, con rendimenti attesi tutti in area +9.5-9.7%: dove il rapporto P/E è elevato (North America: 21x) la crescita attesa è buona (+6%) e il valore intangibile elevato (P/B 5.0x), mentre dove il rapporto P/E è più contenuto (Europa 12.9x e Asia Pacific 13.9x) o vi è un problema di crescita attesa mediocre (Europa: +4%) o di valore intangibile mediocre (Asia Pacific: P/B 1.72x).

Per i rendimenti dei titoli di debito governativi abbiamo costruito negli anni un robusto modello econometrico⁶ che prima quantifica la relazione storica tra tassi di interesse e alcune importanti determinanti macroeconomiche (crescita del PIL, crescita della spesa pubblica, tasso di occupazione, etc.) e poi, utilizzando le aspettative di consensus per alcune di queste determinanti, ne fornisce una stima futura del tasso di interesse. Per il 2025, questo approccio evidenzia una generalizzata tendenza al ribasso dei tassi di interesse governativi, almeno per le tre principali aree geografiche: Europa, Stati Uniti e Giappone. Per la determinazione dei rendimenti attesi, partiamo dai valori correnti di YTM dei principali indici ICE BofA, li adeguiamo in base alla direzione attesa dei tassi di interesse, incrementandoli ove vi è una aspettativa di diminuzione dei tassi, ed infine sommiamo un costo di hedging atteso sui prossimi 12 mesi. Quest'ultima componente, che rappresenta un costo nei confronti del dollaro USD, diventa invece un profitto nei confronti del resto del mondo (RoW), grazie al Giappone (che ha un peso di ca. 55% in questo paniere) ed ai suoi tassi di interesse tutt'oggi significativamente più bassi dell'area Euro: il valore YTM dell'indice MLG0Y0 (Giappone) è pari al 1%, mentre per l'Europa (MLEG00) il valore è 2.84%. Ma non è solo questa fonte di carry a rendere attraente l'esposizione ai titoli governativi RoW: godono infatti anche di una minor volatilità storica rispetto ai titoli governativi EUR e USD, oltre che di una minor correlazione con le altre asset class.

Relativamente ai rendimenti dei titoli di debito Corporate e High Yield, partiamo dall'identico contributo derivante dalle aspettative sul movimento dei tassi governativi, a cui aggiungiamo due componenti: il contributo derivante dalla variazione attesa degli spread ed il costo atteso dei default. Per gli spread, partiamo dall'osservazione che generalmente si ha un andamento anticiclico: periodi di riduzione dei tassi si correlano ad un allargamento degli spread, e viceversa. Con una previsione di riduzione dei tassi, questa componente è negativa. Ricaviamo invece il costo atteso dei default, stimato per la sola classe High Yield, a partire dal tasso di default atteso sui prossimi 12 mesi, stimato sulla base di un modello econometrico⁷ che utilizza alcune principali determinanti economico-finanziarie. Oggi stimiamo, nel nostro scenario base, un tasso di default sostanzialmente allineato al valore storico (3.7%). Per i titoli governativi emergenti in valuta locale, rimaniamo invece allineati al rendimento implicito di mercato, senza specificare alcun modello di stima.

6. Utilizziamo un approccio di machine learning basato su Elastic Net con cross-validazione.

7. Modello OLS di stima del tasso di default (dati storici Moody's dal 2005 al 2024) con relazioni lead-lag su diverse variabili macro-finanziarie: spread high-yield, par-weighted coupon, VIX Index, Chicago Credit conditions, Financial stress Index, Leading indicators, Corporate Debt (% Equity).

Infine, per quanto riguarda oro e commodities, anche qui abbiamo sviluppato dei modelli econometrici per la stima dei rendimenti attesi. Per l'oro, utilizziamo un modello fattoriale dinamico che sfrutta le relazioni tra l'oro e diversi fattori di rischio (come i tassi di interesse, il Dollar Index, il tasso di inflazione di break-even a 10Y, etc.) ed utilizza uno schema probabilistico path-shadowing Monte Carlo per assegnare dei pesi alle simulazioni future e definire così un valore di rendimento atteso futuro: arriviamo a una stima di +7.5%. Per le commodities, che hanno un peso del 25% nel paniere rispetto al 75% dell'oro, utilizziamo invece un modello che stima il conveniente yield e ne aggiunge le aspettative di inflazione: arriviamo a un rendimento atteso di +2.2%. Il rendimento atteso della liquidità (Cash EUR) è invece pari al rendimento risk-free governativo a due anni in area Euro (oggi pari al 2.3%).

Portafoglio Ottimo

Il terzo e ultimo passo del processo di Allocazione Strategica è la determinazione del portafoglio ottimo – definito come Optimal Capital Structure (OCS) – tramite ottimizzazione del profilo di rischio – rendimento. **Tabella 4** riporta i pesi di portafoglio così ottenuti (OCS Weights) e li confronta con il portafoglio di mercato (GCS Weights). Inoltre, esplicita anche i pesi target di un ipotetico portafoglio (Client) che abbia rendimento atteso pari al tasso risk-free: questo portafoglio sarà la combinazione del portafoglio ottimo e di un asset privo di rischio. Dato che il rendimento atteso OCS è pari a 6.7%, risulta quindi naturale che la quota di risk-free del portafoglio Client sia significativa, pari al 32%.

Tabella 4 - GCS, OCS, e Client portfolio: allocazione tra le diverse asset class.

	Asset Class	GCS Weights	OCS Weights	OCS – GCS Weights	Client Weights
Equity	Asia Pacific	9.7%	9.5%	-0.2%	6.5%
	EM ex Asia	1.1%	1.9%	0.8%	1.3%
	Europe	7.9%	6.8%	-1.1%	4.6%
	North America	30.1%	29.3%	-0.8%	19.9%
	<i>Totale Equity</i>	<i>48.8%</i>	<i>47.5%</i>	<i>-1.3%</i>	<i>32.3%</i>
Fixed Income – Carry	Government Euro	6.7%	9.7%	3.0%	6.6%
	Government US	12.8%	13.6%	0.8%	9.3%
	Government RoW	7.8%	10.6%	2.9%	7.2%
	Corporate US	4.3%	1.5%	-2.8%	1.0%
	Corporate Euro	3.8%	6.3%	2.5%	4.3%
	<i>Totale Carry</i>	<i>35.4%</i>	<i>41.7%</i>	<i>6.4%</i>	<i>28.4%</i>
Fixed Income – Risky	High Yield Global	3.7%	5.0%	1.3%	3.4%
	EM Government (Loc Ccy)	3.4%	2.6%	-0.8%	1.7%
	<i>Totale Risky</i>	<i>7.1%</i>	<i>7.6%</i>	<i>0.5%</i>	<i>5.1%</i>
Reserve Assets	Gold & Commodities	3.2%	3.2%	0.0%	2.2%
	Cash EUR	5.6%	0.0%	-5.6%	32.0%
	<i>Totale Reserve Assets</i>	<i>8.8%</i>	<i>3.2%</i>	<i>-5.6%</i>	<i>34.2%</i>

Note: ottimizzazione tramite approccio Black-Litterman; dati al 31/10/2024; pesi del portafoglio Client determinati per arrivare ad un rendimento atteso pari al 3% più tasso risk-free, ipotizzato pari al tasso 2Y Eur (2.3%).

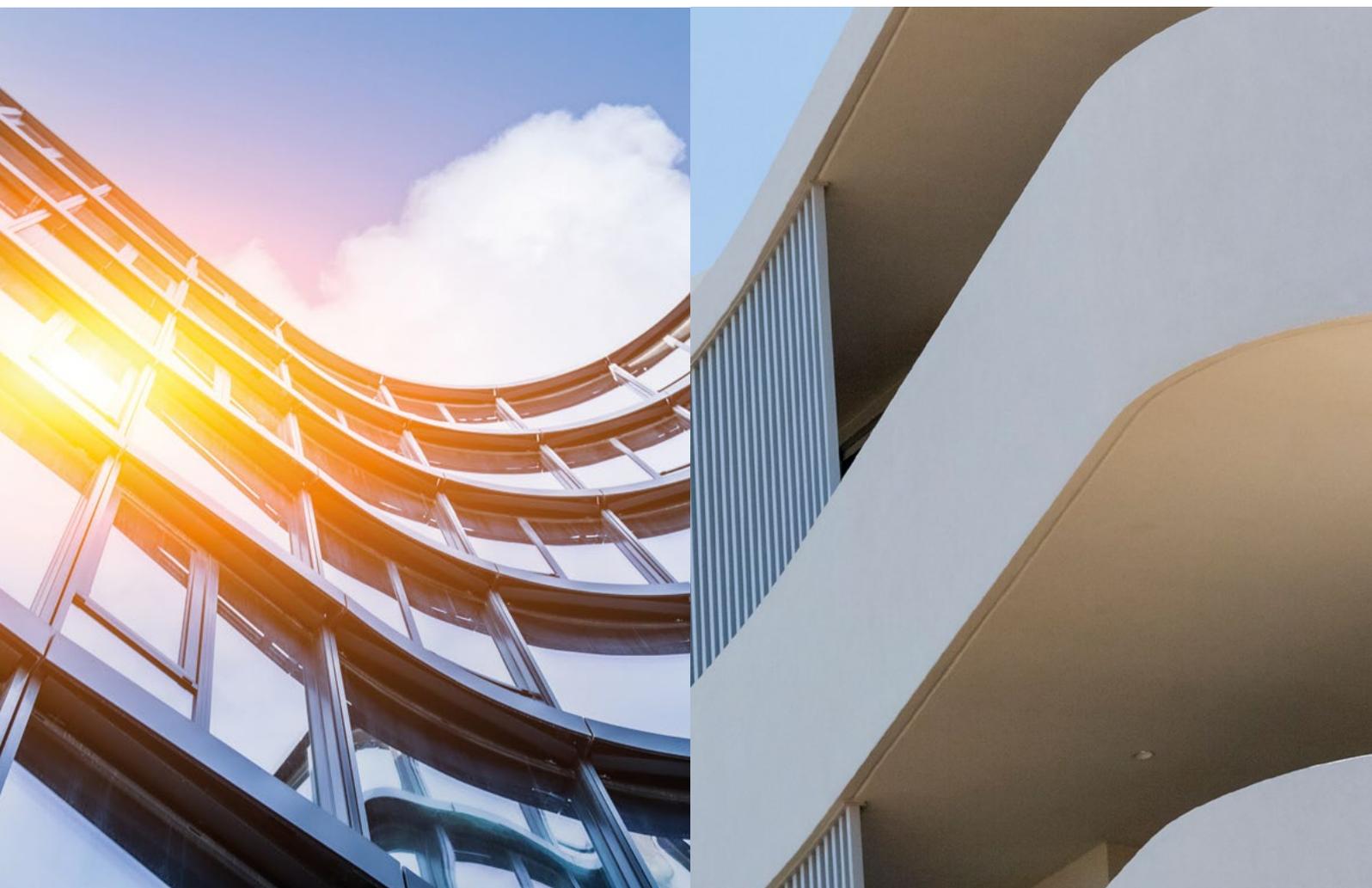
Da un lato, avere un overweight su una certa asset class è determinato dall'aver una view di rendimento atteso migliore del valore implicito di equilibrio: è il caso, ad esempio, dei titoli di stato e corporate europei. Dall'altro, vi sono anche considerazioni di rischio e di correlazione che emergono nel processo di costruzione del portafoglio, che tendono a penalizzare gli asset troppo volatili e/o troppo correlati: questo è il caso ad esempio dell'azionario statunitense che, nonostante abbia una view positiva e un rendimento atteso più elevato di quello implicito, viene tuttavia penalizzato da una logica di diversificazione del rischio. Interessante notare anche che vi sia un overweight significativo su titoli di stato governativo del resto del Mondo (RoW), cioè al di fuori di EU e US. Questa asset class, che comprende titoli governativi giapponesi (per circa la metà) oltre che britannici, australiani, canadesi, e coreani, gode di una volatilità leggermente più contenuta rispetto alle corrispettive EU e US, di una correlazione meno marcata, soprattutto con i titoli di debito Corporate (EU e US) e High Yield, oltre che di un costo medio di hedging

negativo, frutto di un costo del denaro minore, in particolare in Giappone. Quindi, nonostante la nostra view sia leggermente negativa, risulta un'ottima componente in ottica di diversificazione del rischio di portafoglio – anche alla luce del processo di de-regionalizzazione potenzialmente in corso nel mondo di oggi.

Tabella 5 riporta alcune statistiche di sintesi dei portafogli ottenuti. In termini di performance, il rendimento atteso della OCS è pari a 6.7%, con una volatilità del 7.6% annuo. Rispetto alla GCS, lo Sharpe è leggermente migliore, 0.58 rispetto a 0.56, grazie principalmente ad un livello di volatilità poco più contenuto. In termini di allocazione, se nel portafoglio OCS il peso dell'azionario è leggermente inferiore (47.5% vs 48.8% GCS), vi è invece un peso maggiore per il reddito fisso, sia Carry (41.7% vs 35.4%) che Risky (7.6% vs 7.1%), che va a sostituire la quota allocata in liquidità a breve termine (Cash EUR). In altre parole, il fatto di impiegare costantemente la liquidità, anche se principalmente in titoli governativi, permette di ridurre la volatilità complessiva di portafoglio e mantenere lo stesso rendimento, atteso e storico.

Tabella 5 - GCS, OCS e Client Portfolio: statistiche di sintesi.

	Exp. Return	Hist. Return	StDev	Sharpe Ratio	VaR 95%	MDD
OCS Portfolio	6.7%	5.9%	7.6%	0.58	-4.9%	-23.1%
GCS Portfolio	6.7%	5.9%	7.8%	0.56	-4.9%	-23.8%
Client Portfolio	5.3%	4.7%	5.2%	0.60	-3.2%	-13.9%



Insights per il 2025

Equity è ancora l'asset class di riferimento per il lungo periodo?

Christian Prinoth, Chief Investment Officer e Lead Portfolio Manager

Per molti anni un contesto di tassi bassi ha reso "degenere" il processo di revisione periodica dell'allocazione di portafoglio, rendendo il rendimento dei portafogli quasi interamente demandato alle azioni. Le cose sono migliorate dopo il 2021, quando i tassi sono tornati a livelli normali, divenendo nuovamente un utile strumento sia di generazione di rendimento che di diversificazione, come prescritto dai libri di testo. Quindi il mondo, dopo aver passato alcuni anni in uno stato anomalo, è tornato come dev'essere?

Il mondo pre-Covid era caratterizzato da crescita globale in rallentamento con forti pressioni deflative, dovute principalmente ad un eccesso di capacità produttiva, ed un quadro demografico ovunque anemico.

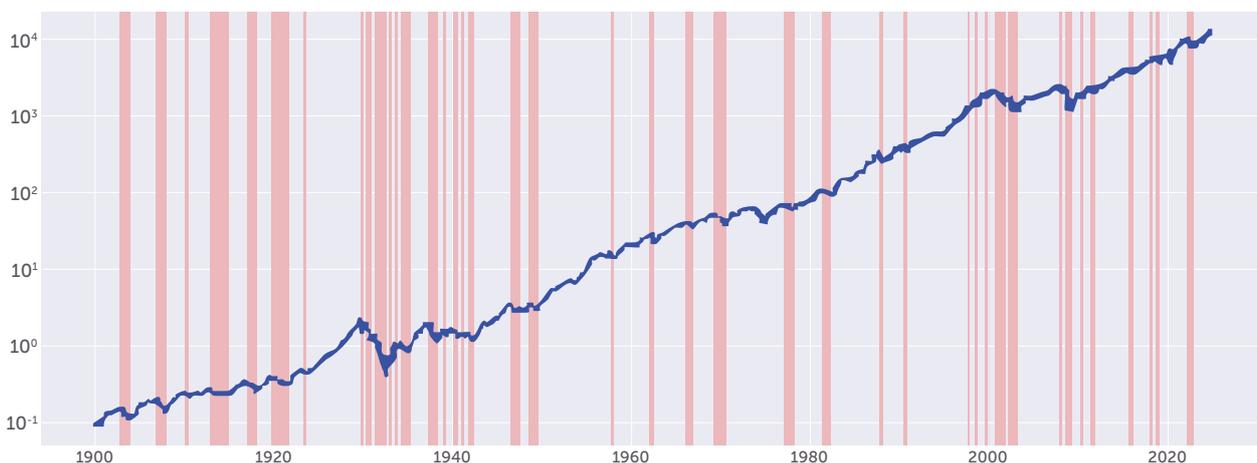
Cos'è cambiato dopo quasi quattro anni? L'eccesso di capacità produttiva persiste, ma si è aggiunta una narrativa di deglobalizzazione. La crescita globale rimane contenuta, ma si è aggiunta una narrativa legata all'intelligenza artificiale. Il quadro demografico non è mutato. L'evidenza che la fiammata inflattiva osservata post pandemia possa essere sostenuta da elementi diversi dagli intoppi nella supply chain è sempre più debole, e rimane sorretta solo da considerazioni di politica fiscale, che potrebbe rimanere espansiva, seppur in un quadro di stock di debito pubblico ovunque ai massimi. Volendo dunque osservare il bicchiere come mezzo vuoto, è lecito attendersi che i tassi possano tornare progressivamente a livelli molto bassi, e quindi di nuovo saranno i mercati azionari a doversi caricare sulle spalle i rendimenti richiesti da tutti gli investitori.

Un recente studio (cit. Aizhan Anarkulova* Scott Cederburg Michael S. O'Doherty) ha creato molto scompiglio nella comunità accademica, mettendo addirittura in discussione alcuni cardini fondamentali della moderna teoria di portafoglio (il beneficio della diversificazione e la propensione al rischio decrescente con l'età dell'investitore) suggerendo un investimento concentrato al 100% sui mercati azionari. Suggerimento che sembra però inficiato da numerosi bias cognitivi, oltre a scontare il fatto che molti investitori hanno un orizzonte temporale decisamente più breve di quello della propria vita lavorativa. Ed il fatto che usciamo da un lungo periodo di rendimenti azionari generalmente molto positivi, con poche e contenute esplosioni di volontà, porta ovviamente alla ribalta la domanda se sia strategicamente ma soprattutto tatticamente opportuno dare nuovamente all'investimento azionario un ruolo preminente nei portafogli.

Per rispondere a questa domanda iniziamo partendo da lontano. Il mercato azionario con maggior profondità di dati è quello americano. Quindi, è ad esso che faremo riferimento per quanto segue. Dal 1900 ad oggi l'indice S&P 500 (preceduto ovviamente da aggregati equivalenti prima che Standard & Poor's desse vita al celebre indice delle prime 500 aziende americane per capitalizzazione) ha avuto un rendimento medio annuo (nominale, e comprensivo dei dividendi sotto ipotesi di reinvestimento) vicino al 10%. Nessun'altra asset class, incluso l'amato (dalle nostre parti...) mattone, vi si avvicina. A fronte di tale rendimento, però, vi è una volatilità del 16%. Perciò, in un mondo "normale", un anno con un rendimento inferiore a -22,8% ha una probabilità del 2,5%, quindi non trascurabile. Questo dato "apocalittico" spaventa, in particolare l'investitore italiano, la cui propensione al rischio è tradizionalmente più bassa di quella di un omologo anglofono. Vediamo dunque qualche dato e statistica per definire meglio il rischio che ci attende.

Dal 1900 ad oggi ci sono stati 54 eventi nei quali l'indice ha perso almeno il 10% (soglia arbitraria ma buon riferimento psicologico) come evidenziato in **Figura 1**.

Figura 1 - Indice S&P 500 Total Return ricostruito dal 1900 ad oggi, in scala logaritmica. Le aree evidenziate fanno riferimento a periodi in cui l'indice ha perso più del 10%. Fonte: R.Shiller, Factset, elaborazioni Quaestio.

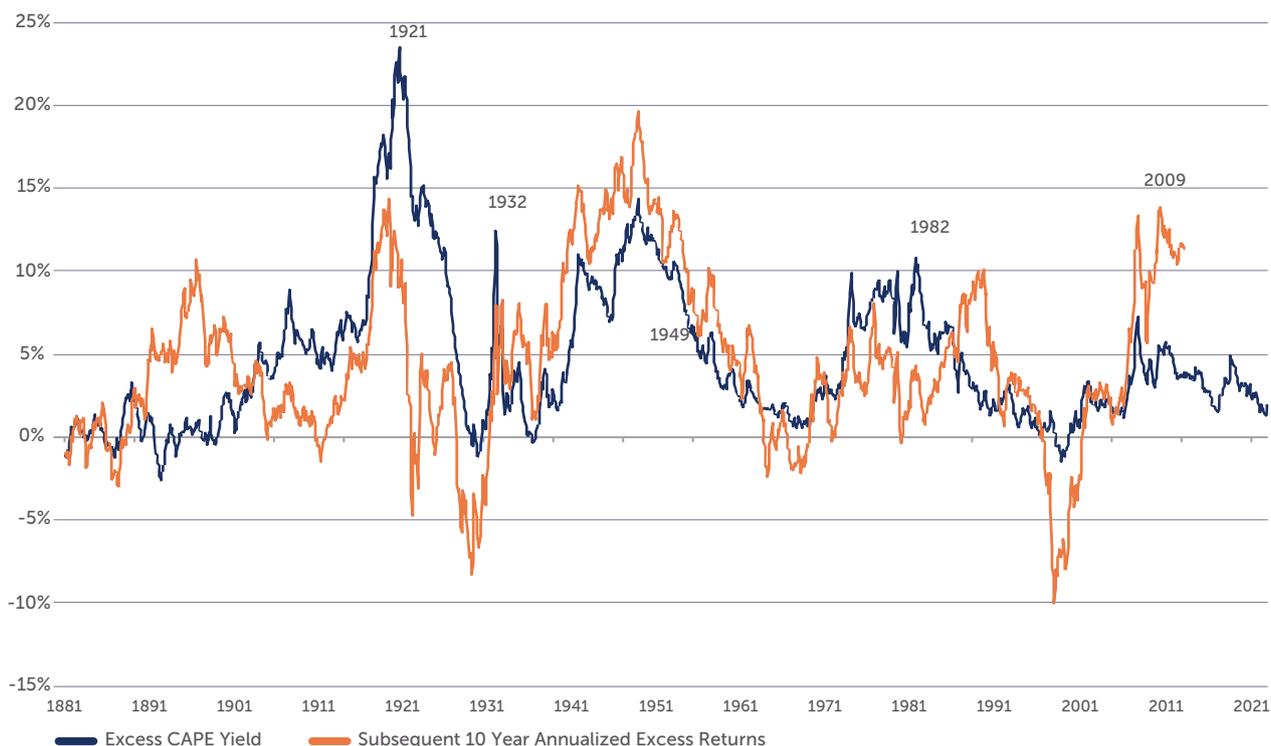


In mediana, in questi eventi la perdita è stata pari a -19%, la durata è stata pari a 15 mesi circa, e sempre in mediana ci sono voluti 28 mesi per recuperare. Numeri che possono spaventare, ma in realtà confermano che l'investitore paziente, che può rimanere investito almeno cinque anni, generalmente non dovrebbe soffrire eccessivamente anche al verificarsi di questi eventi. Siamo però pur sempre parlando di eventi che si presentano in media ogni due anni e mezzo, l'ultimo dei quali ad ottobre 2022. Per quanto in accademia si parli solitamente di rendimenti indipendenti e identicamente distribuiti, nella realtà dominata dagli animal spirits è lecito farsi qualche domanda su quanto possa continuare il bel tempo. Gli scettici generalmente usano tre argomenti: (1) le valutazioni sono tiratissime, (2) i mercati azionari sono "affollati", (3) il mondo sta cambiando in peggio. Guardiamoli uno per uno.

Il tema valutazioni ha mille sfaccettature, e gli analisti si divertono a trovare la variante sul multiplo che in qualche modo giustifichi la tesi che vogliono portare avanti. Per evitare questo rischio, guardiamo una mi-

sura che si è affermata prima in ambito accademico ed ora comunemente accettata anche da molti practitioner, ovvero il *Cyclically Adjusted Price Earnings Ratio* proposto dal premio Nobel Robert Shiller. Si tratta in estrema sintesi di una metrica che tiene conto dell'evoluzione nel lungo termine degli utili, nonché dell'impatto inflattivo. Questo multiplo viene sovente messo in relazione con il rendimento delle obbligazioni, come per esempio in **Figura 2**. La figura suggerisce una relazione tra l'Excess CAPE Yield, ovvero la differenza tra il rendimento implicito in prezzi e utili di un'azione ed il rendimento di un'obbligazione, e la differenza di performance delle azioni rispetto alle obbligazioni nei 10 anni successivi. Se questa relazione fosse robusta, dovremmo attenderci un extra-rendimento stimabile tra +2,5% e +3,3%. Sommando il rendimento attuale del decennale americano, pari al 4%, otteniamo un intervallo tra +6,5% e +7,3%. Quindi inferiore al 10% storico ma comunque sufficiente per confermare un ruolo preminente dell'investimento azionario in qualsiasi esercizio allocativo.

Figura 2 - In blu, l'Excess CAPE Yield rappresenta l'inverso del Cyclically Adjusted P/E di Shiller, al quale viene sottratto il rendimento reale dei bond; in arancione il rendimento dell'azionario in eccesso rispetto a quello obbligazionario nei 10 anni successivi. Fonte: R. Shiller, Factset, elaborazioni Quaestio.



L'affollamento dei mercati azionari è altrettanto difficile da definire in maniera univoca. Tra i diversi modi per farlo vi è la possibilità di valutare, nel tempo, il rapporto tra capitalizzazione di tutti i mercati azionari e passività di tutti i soggetti debitori⁸, rappresentato in **Figura 3**. Anche in questo caso sovrapponiamo al grafico l'extra-rendimento nei 10 anni successivi, al fine di valutarne il potere previsivo. La cosa sembra funzionare tra gli anni 60 ed il primo decennio del nuovo millennio,

meno in periodi di tassi reali bassi o negativi. Se proviamo ad estrapolare l'extra-rendimento stimando una relazione lineare, e aggiungiamo come sopra il rendimento dei bond, otteniamo un intervallo di previsione tra -4,7% e +9,4%, quindi piuttosto ampio e con un grado elevato di incertezza. In sintesi, il responso che otteniamo non è sufficientemente forte da poter dire con ragionevole confidenza che il rendimento storico dell'equity in futuro non verrà più raggiunto.

Figura 3 - In blu, il rapporto tra Corporate Equities e somma tra Corporate Equities e Debt Securities and Loans, in grigio il rendimento dell'azionario in eccesso rispetto a quello obbligazionario nei 10 anni successivi. Fonte: FRED, R.Shiller, Factset, Elaborazioni Quaestio.



Il terzo argomento, ovvero che il mondo stia cambiando, a differenza dei due precedenti non si presta ad analisi prettamente quantitative; quindi, mi limiterò a dare un'opinione necessariamente personale su quali possono essere temi cruciali per la crescita globale, rimanendo sempre in un'ottica di lungo periodo.

Ritengo che vi siano quattro sviluppi significativi che possono impattare il "modo in cui funzionerà il mondo" nel corso dei prossimi 10 anni. Il primo, e più imperturbabile, è il rallentamento demografico, che si sta ormai

diffondendo anche ai paesi in via di sviluppo. Alcune stime ipotizzano un picco della popolazione globale già intorno al 2050, il che implica che già molto prima di allora molte società saranno dominate da coorti di anziani, con evidente impatto su consumo, forza lavoro, crescita aggregata ed equilibrio dei meccanismi di welfare. Che questo non si debba necessariamente tradurre in una perdita di benessere per gli individui è tutto sommato dimostrato da paesi che già vivono a pieno questa condizione di "compressione demografica", come Giappone e Corea del Sud. In essi, il progres-

8. Non essendoci riferimenti accademici precisi su questo approccio si rimanda al blog dove è stato descritto profusamente nel 2013: <https://www.philosophicaleconomics.com/2013/12/the-single-greatest-predictor-of-future-stock-market-returns/>.

so tecnologico sembra mostrarsi in grado di sopperire all'atrofia della forza lavoro. Andrete quindi probabilmente verso un mondo in cui l'attenzione non sarà tanto sulla crescita tout court quanto piuttosto sulla crescita pro capite, in un contesto che vedrà probabilmente dura competizione tra aziende. In altre parole, violente rotazioni settoriali ma con indici dominati da aziende che continueranno ad essere profittevoli.

Questa osservazione ci porta al secondo significativo sviluppo, quello relativo all'intelligenza artificiale ed all'automazione in genere. Si tratta di innovazioni con il potenziale per dare un impulso non indifferente alla produttività, reindirizzando di conseguenza la forza lavoro. È plausibile che molti colletti bianchi si trasformeranno progressivamente in risorse che potranno (dovranno...) svolgere i compiti che si creeranno in conseguenza della progressiva inversione della piramide demografica. Volendo fare un esempio a noi vicino, è sufficiente visitare un moderno stabilimento produttivo in Italia, tra quelli sopravvissuti alla globalizzazione oppure (ri-)nati in conseguenza della deglobalizzazione, per rendersi conto che l'uso di processi ad elevata automazione è ormai diffusissimo, e destinato a caratterizzare in maniera pregnante una (eventuale) rilocalizzazione produttiva. Si tratta dunque di uno sviluppo che non presuppone abbondanza di manodopera poco qualificata, ma va esattamente in direzione opposta. L'impatto positivo dello sviluppo di tecnologie dirompenti sui mercati azionari è evidente agli occhi di tutti, e pur ammettendo un incremento della volatilità, è difficile immaginare che ciò possa cambiare significativamente. Il terzo sviluppo significativo è già stato in parte citato, e riguarda il processo di deglobalizzazione. È opinione diffusa che dopo anni di concentrazione dei processi produttivi in Cina con contestuale esportazione di deflazione da essa, ora il processo si stia invertendo. A mio avviso questa conclusione è affrettata. In primo luogo, l'innalzamento di tariffe sarà strettamente focalizzato su beni e settori strategici per il primo mondo. Nessuno ha interesse a riportare in casa propria i processi produttivi a basso valore, o quelli con esternalità negative significative; quindi, la Cina rimarrà lo *sweatshop* del mondo. In secondo luogo, quei processi produttivi che verranno delocalizzati, per esempio per aumentare la diversificazione nella catena produttiva, andranno in primo luogo in altri paesi "amici" (vedasi la significativa crescita del Vietnam negli ultimi anni), mentre quelli che davvero torneranno nel primo mondo saranno fondamentalmente diversi da come erano prima del viaggio di andata, e faccio riferimento all'esempio delle fabbriche ad alto grado di automazione descritte poco fa. L'impatto di questo processo di reshoring è quindi tutt'altro che ovvio, ed è quantomeno dubbia la sua natura inflattiva. La conclusione che un'inversione della crescita globale avvenuta grazie alla globalizzazione sia inevitabile è quindi probabilmente affrettata. La stessa fretta nel valutare l'evoluzione macroeconomica corrente porterebbe

ad esempio alla conclusione che gli Stati Uniti potrebbero anche chiudersi all'economia globale e continuare a crescere più del resto del mondo.

L'ultimo punto che vorrei evidenziare è il rinnovato impulso della politica fiscale più o meno in tutti i paesi. La pandemia ha sdoganato un certo libertinaggio fiscale, con la conseguenza che il livello di debito pubblico è divenuto significativo quasi ovunque. Se la spesa pubblica venisse ridotta significativamente, vi sarebbero ovvie conseguenze sulla crescita. Ma è un esito che ritengo improbabile, dato lo stato del dibattito politico, decisamente avverso a politiche di austerità, e data la necessità di una maggiore spesa per la difesa. Se la spesa pubblica deve rimanere elevata, ciò può avvenire solo in un contesto di inflazione in deciso aumento, oppure di tassi, ovvero "costo" della spesa pubblica, estremamente contenuti. In un mondo in rallentamento demografico, quindi con meno consumatori, ma che mantiene un'enorme capacità di produzione di beni, ed una produttività che non accenna a diminuire, supportata da sempre maggiore automazione, penso che il cammino di minima resistenza sia un ritorno a tassi bassi ovunque. Ed un ritorno ad un mondo in cui le azioni saranno imprescindibili per generare i ritorni richiesti dagli investitori.

È arrivato il momento delle Small Cap europee?

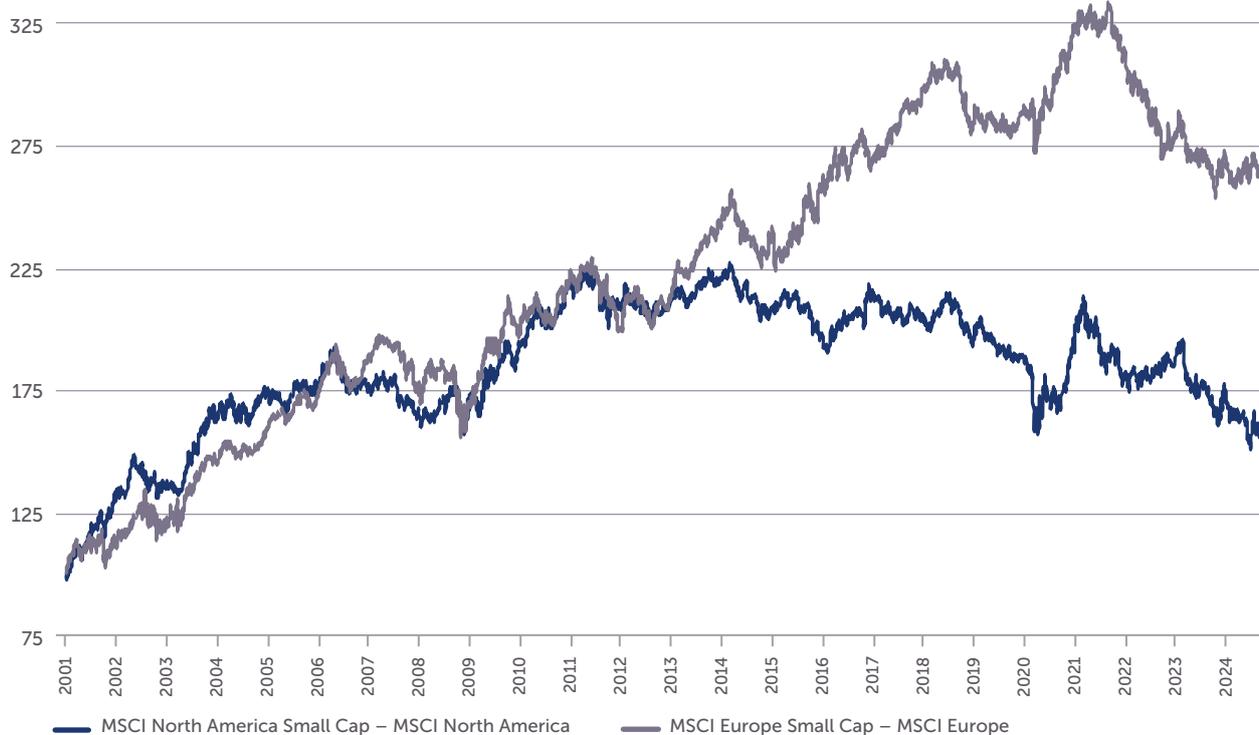
Giacomo Saibene, PhD, Portfolio Manager

Breve storia di SMB. La prima⁹ anomalia scoperta in ambito accademico-finanziario è il Size Premium (SMB – Small Minus Big): il fenomeno per cui le società più piccole hanno rendimenti in media più elevati delle società più grandi. L'anomalia è rispetto al Capital Asset Pricing Model, il più importante e famoso modello di equilibrio dei mercati finanziari, che teorizza una relazione tra rendimento di un titolo e rischiosità, misurata dal beta di mercato, cioè il principale fattore di rischio. Ad oggi, tale fenomeno rimane tuttavia uno dei più dibattuti¹⁰: in primo luogo, buona parte delle migliori performance delle Small Cap sono attribuibili ad una maggiore esposizione al rischio di mercato, i.e. maggior beta. Ma soprattutto, l'effettiva esistenza di tale Premium è sempre più in dubbio: se nella decade successiva alla sua scoperta (1976-1986) le performance furono ottime, alimentandone così la sua fama, nelle decadi successive l'effetto si è notevolmente ridotto, diventando inconsistente ed altalenante. Dal 2000 in poi, le Small Cap europee hanno fatto meglio fino al 2018/2021 circa, ma negli Stati Uniti già dal 2011/2014 vi è stata un'inversione di tendenza che ha visto una sovraperformance delle Large Cap, tendenza accentuatasi dal 2021 in poi per entrambe le aree (**Figura 1**).

9. Banz, Rolf W. "The relationship between return and market value of common stocks." *Journal of financial economics* 9.1 (1981): 3-18.

10. Per un'analisi più approfondita, si veda ad esempio: Alquist, Ron, Ronen Israel, and Tobias J. Moskowitz. "Fact, fiction, and the size effect." Available at SSRN 3177539 (2018).

Figura 1 - Performance relative TR degli indici MSCI Small Cap vs MSCI, Europa e Stati Uniti. L'indice MSCI standard rappresenta ca. 85% della capitalizzazione e include Large e Mid Caps, mentre l'indice MSCI Small Cap rappresenta ca. 14% delle società a minor capitalizzazione (il rimanente 1% più piccolo è incluso negli indici Micro Cap).



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati FactSet; portafogli long-short dollar neutral ribilanciati ogni mese; dal 2001 al ottobre 2024.

Definizioni e universo. Un dettaglio sempre importante riguarda cosa e come lo si misuri. Per dare un riferimento, l'indice MSCI USA rappresenta ca. l'85% della capitalizzazione complessiva del mercato USA, capitalizza ca. 50 trilioni USD e conta poco meno di 600 società, ormai oggi quasi tutte identificabili come Large Cap, date le soglie utilizzate per Large (> 10 bln), Mid (2.5 – 10 bln) e Small (250 mln – 2.5 bln). L'indice MSCI USA Small Cap rappresenta il successivo 14%, capitalizza solo ~5 trilioni e conta 1750 società. Il rimanente 1% è relativo alle Micro Cap: tali società sono però altamente illiquide, oltre a soffrire di *delisting bias*¹¹. In Europa invece si arriva ad un massimo di 1200 società, di cui le prime 200 sono Large e le ultime 600 Small. In quanto segue, escludiamo le Micro Cap, oltre che le società più illiquide e con margine operativo negativo. Inoltre, faremo un confronto tra percentili, in modo da avere campioni simili in termini di numerosità.

Divergenza nei multipli. In concomitanza con lo svanire dell'effetto SMB (ca. 2014 in USA e 2018 in Europa), si è iniziato a creare un notevole divario nei multipli di mercato a favore delle Large Cap (**Figura 2** e **Figura 3**). Questo è vero anche al netto della diversa composizione settoriale¹². Se guardassimo al multiplo EV/EBITDA (non riportato), il divario sarebbe ancora più marcato: ma preferisco il multiplo PE perché meno affetto da inconsistenze tra Capex e D&A, sempre più comuni per società non industriali. Questo divario non è dovuto al caso, come non lo è il divario tra Stati Uniti ed Europa: si è infatti verificata una notevole divergenza nella capacità di generare profitti, con una importante crescita dei margini delle Large Cap per entrambe le aree (**Figura 4**). Nel mondo di oggi le economie di scala sono sempre più importanti e questo lo si vede riflesso nella dinamica dei margini: le società più piccole hanno maggiori difficoltà di accesso ai mercati, ai talenti, e spesso operano in mercati più concorrenziali¹³.

11. Negli anni '80, i database economico-finanziari avevano un certo numero di titoli "scomparsi", più spesso per cause negative (e.g. fallimento) che positive (e.g. acquisizione). Nel corso degli anni, è stato fatto un notevole lavoro di correzione e completamento dei dati, portando quindi ad un resoconto più corretto dei rendimenti realizzati: fatto che non ha aiutato le performance misurate delle Small e Micro Cap.

12. Individuando le società più grande e più piccole all'interno di ciascuno dei 20 settori economici FactSet, in modo da avere poi una composizione bilanciata a livello settoriale.

13. Anche le difficoltà nelle catene di approvvigionamento potrebbero aver aiutato maggiormente le Large Cap: "Supply chain shortages, large firms' market power, and inflation" (VoxEu Column; 13 Oct 2024).

Figura 2 - P/E NTM mediano in Europa: Large (Top 20%) vs Small Cap (Bottom 20%).



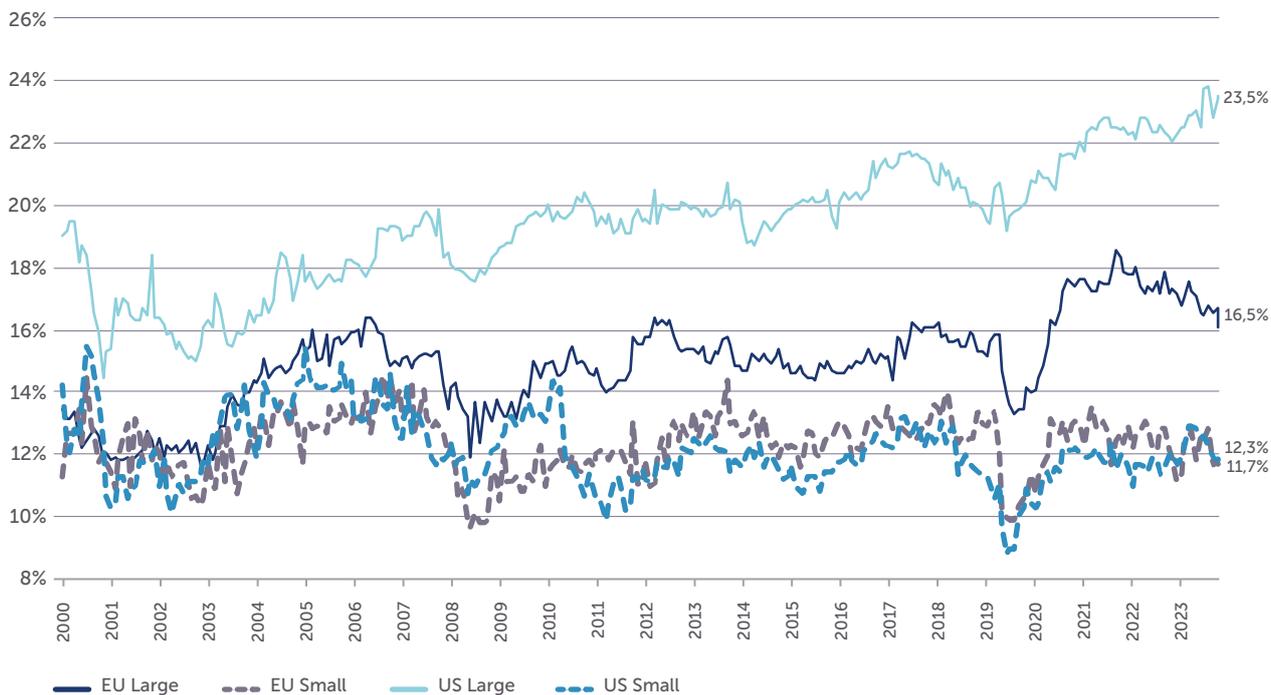
Fonte: elaborazioni Quaestio su dati FactSet; universo di 900 titoli sufficientemente liquidi (volumi medi giornalieri non inferiori a €0.5 mln); portafogli sector-neutral ribilanciati ogni mese; dal 2001 a ottobre 2024.

Figura 3 - P/E NTM mediano negli Stati Uniti: Large (Top 25%) vs Small Cap (Bottom 25%).



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati FactSet; universo di 1250 titoli sufficientemente liquidi (volumi medi giornalieri non inferiori a €0.5 mln); portafogli sector-neutral ribilanciati ogni mese; dal 2001 a ottobre 2024.

Figura 4 - Margine operativo (Ebit) mediano: Europa vs Stati Uniti e Large vs Small.



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati FactSet; dal 2001 a ottobre 2024.

Small Cap: meglio l'Europa? Le Large Cap statunitensi rappresentano da un lato il fenomeno più eccezionale: una crescita e una profittabilità davvero impareggiabili, al contrario di quelle europee, che già dal 2021 hanno visto diminuire i propri margini. Le Small Cap europee sono invece le più eccezionali: se infatti quelle statunitensi hanno un multiplo allineato alla loro media storica, quelle europee hanno un multiplo inferiore di ca. 20%. Inoltre, competono in un mercato più frammentato e regolamentato, dove le Large Cap fanno più

fatica a prosperare: questo si vede anche nelle stime di crescita per il fatturato, allineate in Europa, ma a favore delle Large Cap in USA. Questo depone a favore delle Small Cap europee, almeno in termini relativi rispetto alle Large Cap della stessa area geografica: le valutazioni sono attraenti, i fondamentali buoni, mancano soltanto gli investitori: il 2025 sarà finalmente l'anno giusto? Infine, non dimentichiamo che molte anomalie di mercato¹⁴, così come la gestione attiva, funzionano spesso meglio tra le Small Cap.

14. Sull'importanza del fattore Quality, si veda ad es. Asness, Clifford, et al. "Size matters, if you control your junk." Journal of Financial Economics 129.3 (2018): 479-509.

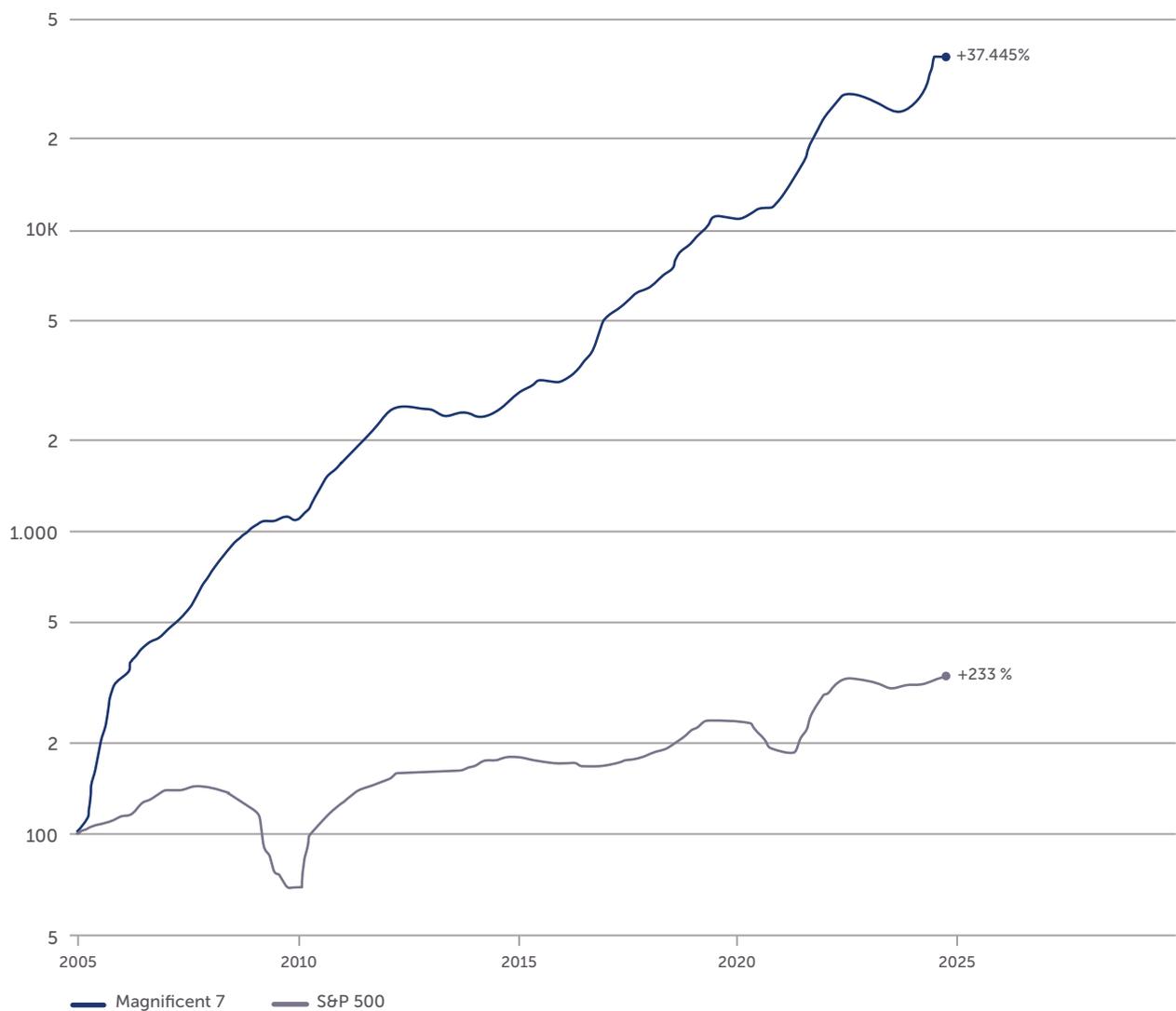
L'era dell'intelligenza artificiale: opportunità e rischi

Oscar Soppelsa, Portfolio Manager

L'innovazione tecnologica, in particolare nel campo dell'intelligenza artificiale (IA), sta rapidamente trasformando l'economia globale e i mercati finanziari. Negli ultimi anni, il settore tecnologico ha dominato le performance del mercato azionario globale. Dal 2010, la tecno-

logia ha generato il 32% del rendimento azionario globale e il 40% del rendimento del mercato azionario statunitense. Questo dato non riflette un'esuberanza irrazionale, ma piuttosto fondamentali solidi: dal picco pre-crisi finanziaria globale, l'utile per azione (EPS) del settore tecnologico è aumentato di circa il 400%, mentre tutti gli altri settori messi insieme hanno registrato un aumento di circa il 25%. Le aziende tecnologiche dominanti, soprannominate "Magnifiche 7" (Apple, Microsoft, Nvidia, Amazon, Alphabet, Meta e Tesla), hanno mostrato una crescita degli utili che ha surclassato quella del resto del mercato, giustificando la loro performance superiore.

Figura 1 - Il tasso di crescita degli utili delle "Magnifiche 7" ha surclassato quello dell'intero mercato US. "Magnifiche 7" e S&P 500, 12M trailing EPS a tasso di crescita mediano per le "Magnifiche 7" e aggregato per l'indice Standard & Poor's 500. Indicizzato a 100 su dicembre 2004. Fonte: elaborazioni Quaestio su dati FactSet.



Tuttavia, la recente impennata dal 2022 è dovuta soprattutto a un singolo elemento: le speranze e le aspirazioni legate all'IA. In Quaestio siamo convinti che, nonostante il significativo interesse generato dall'IA, nei multipli attuali di molte società tecnologiche non vi sia ancora una bolla pronta a esplodere. Le valutazioni attuali sono infatti inferiori rispetto ad altri periodi di bolle speculative del passato, come l'era delle Nifty 50 all'inizio degli anni '70, la bolla giapponese alla fine degli anni '80 e la bolla tecnolo-

gica del 2000. Ad esempio, i multipli P/E ed EV/Sales mediani delle sette maggiori aziende tecnologiche oggi sono circa la metà di quelli che avevano le sette società dominanti al picco della bolla tecnologica nel 2000. Tuttavia, oggi c'è una differenza fondamentale in termini di concentrazione: da molto tempo, oltre un terzo dell'indice Standard & Poor's 500 è costituito dalle dieci società a maggior capitalizzazione, mentre le cinque aziende più grandi valgono il 26% del valore totale dell'S&P 500.

Figura 2 - Negli ultimi anni la quota dell'indice S&P 500 rappresentata dalle società a più grande capitalizzazione non ha fatto altro che crescere. Valore di mercato delle maggiori società dell'S&P 500 come percentuale del valore dell'indice. Fonte: elaborazioni Quaestio su dati FactSet.



Questa concentrazione pone rischi significativi per gli investitori. Mentre le aziende tecnologiche dominanti potrebbero mantenere la loro posizione di *leadership*, la storia suggerisce che poche aziende rimangono indenni quando emergono nuovi concorrenti. Dal 1980, durante ogni decennio in media oltre il 35% dei componenti dell'S&P 500 è cambiato: questa è la definizione del termine "innovazione" esemplificata da pochi numeri anziché dalle parole. Se i gentili lettori ci concedono una piccola digressione, siamo anche convinti che gli investitori dovrebbero seriamente considerare la diversificazione in aziende al di fuori del settore tecnologico ma che mostrano caratteristiche di crescita e redditività simili: investire unicamente nel tema IA ormai può esporre a un rischio di concentrazione non indifferente.

Passando alle prospettive di lungo periodo, è un dato di fatto che l'IA stia creando opportunità in diversi settori al di là della pura tecnologia:

- l'IA sta accelerando lo sviluppo di farmaci e la diagnostica. Il costo del sequenziamento del DNA è diminuito drasticamente, da 100 milioni di dollari nel 2001 a 50 dollari nel 2022;
- le banche e i servizi finanziari stanno adottando l'IA per migliorare l'efficienza operativa e l'esperienza del cliente;
- l'IA sta aiutando le aziende a sviluppare catene di approvvigionamento più trasparenti e prodotti eticamente sostenibili;

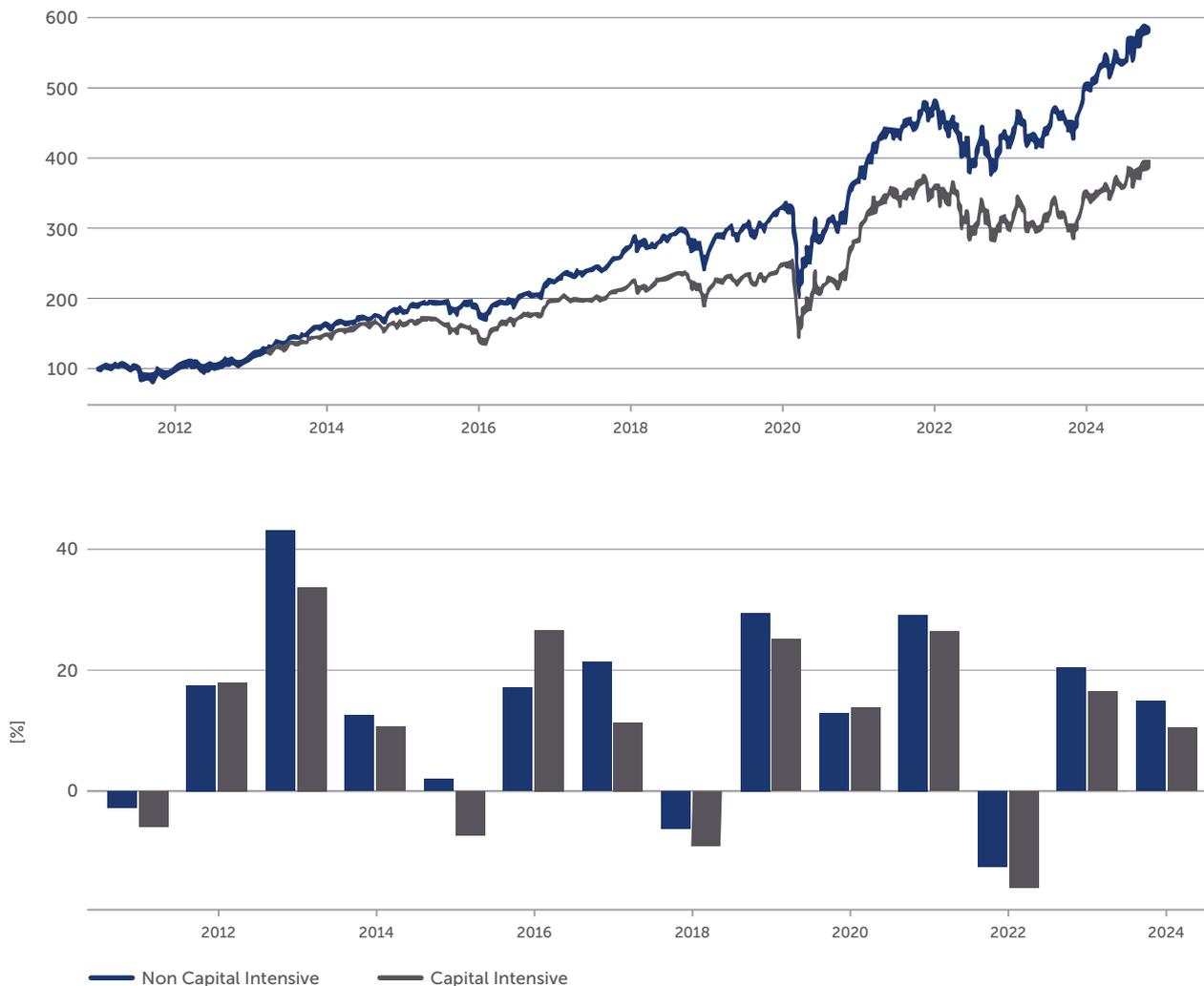
- si prevede che il mercato globale dei robot umanoidi raggiungerà i 214 miliardi di dollari entro il 2032. Gli avanzamenti nel campo della robotica e della meccatronica si sommeranno ai progressi dal lato della commistione tra apprendimento per rinforzo in tempo reale e LLM, un ramo che promette di avvicinare l'IA alla capacità di fare ragionamenti complessi e non solo di produrre contenuti "probabilisticamente plausibili";
- l'aumento della domanda di energia elettrica per i centri di elaborazione sta guidando investimenti significativi nei servizi di pubblica utilità e nelle energie rinnovabili.

Nonostante le opportunità, gli investitori devono essere consapevoli anche dei rischi: storicamente, l'entrata di nuovi concorrenti ha sempre portato a una diminuzione dei margini per le aziende già presenti nelle varie nicchie di mercato. In fondo, è la dura legge del capitalismo.

Come nel caso del settore delle telecomunicazioni negli anni '90, gli investitori potrebbero sopravvalutare i rendimenti delle aziende che fanno grandi investimenti in infrastrutture per l'IA. A differenza di altre innovazioni tecnologiche dell'ultima decade, l'IA richiede pesanti spese in conto capitale. Sappiamo che, a ragione, i ritorni attesi per gli azionisti raramente vanno d'accordo con aggressive politiche di crescita degli asset.



Figura 3 - Nell'ultima decade le imprese a bassa intensità di capitale hanno superato in modo significativo quelle a forte impiego di capitale. Mercato azionario statunitense liquido ad alta intensità di capitale vs. a bassa intensità di capitale. Rendimento di due portafogli rispettivamente a massima e minima intensità di capitale, basando la misura su EBITDA / Total Assets e EBITDA / CapEx. Fonte: elaborazioni Quaestio su dati FactSet.



Le aziende tecnologiche dominanti potrebbero affrontare crescenti pressioni *antitrust*, come dimostrato dai recenti sviluppi in Cina e negli Stati Uniti.

Infine, per quanto possa sembrare un elemento secondario, molti osservatori descrivono i recenti sviluppi nell'IA (principalmente LLM) come raffinate forme di "plagio automatizzato": l'ubiquità della tecnologia potrebbe portare a una maggiore domanda di prodotti e servizi "autentici" e non digitali.

Con questo elenco di potenziali criticità non vogliamo certo esprimere una prospettiva pessimista sul settore tecnologico e sul tema dell'IA: la nostra opinione è che, nonostante i rischi di concentrazione, il settore tecnologico e l'IA continueranno a guidare la crescita economica e i rendimenti di mercato nel medio-lungo termine. Tuttavia, riteniamo che quelli elencati siano rischi sufficienti a far sì che gli investitori prendano in considerazione l'idea di diversificare le loro esposizioni per migliorare i rendimenti aggiustati per il rischio a livello di portafoglio.

Contração delle exit: la minaccia esistenziale per l'industria Venture Capital

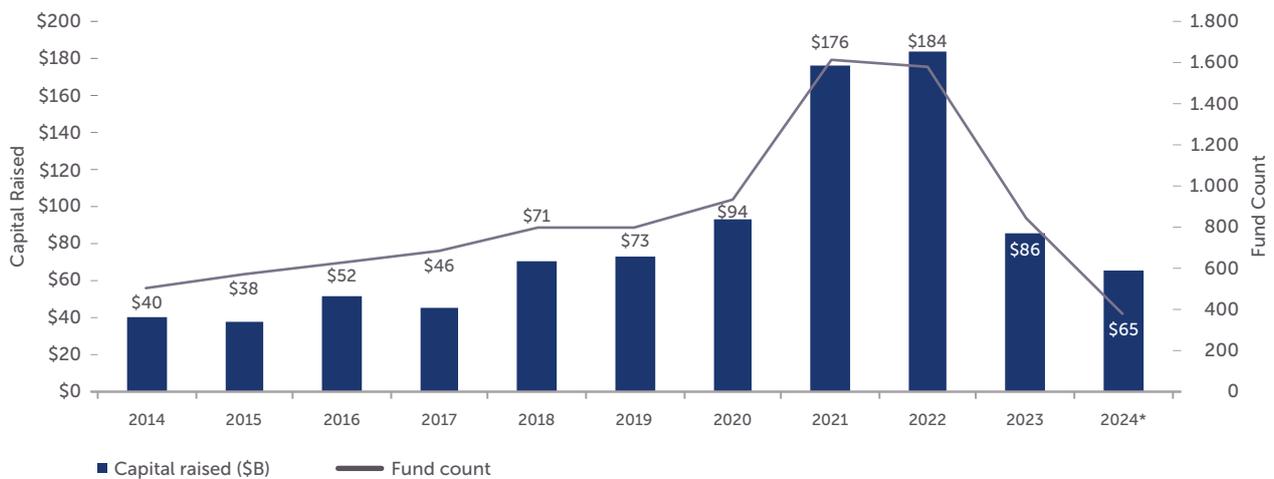
Matteo Meazzi, Analyst

L'ecosistema del Venture Capital sta attraversando una fase restrittiva, innescata dalla fine dell'era ZIRP¹⁵. I volumi di finanziamento si sono normalizzati dopo la

bolla post-Covid, le distribuzioni agli investitori hanno toccato i valori più bassi dal 2008, e il numero di fondi è crollato.

Concentrandosi sul **fundraising**, dal 2023 il capitale raccolto annualmente negli Stati Uniti si è stabilizzato ai livelli del 2019-2020. Tuttavia, **AUM** e **dry powder** hanno raggiunto i massimi storici nel 2024, segnalando di un backlog di capitali ancora non investiti dei vintage precedenti (32% del dry powder è fermo in fondi con vintage 2017-2021, 68% 2022-2024¹⁶).

Figura 1 - Raccolta Venture Capital in USA (\$ mld) per anno.



Fonte: Q3 2024 Pitchbook-NVCA Venture Monitor.

Le **exit** aggiungono colore alla storia: dal 2022 il valore aggregato è tornato ai livelli del 2016, senza aumenti significativi nonostante l'afflusso di capitale nel settore. La causa principale è il blocco di tutti i principali canali:

- **IPO:** il numero di IPO ha toccato i minimi storici nel 2022 e non si è ancora ripreso (solo 2 IPO US tech nel 2022, 6 nel 2023 e 6 YTD nel 2024¹⁷). Nonostante le IPO abbiano storicamente rappresentato la maggior parte del valore di exit generato dai fondi VC, attualmente stanno vivendo un periodo molto sfavorevole. Gli alti tassi di interesse e la scarsa performance delle aziende tecnologiche quotate durante il boom del 2019-2021 hanno ridotto l'appetito degli investitori. In parallelo, i floridi mercati di transazioni secondarie e

bridge round scoraggiano ulteriormente le IPO, riducendo la necessità delle startup di ricorrere ai mercati pubblici per raccogliere capitali e aiutando i fondi a realizzare ritorni.

- **M&A:** i vincoli regolatori hanno ostacolato le acquisizioni di startup da parte delle grandi aziende. Le prospettive sono fortemente influenzate dalle elezioni statunitensi, che potrebbero portare ad un cambiamento nelle politiche della Federal Trade Commission in caso di vittoria repubblicana.
- **Private Equity:** l'attività è stata recentemente limitata dagli alti tassi di interesse, che hanno messo in difficoltà i fondi di buyout, nonostante gli AUM abbiano raggiunto livelli record (\$6.16T nel 2024E¹⁸).

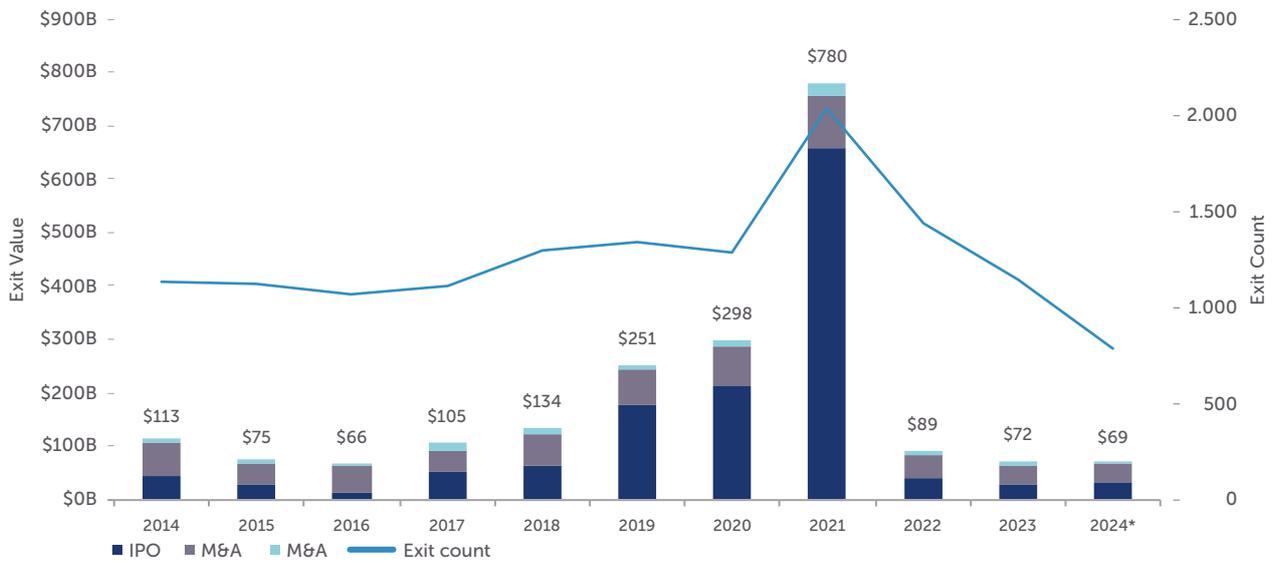
15. Zero-interest rate policy, condizione macroeconomica con tassi di interesse nominali molto bassi come durante gli anni 2020-2022.

16. Fonte: Q3 2024 Pitchbook-NVCA Venture Monitor.

17. Fonte: Q3 2024 Pitchbook-NVCA Venture Monitor.

18. Fonte: Q2 2024 PitchBook Analyst Note: Private Capital's Path to \$20 Trillion.

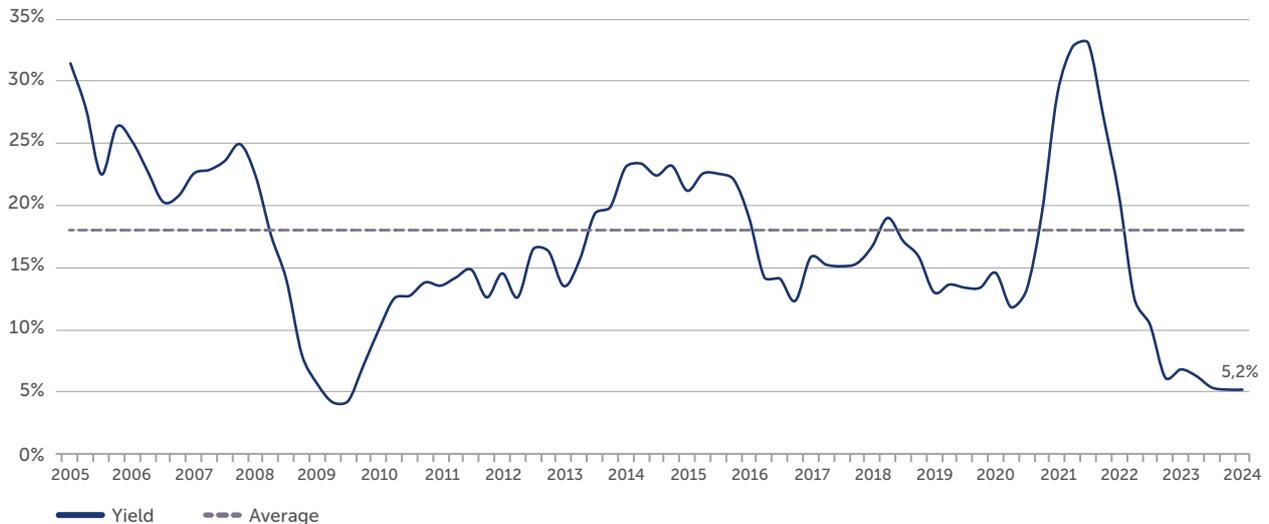
Figura 2 - Valore di Exit dei Venture Capital USA (\$ mld).



Fonte: Q3 2024 Pitchbook-NVCA Venture Monitor.

Come conseguenza dell'attuale stato dell'industria, **le distribuzioni dai VC ai loro LP hanno toccato un minimo**, avvicinandosi addirittura ai livelli del 2008.

Figura 3 - Distribuzione a 12 mesi del rendimento in % sul NAV.



Fonte: Q3 2024 Pitchbook-NVCA Venture Monitor.

Da un lato, i fondi VC stanno quindi avendo difficoltà a realizzare ritorni sugli investimenti. Dall'altro, tuttavia, **esiste ancora un'economia di unicorni promettente**, con circa **1500 startup valutate oltre \$1 miliardo**¹⁹. Nonostante il calo nell'attività di investimento, l'economia privata è quindi ricca di imprese che possono rappresentare fonte di vitali ritorni per i VC, indicando come la qualità e il numero di nuove startup non sembrano essere un problema. **Il futuro dell'industria sarà dettato dalla capacità dei fondi di riaprire con successo i canali di exit**, in particolare quello delle IPO, in seguito al cambiamento verso un regime macroeconomico più espansivo.

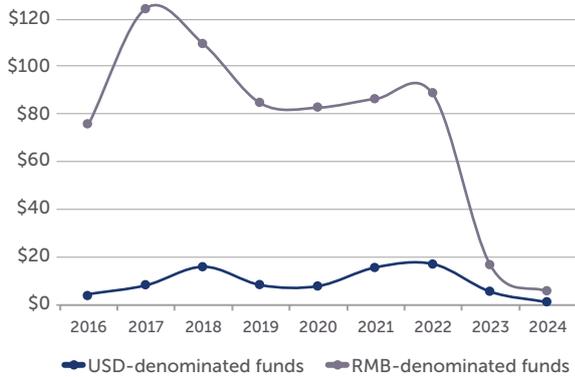
Approfondimento: VC in Cina

I dati sopra si riferiscono al mercato americano, ma la Cina, che nell'ultimo decennio si era presentata come una promessa per il VC globale, ha visto un cambio di rotta dal 2022 ancora più drastico. I principali gestori, come Sequoia, avevano investito capitali significativi nel Paese, ma le **politiche governative sempre più ostili all'imprenditoria privata**, tipica dell'ecosistema statunitense, hanno cambiato lo scenario. Il **numero di startup fondate è crollato, così come il fundraising**, che è passato da un valore aggregato di \$106 miliardi nel 2022 a \$6.13 miliardi YTD nel 2024²⁰.

19. Fonte: Q3 2024 Pitchbook-NVCA Venture Monitor.

20. Fonte: FT – How China has "throttled" its private sector.

Figura 4 - Raccolta Venture Capital (fondi denominati in USD vs fondi denominati in RMB).



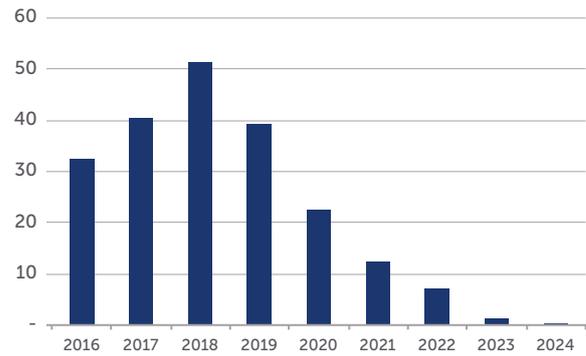
Fonte: FT – How China has “throttled” its private sector.

Questo scenario presenta prospettive estremamente negative per l’industria VC cinese, priva di un flusso costante di nuove startup e di fondi per finanziarle. Invece di attrarre capitali privati, **il governo cinese sta centralizzando gli interventi di finanziamento**, un approccio che la letteratura indica come meno efficace, sia in termini di ritorni generati che di successo delle startup finanziate.

Tale scenario può essere esteso ad una discussione più ampia sui mercati azionari del Paese. Nell’ecosistema statunitense, infatti, la maggior parte delle aziende tecnologiche che nell’ultimo decennio hanno sostenuto le performance dei principali indici è stata supportata e quotata in borsa da fondi VC.

In Cina, senza che tale fenomeno possa essere replicato, le prospettive di lungo termine appaiono meno favorevoli.

N. di StartUp fondate (valori in migliaia).



Venture Capital per un Asset Allocator

L’ecosistema VC ha in passato beneficiato delle condizioni macroeconomiche derivanti dalla zero-interest rate policy, difficilmente replicabile nello stesso modo in futuro. La contrazione delle exit è la minaccia esistenziale per l’industria, suggerendo cautela da parte degli investitori istituzionali nell’allocazione a questa asset class. I rendimenti storici si sono dimostrati marcatamente asimmetrici: il fondo mediano ha sottoperformato il benchmark di public equity, mentre il top 10% ha ottenuto risultati decisamente superiori²¹. Inoltre, ci sono forti evidenze di persistenza nei ritorni: i gestori che hanno storicamente sovraperformato l’industria tendono a mantenere la sovraperformance con i fondi successivi²². Combinando queste conclusioni della letteratura con la situazione di mercato attuale, si prospettano un’ampia varianza nei ritorni e un futuro in cui solo i gestori migliori sapranno creare opportunità di exit. La guidance è quindi una di **cautela e selettività**.

21. Robert S. Harris, Tim Jenkinson, Steven N. Kaplan (2014), “Private Equity Performance: What Do We Know?”, The Journal of Finance.

22. Steven N. Kaplan, Antoinette Schoar (2005), “Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows”, The Journal of Finance.

ABS: stabilità dei rendimenti e sostegno alle istituzioni

Federico Valesi, Lead Portfolio Manager

Dieci anni fa, nel mese di settembre, Mario Draghi ha tenuto un discorso all'Eurofi Financial Forum della Banca Centrale Europea (BCE) in cui ha sostenuto la necessità di riformare la normativa sulle cartolarizzazioni per rilanciare il mercato dei titoli garantiti da prestiti bancari di varia natura (ABS) sulla scia della crisi finanziaria globale. Per la BCE e il suo presidente di allora, ciò faceva parte di un ampio sforzo per allentare le condizioni di prestito incredibilmente rigide e aiutare a finanziare l'economia reale (il mese successivo avrebbe iniziato ad acquistare ABS attraverso il suo programma di quantitative easing).

Nel settembre 2024 Draghi ha nuovamente chiesto un trattamento patrimoniale più equo per le attività cartolarizzate, questa volta nel suo attesissimo rapporto alla Commissione europea, secondo cui l'Unione europea deve sbloccare 800 miliardi di euro di investimenti in più all'anno se vuole tenere il passo di Stati Uniti e Cina.

Un mercato delle cartolarizzazioni efficiente e ben regolamentato è un canale per la crescita e la stabilità finanziaria. Fornisce finanziamenti a termine a banche e prestatori e facilita la mobilità dei bilanci consentendo un'allocazione efficiente dei rischi. La combinazione di questi fattori consente di riciclare il capitale in ulteriori prestiti, stimolando la crescita e la competitività.

Naturalmente, nel 2014 la BCE di Draghi ha eliminato in parte la necessità immediata di una riforma della cartolarizzazione da lui sostenuta acquistando ABS. Forse non sorprende che ora che l'era della politica monetaria straordinariamente allentata è giunta al termine, il desiderio dei politici di assegnare alla cartolarizzazione un ruolo più centrale sia diventato più urgente.

Come investitori in ABS, accogliamo con favore la promozione della cartolarizzazione da parte di Draghi come contributo al piano per una maggiore competitività dei mercati finanziari europei.

Prima di addentrarci nelle prospettive, vale la pena di notare che il mercato gode già di una salute molto migliore rispetto a quando la BCE è diventata acquirente 10 anni fa. All'inizio del mese le emissioni europee di ABS hanno superato i 105 miliardi di euro su base annua, registrando un aumento dell'80% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente e diventando il mercato più attivo dalla crisi finanziaria globale. Le emissioni sono state diversificate tra i vari settori di attività e le varie aree geografiche e abbiamo assistito a un crescente utilizzo degli ABS da parte delle banche come strumento di finanziamento e di capitale, con diversi nuovi emittenti e altri che sono tornati dopo una pausa. Fin qui tutto bene, se non si pensa che i volumi delle cartolarizzazioni in Europa ammontano appena allo 0,3% del PIL, rispetto al 4% degli Stati Uniti.

Cosa suggerisce Draghi per colmare il divario? Innanzitutto, l'adeguamento dei requisiti prudenziali per le attività cartolarizzate e la riduzione dei requisiti patrimoniali per i



titoli più liquidi, che rappresentano una quota importante delle emissioni bancarie. Un'altra proposta è la creazione di una piattaforma di cartolarizzazione dedicata per ridurre i costi per le banche e promuovere una maggiore standardizzazione. In particolare, Draghi invita l'UE a prendere in considerazione un sostegno pubblico mirato sotto forma di "garanzie pubbliche ben concepite per la tranche first-loss".

Un suggerimento più sfumato è quello di ridurre gli ostacoli all'investimento nel mercato, e il rapporto di Draghi raccomanda una "revisione" delle regole di trasparenza e di due diligence che sono "relativamente elevate rispetto ad altre classi di attività e ne riducono l'attrattiva". Negli ultimi anni, gli investitori in ABS sono stati effettivamente soggetti a severi requisiti di due diligence - valutazione dell'allineamento economico dell'emittente, standard di credito e stress test - cosa che la maggior parte degli investitori stava già facendo. È vero che alcuni requisiti sono eccessivi e altri aggiungono poco al processo di investimento. Tuttavia, in cambio gli investitori ottengono un'abbondanza di dati dagli emittenti e caratteristiche come la ritenzione del rischio che contribuiscono ad allineare gli interessi degli investitori e degli emittenti e a sostenere le buone pratiche all'interno del mercato. Non vorremmo che si adottasse un approccio statunitense in tutte le aree degli standard di cartolarizzazione; chi non è d'accordo può verificare la differenza di performance degli asset tra gli ABS europei e statunitensi del 2007.

Non è la prima volta che si chiede di dare una scossa alla regolamentazione del mercato europeo delle cartolarizzazioni come motore della crescita del credito nella regione. Tuttavia, è la prima volta che vediamo un piano concreto che spiega come ciò potrebbe avvenire. La capacità degli investitori è stata dimostrata dai livelli di sottoscrizione e dalle emissioni di quest'anno, e accogliamo con favore la spinta alla cartolarizzazione da parte della Commissione europea. Ma vorremmo anche sottolineare che la più grande barriera all'ingresso è probabilmente ancora rappresentata dai requisiti patrimoniali eccessivi. Le compagnie assicurative, ad esempio, fanno ancora fatica a investire in ABS a causa della normativa troppo punitiva di Solvency II, nonostante questi asset di alta qualità siano adatti alle loro esigenze di responsabilità. La creazione di un quadro di riferimento per una più ampia partecipazione agli ABS contribuirebbe a fornire il credito tanto necessario ai consumatori e alle imprese di tutto il blocco.

Come dimostra il periodo di 10 anni trascorso tra gli inviti all'azione di Draghi, sia la necessità che la volontà dei politici di affrontare lo squilibrio del trattamento normativo della cartolarizzazione in Europa sono andate avanti e indietro negli anni. Tuttavia, ora la necessità e la volontà sembrano essere presenti allo stesso tempo, con l'aggiunta di una cheerleader di alto profilo e di un piano ragionevole. Quale è presente in questo mercato da oltre 10 anni sia con gestione diretta che indiretta, e questo investimento si è dimostrato nel lungo periodo uno dei migliori da un punto di vista di sharpe ratio grazie alla sua bassa volatilità e alla costanza dei suoi rendimenti, in particolare modo quando ci si concentra sulla parte nobile della struttura di capitale, le cosiddette tranche senior o comunque le mezzanine investment grade.

C'è una categoria di cartolarizzazioni a cui prestare però più attenzione negli anni a venire. Sebbene finora sia stata solida, la performance degli asset sottostanti ai titoli collateralizzati da attività di credito al consumo non garantiti (ABS) è ora più a rischio a causa di una serie di fattori, soprattutto per le emissioni più recenti.

L'inflazione elevata degli ultimi anni e l'erosione dei risparmi anormalmente elevati dell'era pandemica stanno indebolendo i profili finanziari dei mutuatari di questa classe di attività. Il volume dei prestiti non garantiti è cresciuto in alcuni mercati, poiché i mutuatari a reddito relativamente basso chiedono sempre più spesso nuovi prestiti non garantiti, aumentando ulteriormente i rischi del settore. Inoltre, sebbene i tassi di interesse e l'inflazione abbiano iniziato a diminuire, rimangono elevati e continuano a intaccare l'accessibilità dei prestiti. Sebbene la sottoscrizione non sia peggiorata, i nuovi prodotti di prestito nati dall'ingresso sul mercato di nuovi prestatori comportano rischi diversi.

Ciò detto i portafogli ABS di prestiti al consumo non garantiti in Europa presentano molte analogie, ma differiscono anche per tipologia di prodotto, caratteristiche del prestito e composizione del portafoglio. Un'attenta analisi alla qualità del collaterale, dell'originator e dei servicer è ancora più fondamentale per investire con successo in un asset class che offre per la prima volta dopo molti anni un'offerta abbondante in grado di soddisfare un mercato caratterizzato da un grande appetito sia da parte delle Banche per i propri banking books che da parte degli Asset Managers.

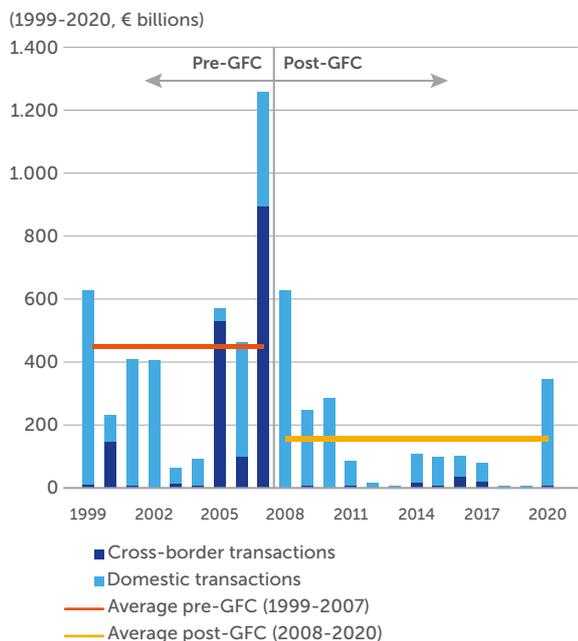
Obbligazioni e M&A: come il consolidamento bancario può rappresentare un'opportunità

Filippo Moroni, Junior Portfolio Manager

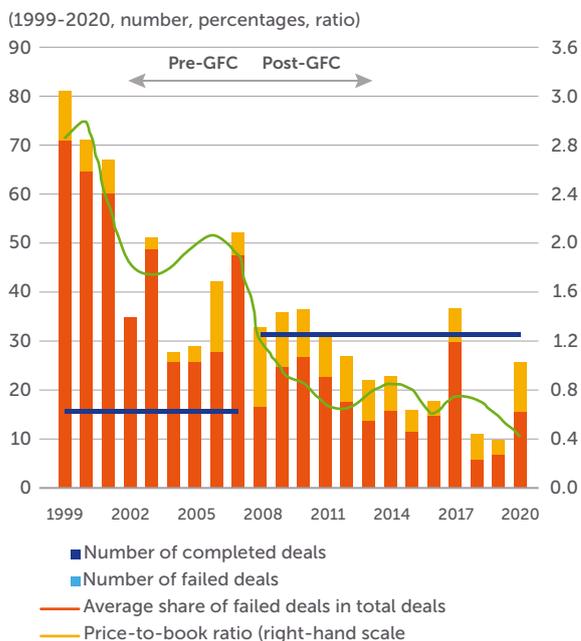
Il nuovo regime di mercato che ci ha accompagnato negli ultimi due anni, ovvero un regime caratterizzato da tassi elevati, ha dato nuova linfa vitale all'attività di consolidamento bancario nell'Eurozona, che era andato progressivamente riducendosi nel decennio pre-pandemico. Il volume dell'attività di acquisizioni e fusioni nel settore, in seguito alla Grande Crisi Finan-

ziaria del 2008, è calato drasticamente, e, soprattutto, è diventato più complesso portare a termine un tentativo di acquisizione. Tutto ciò dimostra come le banche europee abbiano faticato a trovare obiettivi validi in un contesto laborioso, contraddistinto da *Returns on Equity (ROE)* bassi e una trasformazione digitale dei prodotti finanziari in atto.

Figura 1 - Totale attivo delle banche target nelle operazioni di M&A.



Numero di transazioni finalizzate e non finalizzate nell'area euro dal 1999.

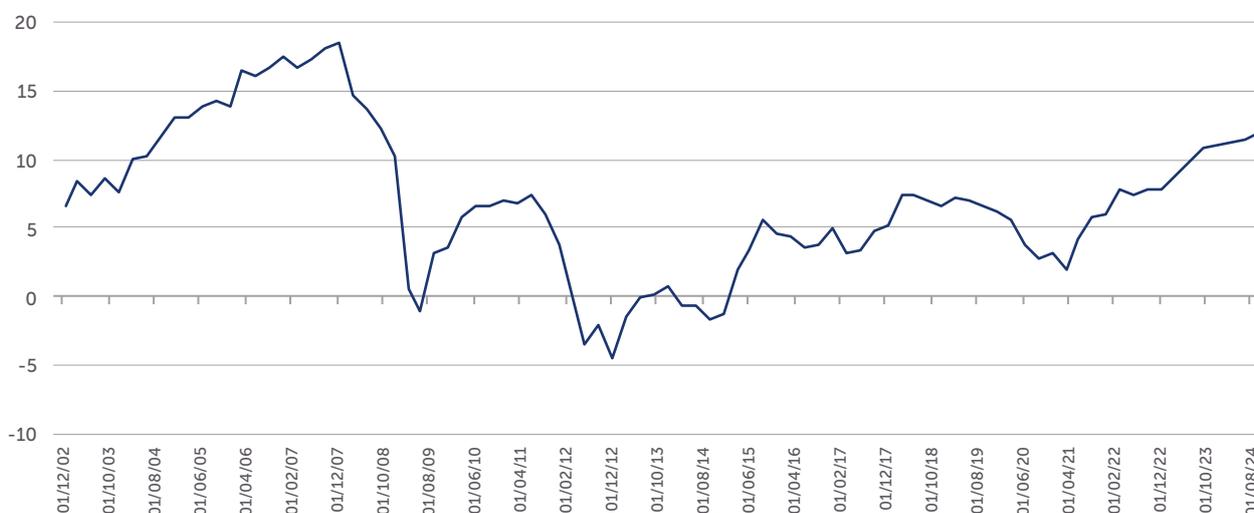


Fonte: BCE, "Bank mergers and acquisitions in the euro area: drivers and implications for bank performance", Financial Stability Review, Novembre 2021.

Qualcosa nell'ultimo anno però è cambiato. La politica monetaria restrittiva della BCE da una parte, e la resilienza dell'economia europea dall'altra, hanno di fatto creato il contesto perfetto che ha permesso alle banche del Vecchio Continente di tornare a livelli di profittabilità che non si vedevano dal 2008. Alcune di queste giacciono così ora su un cuscinetto di capitale in eccesso da impiegare o distribuire agli azionisti. Così, negli ultimi mesi sono state multiple le pedine che si sono andate a muovere in un risiko bancario che appare solo agli inizi e probabilmente proseguirà nel corso dei prossimi anni. A dare inizio a questa stagione è stata la spagnola BBVA, che in primavera ha presentato la sua

offerta di acquisto per la rivale domestica Banco Sabadell. A settembre invece, è stato il turno di Unicredit, che si è detto interessato alla tedesca Commerzbank, di cui già detiene una quota. Se entrambi i deal andassero in porto nel 2025, il prossimo diventerebbe il secondo anno, dalla creazione dell'Eurozona, per volumi di M&A bancario misurato in termini di asset delle banche target, con un ammontare prossimo a 850 miliardi di euro. Vi sono inoltre altre operazioni di cui si parla da tempo ma che ancora non hanno preso forma, con i processi di privatizzazione di MPS e ABN Amro in Olanda, che potrebbero attrarre interessi da altre realtà nei prossimi anni.

Figura 2 - ROE Indice Banche Eurostoxx.



Fonte: Bloomberg. Dati al 30.09.2024.

L'obiettivo dei compratori, come prevedibile, è sempre lo stesso: migliorare la profittabilità e l'efficienza del gruppo. Le banche prese di mira invece sono normalmente più deboli, e complementari alla strategia dei compratori, che mirano ad efficientarle e usarle come mezzo tramite cui aumentare la propria market share o diversificare i propri ricavi. D'altronde, non sempre si tratta di deal completamente nuovi, ma già familiari al mercato. Era il 2020 quando un primo tentativo di fusione tra BBVA e un allora fragile Sabadell

(tra bassi livelli di capitale e alti NPLs) era fallito per disaccordi sul prezzo. Ad oggi, una fusione porterebbe il gruppo ad avere una market share nel mercato spagnolo intorno al 35%, e permetterebbe a BBVA di rafforzare il business che guarda alle piccole e medie imprese, che è invece cardine nella strategia di Sabadell. Il deal ha già avuto l'ok da parte della BCE ma siamo solo agli inizi del processo. Il board di Sabadell ha respinto l'offerta ritenendola svantaggiosa nei suoi termini per gli azionisti in quanto sottovaluta la so-

cietà. Di risposta, BBVA ha lanciato un'offerta di pubblico acquisto diretta agli azionisti di Sabadell, che però si finalizzerà nell'arco di alcuni mesi. Oltre al via libera già citato da parte della BCE, mancano infatti le approvazioni dell'antitrust e dell'autorità di vigilanza sui mercati finanziari spagnole. Una volta ricevute, la palla passa agli azionisti di Sabadell, che dovranno decidere se accettare l'offerta o meno. Solo a quel punto inizierà la fase di fusione vera e propria.

A settembre è stata invece la volta di UniCredit, che ha annunciato di detenere il 9% di Commerzbank, aprendo alla possibilità di una fusione tra le due banche. In questo caso si tratterebbe di un'operazione transnazionale con alcuni connotati domestici, in quanto Unicredit già possiede HVB, banca con sede a Monaco di Baviera. Oltre a rafforzarne la presenza in Germania, Commerzbank permetterebbe a Unicredit di accedere al mercato polacco, complementare alla strategia di espansione nell'Est Europa che la banca italiana sta perseguendo. Sin da subito il discorso si è fatto molto politico, data la natura dell'operazione e la presenza dello Stato tedesco tra gli azionisti di Commerzbank. Se, da un lato, la BCE dovrebbe vedere di buon occhio acquisizioni simili, in quanto vanno nella direzione di un'unione bancaria a livello europeo, gli interessi nazionali dei singoli Stati permangono. Dalla Germania, Governo e sindacati si oppongono ai tagli al personale che seguirebbero, e si dicono preoccupati dalla possibilità che lo Stato tedesco debba supportare il gruppo in uno scenario in cui l'instabilità finanziaria italiana dovesse deteriorarsi. Anche in questo caso il processo sarà lungo, e diverse opzioni restano per Unicredit, anche qualora una fusione dovesse saltare.

Da un punto di vista obbligazionario, è importante capire come gli spread degli strumenti di debito degli emittenti coinvolti in una fusione possono essere impattati. Le variabili sono diverse, e riguardano non solo il profilo finanziario dell'entità risultante, ma anche la struttura legale che questa si dà. Specialmente in un contesto come quello attuale, comprendere le implicazioni di una fusione o identificare potenziali target può contribuire ad estrarre valore dal settore.

Quello a cui si assiste normalmente in scenari di M&A è una convergenza delle curve di debito dei due emittenti verso livelli che rispecchiano il profilo di rischio dell'entità risultante. Dopo un decennio di ristrutturazione e di rilancio, i recenti straordinari risultati operativi di banche più piccole o tornate alla profittabilità dopo tanto tempo, come ad esempio MPS, permet-

teranno nei prossimi anni di godere di rendimenti ancora importanti, con una opzionalità di ulteriore compressione dello spread qualora queste diventino target di un'acquisizione.

Anche il rating rappresenta un driver importante delle performance. La trasformazione di UniCredit in una banca con una chiara presenza in Germania, ad esempio, rimuoverebbe il suo ancoraggio al rating sovrano italiano nella metodologia di Moody's, che quindi potrebbe poi upgradarla dati i suoi fondamentali già solidi.

La struttura legale rappresenta invece un tema più complesso, strettamente legato alla regolamentazione a cui le istituzioni finanziarie sono soggette. Può quindi capitare che una variazione alla struttura legale della banca, dovuta all'acquisizione, faccia perdere ad alcuni titoli il proprio contributo regolamentare. Ritornando alla situazione di Commerzbank, alcuni analisti ritengono che in caso di fusione con Unicredit, i suoi AT1 possano perdere questo valore, e vi sia quindi per la banca un grosso incentivo a richiamarli alla prima occasione disponibile.

È bene sottolineare però che nonostante l'obiettivo di un'acquisizione sia quello di rendere il gruppo più forte e profittevole, le analisi della letteratura mostrano come gli effetti di una fusione sulle performance operative di una banca dipendono da un'esecuzione efficace e dal fit strategico. Emerge subito una differenza sostanziale tra le acquisizioni attuali e quelle passate: il target non è più una banca sotto stress, ma una realtà indipendente e già profittevole. Il prezzo da pagare sarà più alto, e di conseguenza il potenziale ritorno sull'investimento minore. Il rischio, specialmente nel caso dell'investitore in titoli di debito subordinati del soggetto compratore, è che venga impiegato più capitale del previsto per finalizzare l'operazione, mettendo sotto pressione gli spread di queste obbligazioni. Lo stato di salute attuale delle istituzioni finanziarie rende questo scenario meno probabile, ma pur sempre possibile, ed è quindi bene valutare sempre attentamente la situazione.

In conclusione, le prospettive per le obbligazioni degli emittenti finanziari rimangono tra le più interessanti nel panorama del credito europeo per i prossimi anni. In un contesto completamente diverso rispetto al passato, la ripresa di un *risiko* bancario che appare solo agli inizi rappresenterà un fattore in più da considerare in fase di investimento.

Oro: protegge dall'inflazione? I prezzi attuali sono giustificati?

Francesco Rossi, Lead Portfolio Manager

L'oro come investimento: inflation hedge o asset "speculativo"?

L'emergere della domanda di oro come investimento eminentemente finanziario è testimoniata, in anni recenti, dalla nascita e rapida crescita dei prodotti cartolarizzati exchange-traded (ETPs) con sottostante in oro, che hanno reso l'investimento diretto in oro fisico possibile per investitori privati, a costi di mantenimento e transazione contenuti²³. Nati intorno ai primi anni 2000, hanno avuto una crescita vertiginosa e gli stock di oro detenuti sono saliti da 88 tonnellate nel 2003 alle 3100 odierne, per un controvalore di circa 250 USD Billions, equivalente quasi al 100% della produzione annuale del metallo. Altre stime della quantità di oro detenuta come investimento sommano a tali prodotti anche quello detenuto privatamente sotto forma di barre, monete o medaglie; in questo caso il controvalore totale detenuto salirebbe a quasi 3 TRn USD²⁴, anche se il ruolo di questa componente nella formazione dei prezzi di mercato è chiaramente più discutibile. È opportuno ricordare che il mercato dell'oro come investimento è stato nel passato recente fortemente limitato, con limitazioni per gli i soggetti privati che negli Stati Uniti sono durate nella forma più estrema (divieto di detenzione) fino al 1974; inoltre, il legame storico con la politica monetaria, sebbene meno ferreo rispetto all'epoca del "gold standard", comporta che i maggiori investitori e detentori finanziari siano e restino tuttora le banche centrali, che nella gestione dei loro stock possono impattare in modo determinante sui prezzi, anche per periodi pluriennali. In modo simile ad altre commodities, non producendo flussi di cassa positivi, e scontando anzi un costo di stoccaggio, la giustificazione per la detenzione di strumenti legati

all'oro in portafogli finanziari di investitori privati assume due possibili risposte, fra loro sostanzialmente diverse: conservazione del valore reale (oro = bene reale) o funzione di protezione da scenari fortemente negativi (oro = bene rifugio o diversificatore). In questa analisi cerchiamo di rispondere a due domande: se ci siano evidenze tali da supportare il ruolo di "inflation hedge", e in subordine quale sia la nostra view sul prezzo attuale dell'oro nei prossimi mesi.

Inflation hedge? Dipende

Prezzo in termini reali

Investire in oro ci protegge dall'inflazione? Ci sono delle buone ragioni a supporto: i costi di produzione crescono nel tempo in modo legato all'inflazione stessa, e in seguito all'abbandono del c.d. "gold standard" l'offerta di oro tende a crescere molto più lentamente rispetto all'offerta di moneta²⁵.

Uno studio del 2006 (Levin and Wright), con dati dal 1976 al 2005 e con un'analisi che risale fino al 1835, mostra che nel lungo periodo il prezzo dell'oro, espresso in USD, tende a rimanere costante in termini reali, ma può deviarvi anche significativamente e anche per molti anni di seguito. Inoltre, mostra che tale risultato non vale necessariamente per investitori basati in valute differenti.

Come mostriamo sotto, la relazione con l'inflazione è in effetti a corrente alternata, ci sono state fasi nelle quali l'oro ha corso molto di più dei prezzi generali – come quella attuale – e fasi, anche prolungate, nelle quali è rimasto indietro. Confrontato con l'indice del paniere dei prezzi al consumo USA, si notano chiaramente fasi di divergenza relativa molto estese e prolungate nel tempo; ai valori di fine settembre 2024 in relativo l'oro si trova molto vicino ai picchi precedenti, toccati nel gennaio 1980 e nell'agosto 2011. Come confronto alternativo con altri beni o attività che esprimano un valore "reale", utilizziamo l'indice di prezzo delle abitazioni Case-Shiller²⁶ e, come riferimento, l'indice azionario S&P500.

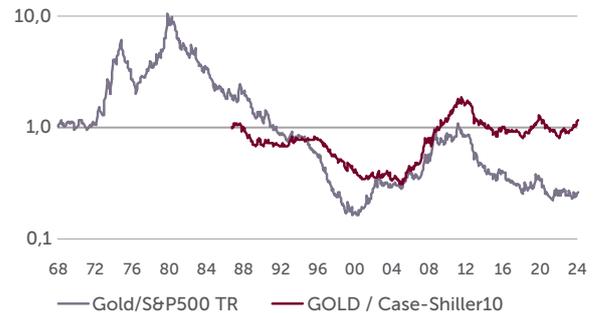
23. Ricordiamo che fino al 1974 i privati non potevano detenere oro fisico negli USA; ancora oggi, i fondi gestiti in Europa secondo la normativa UCITS non possono detenere direttamente, neanche tramite contratti a termine, materie prime. L'unica possibilità sono quindi i prodotti cartolarizzati.

24. Dati del Worl Gold Council.

25. Questo non è sempre vero, ma ad esempio negli ultimi 15 anni gli stock globali di oro sono stimati in crescita di circa +1.7% all'anno, mentre M1 negli USA è cresciuta in media del +7.1% all'anno, anche escludendo il 2020.

26. Gli utili azionari incorporano, indirettamente, l'inflazione.

Figura 1 - Prezzo dell'oro in termini reali. Fonte Factset, elaborazioni Quaestio.



Focalizzandoci sul confronto con gli indici di prezzi al consumo e delle case, possiamo dire che i prezzi attuali dell'oro sono nella parte elevata dei rispettivi range relativi. Pur non potendo ipotizzare un punto di partenza "certo"²⁷ nel quale i due valori siano bilanciati, possiamo impostare un confronto in termini di percentili della distribuzione del rapporto delle coppie di prezzo: nel 50° percentile l'oro sarebbe a premio del 167% rispetto all'inflazione, e del 48% rispetto al prezzo medio delle case negli Stati Uniti; quest'ultimo valore sarebbe più contenuto (16%) partendo dalla prima data di pubblicazione dell'indice Case-Shiller.

In sintesi, se su periodi molto lunghi il prezzo dell'oro in \$ USA ha incorporato la crescita del livello generale dei prezzi, ha anche evidenziato deviazioni dal trend dei prezzi di durata pluriennale, e di entità talmente rilevante da non poter essere considerato un sostituto di investimenti indicizzati all'inflazione. Diventa quindi importante determinare quali fattori influenzino tali deviazioni, per poter formulare un outlook sul prezzo.

Modello di valuation

Tre determinanti classici

Ci sono numerosi studi che hanno tentato di modellare statisticamente i determinanti del prezzo dell'oro, cercando alternativamente relazione con variabili macroeconomiche di medio termine, variabili finanziarie di breve periodo, o cercando di coniugare un modello di lungo termine con dinamiche a maggiore frequenza. Un ulteriore filone recente investiga l'effetto dei flussi di acquisto e vendita, ad esempio causati dall'attività delle banche centrali.

È ben documentato l'utilizzo di tre classi di variabili finanziarie per spiegare le variazioni del prezzo dell'oro: tassi reali, tasso di cambio del Dollaro USA e avversione

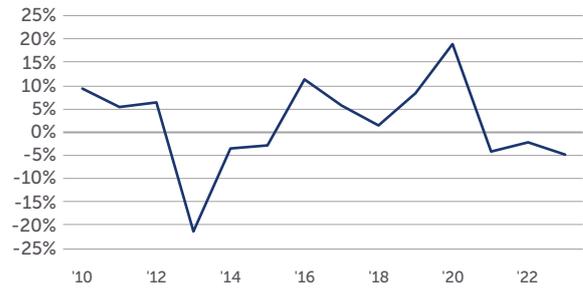
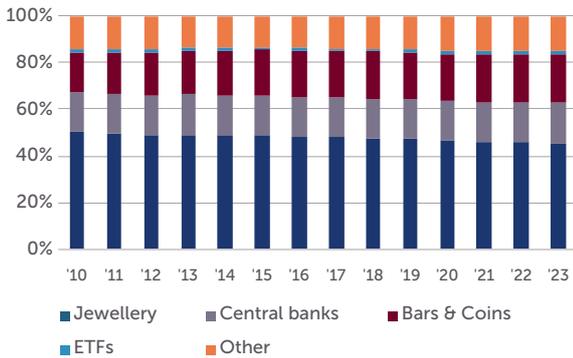
al rischio. Un tasso reale più elevato, remunerando (più) adeguatamente investimenti finanziari al netto della compensazione dall'inflazione, agisce negativamente sul prezzo dell'oro aumentando il costo opportunità di detenerlo. Il prezzo dell'oro è espresso in Dollari USA, quindi una svalutazione di quest'ultimo nei confronti di altre valute incide positivamente sul prezzo della commodity. Infine, l'avversione al rischio (misurata in molti modi differenti) induce alla ricerca di investimenti difensivi, come titoli governativi, oro, valute rifugio.

Domanda e offerta

Squilibri significativi fra domanda e offerta possono influenzare i prezzi in modo rilevante. Utilizzando i dati del World Gold Council su domanda e offerta divise per tipologia, possiamo vedere che l'offerta di oro è piuttosto statica, crescendo annualmente di circa 1.7% p.a. negli ultimi 15 anni. Molto diverso il quadro per la domanda. Anche se la quota di oro detenuta da investitori finanziari privati sotto forma di prodotti di investimento è frazionale (1%-2%) rispetto al totale detenuto nel mondo, essa può essere rilevante in termini di flussi di domanda annuale: negli ultimi 20 anni la sua incidenza è stata anche superiore al +/- 20%. In secondo luogo, mentre la domanda da altre fonti è sostanzialmente sempre positiva, i flussi da ETPs mostrano la volatilità più elevata fra le diverse voci e virano spesso e volentieri in negativo; assomigliano quindi ad una sorta di "swing factor" della domanda globale. Una riprova di questo si può avere osservando come i flussi positivi precedenti al picco di prezzo del 2012 siano stati seguiti da un'ondata di riscatti durata diversi anni – confluito con un crollo dei prezzi di quasi il -40% – un fenomeno osservato ancora nel 2018-2020. Da ultimo, essi sono l'unica categoria di domanda positivamente correlata con le variazioni di prezzo, a differenza dei flussi delle banche centrali e dalle altre tipologie di attori.

27. Levin & Wright mostrano che partendo di valori del 1800, la parità con l'inflazione viene toccata per l'ultima volta a metà del 2005.

Figura 2 - Stocks e flussi di domanda di oro fisico. Fonte : Factset, World Gold Council, elaborazioni Quaestio.



Correlazione con variazioni del prezzo dell'oro - dati trimestrali.

	Con delta in % della total demand	Con total demand
Jewellery fabrication	-0,48	-0,64
Technology	-0,25	0,05
Investment	0,31	0,64
Total bar and coin	-0,28	-0,42
ETFs & similar products	0,38	0,72
Central banks & other inst.	-0,40	-0,33
OTC and other	0,25	0,22
Total demand	0,18	0,32

Modello di fair value

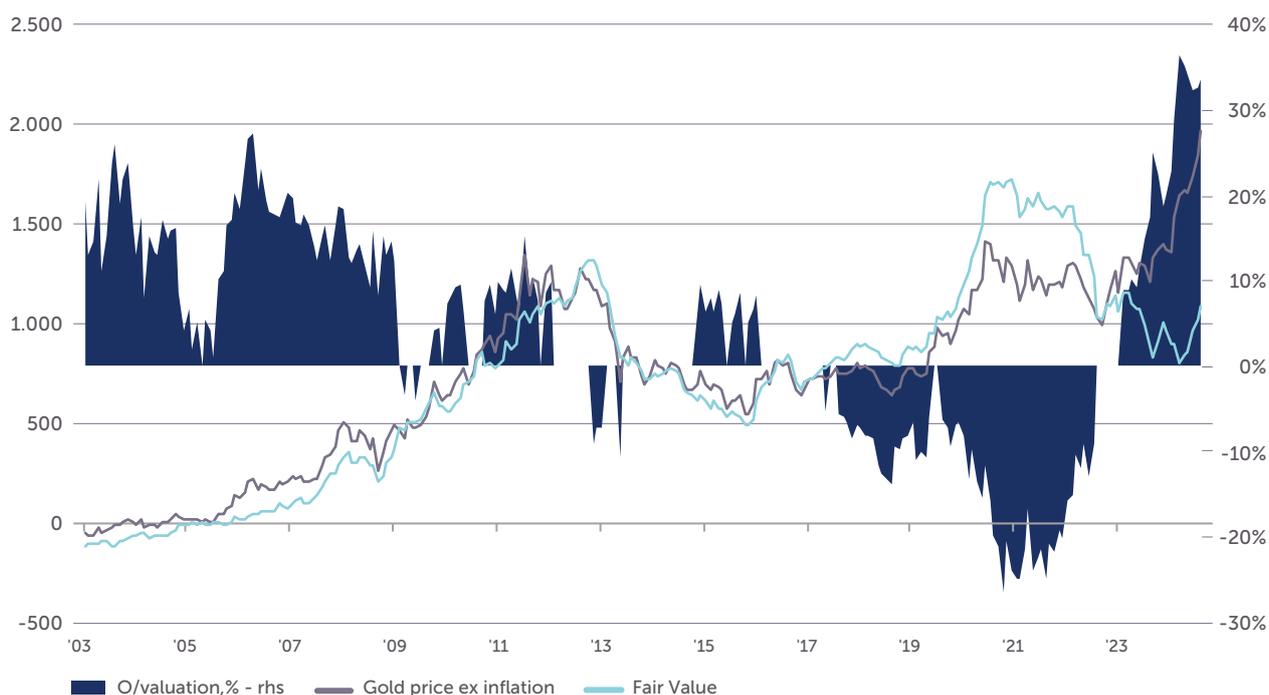
Costruiamo un modello per il prezzo dell'oro utilizzando le tre variabili finanziarie identificate e i flussi sugli ETP, espressi in percentuale della produzione annuale globale d'oro. Come misura del tasso reale utilizziamo il rendimento sui titoli governativi USA a 10 anni indicizzati all'inflazione. Come misura del cambio del Dollaro USA utilizziamo l'indice "ICE Dollar Index", che misura il cambio contro un basket di valute dei principali partner commerciali. Come misura di avversione al rischio sono alternativamente utilizzate nella modellistica me-

triche di volatilità, spread su obbligazioni corporate, andamento di specifiche classi titoli azionari. Qui utilizziamo la volatilità implicita sulle opzioni quotate sull'indice S&P500 (indice "VIX").

In primis, rimuoviamo dal prezzo dell'oro la componente inflattiva, ricavando la componente del prezzo che oscilla per effetto di altre determinanti finanziarie. Il modello è stimato con OLS sulle differenze mensili per il periodo 2014-2020. Ci fermiamo volutamente con la stima al 31.12.2020 per evitare overfitting ed evidenziare meglio eventuali disallineamenti dei prezzi rispetto al modello negli ultimi anni.

Tabella 1 - Modello di fair value – parametri e grafico.

	GOLD	USD	real rate	risk aversion	etp flow	const
δ ("st.dev")	4,81%	2,21%	0,23%	5,09%	1,95%	
coeff		-0,72	-7,67	0,09	0,85	0,18%
$\delta * \text{coeff}$		-1,58%	-1,74%	0,48%	1,66%	
+1% impact		-0,7%	-7,7%	0,09%	0,85%	



Il modello presenta una significatività statistica molto elevata e valida le nostre le ipotesi. Si notino l'impatto negativo dei tassi reali e del rafforzamento del Dollaro, e quello positivo, come atteso, dei flussi sugli ETPs e dell'avversione al rischio. Il modello mostra che il prezzo attuale è a premio di oltre il 33% rispetto al fair value.

Procediamo quindi a un'analisi di scenario; costruiamo due coppie di scenari per i prossimi 3 anni, "bullish/bearish" e "very bullish/very bearish". Facciamo variare i regressori, di 1 o 2 standard deviation rispettivamente, prima in senso positivo per il prezzo dell'oro, poi specularmente²⁸.

28. Fanno eccezione la volatilità, sulla quale imponiamo un floor pari al 10%, e l'inflazione che modelliamo manualmente.

Tabella 2 - Modello di fair value – parametri e grafico.

	oro, prezzo spot \$/oz	(a) model component	(b) inflation component	Fair Value (a+b)	O/U value	USD	real rate	risk aversion	etp flow	constant
latest FV	2.675	1.083	678	1.761	34%	103,79	1,75%	19,6%	0,31%	
coeff						-0,72	-7,67	0,09	0,85	0,18%
δ ("st.dev")						2,21%	0,23%	5,09%	1,95%	0,00%
scenario "GOLD very bullish" (2δ)			5,00%			-26,5%	-2,7%	61,0%	23,4%	
orizzonte: 36m			102	2.641	1%	205	226	62	215	69
scenario "GOLD bullish" (1δ)			3,00%			-13,2%	-1,4%	30,5%	11,7%	
orizzonte: 36m			61	2.246	16%	103	113	31	108	69
scenario "GOLD bearish" (1δ)			1,50%			13,2%	1,4%	-9,6%	-11,7%	
orizzonte: 36m			30	1.528	43%	-103	-113	-10	-108	69
scenario "GOLD very bearish" (2δ)			1,00%			26,5%	2,7%	-9,6%	-23,4%	
orizzonte: 36m			20	1.195	55%	-205	-226	-10	-215	69

L'unico scenario nel quale il prezzo attuale è in linea con il "fair value" è il primo, con volatilità azionaria di 80%, tassi reali negativi al -1%, dollaro in deprezzamento del 26% e ulteriori flussi sugli ETP per il 26% della produzione annuale; anche in questo scenario - da profonda stagflazione - non c'è upside nei prezzi attuali. In tutti gli altri 3 scenari i prezzi attuali dell'oro sono a premio dal 16% al 55%.

View prospettica e considerazioni di portafoglio

Concludiamo quindi che il driver dei rialzi recenti dei prezzi dell'oro è probabilmente in larga parte di natura speculativa. Al netto della rivalutazione attribuibile all'inflazione, il prezzo corrente non è infatti spiegabile con l'andamento dei tassi reali (che si sono ridotti in modo marginale), con il cambio del Dollaro (stabile), con l'avversione al rischio o con i flussi generati dai prodotti cartolarizzati quotati (in marginale riduzione). Anche il potenziale di "protezione" da uno scenario significativamente negativo è limitato, in quanto i livelli di prezzo attuali lo prezzano già più che pienamente. Da questi livelli, ci attendiamo quindi una correzione, che potrebbe essere amplificata dalla correlazione dei flussi con l'andamento dei prezzi, come accaduto nel 2012.

Un'ulteriore implicazione per la costruzione di portafogli, è che il potenziale di protezione/diversificazione dell'oro sembra al momento ridotto, e un investitore dovrebbe attualmente considerare fonti alternative di riduzione della volatilità.

In termini più generali, per investitori istituzionali possiamo trarre le seguenti implicazioni. Il mercato dell'oro ha avuto un forte sviluppo negli ultimi venti anni, sviluppandosi considerevolmente come maturità, liquidità e base di investitori. Se fino alla fine degli anni '70, negli USA, i privati non potevano detenere oro neanche in forma fisica, oggi la liberalizzazione e l'innovazione finanziaria hanno reso possibile detenere oro in forma cartolarizzata e con collaterale fisico, a costi relativamente contenuti. Sebbene gli attori principali del mercato restino gli operatori industriali e le banche centrali, oggi circa il 40% del trading globale passa oggi attraverso piattaforme regolamentate, e questo è una relativa garanzia di liquidabilità e negoziabilità. Questa trasformazione comporta che l'investimento in oro oggi può essere visto come parte dell'allocazione finanziaria liquida del patrimonio. Il suo prezzo è troppo volatile per poter sostituire investimenti indicizzati all'inflazione, e le dinamiche del prezzo di mercato sono prevalentemente impattate da fattori finanziari di breve termine e meno riconducibili al tradizionale ruolo di riserva di valore reale.

USD: un predominio scomodo per alcuni

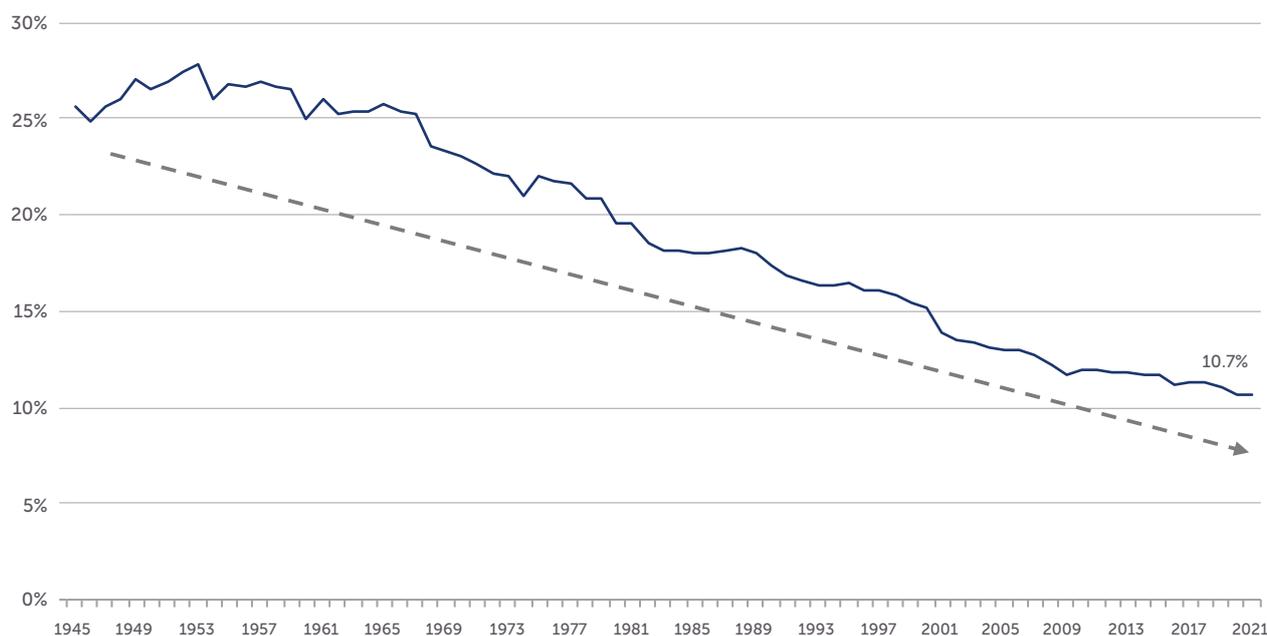
Franca Pileri, Portfolio Manager

“Abbiamo un grosso problema valutario...” esordì così Donald Trump qualche mese fa in relazione alla forza con cui la valuta americana si è apprezzata negli ultimi anni. Questa dichiarazione nasce dalla constatazione da parte del candidato repubblicano di come la competi-

tività manifatturiera del Paese sia sempre più minacciata dalla forza della propria valuta nel contesto internazionale. Per una volta d'accordo, anche la democratica Harris ha posto l'accento sull'importanza di rivitalizzare l'industria americana, e di certo un tasso di cambio particolarmente forte non rappresenta un vantaggio.

Se analizziamo nel tempo il peso che l'attività manifatturiera ha avuto come contributo al PIL americano notiamo che dal secondo dopoguerra il calo è stato evidente, passando da circa 25% a un più modesto 10%:

Figura 1 - USA: Contributo dell'attività manifatturiera in relazione al PIL.



Questa perdita di importanza del settore manifatturiero nel generare ricchezza per l'economia americana è coincisa con l'ascesa del dollaro come valuta dominante a livello globale sotto diversi punti di vista, in grado di primeggiare nelle tre funzioni della moneta: riserva di valore, unità di conto e mezzo di transazione. L'egemonia valutaria che il dollaro è riuscito ad ottenere gli ha permesso di rappresentare quote molto maggiori di transazioni, riserve e fatturazione di quanto possa essere spiegato dal peso degli Stati Uniti nel PIL e nel commercio mondiale. A cosa si deve tanta fiducia in questa moneta? Di base l'ampio utilizzo globale del dollaro è generalmente attribuibile alla stabilità del governo degli Stati Uniti, al forte sistema giudiziario e alla protezione dei diritti di proprietà, nonché alla solida crescita economica e bassa inflazione, importante anche l'apertura, la profondità e la liquidità dei mercati dei capitali, che comprendono anche l'ampia offerta di titoli di debito da parte del Tesoro statunitense²⁹. Ovviamente tutto questo se da un lato ha conferito vantaggi significativi agli Stati Uniti, dall'altro ha imposto un grande sacrificio:

penalizzare gli interessi industriali e commerciali a favore di quelli finanziari.

La scelta di diventare una supremazia finanziaria è stata fatta quindi a scapito di una bilancia dei pagamenti puntualmente in deficit: una valuta forte favorisce la spesa di prodotti esteri (importazioni) sfavorendo invece la vendita dei prodotti locali all'estero (esportazioni). Immaginiamo gli Stati Uniti come una grande e facoltosa famiglia che vive al di sopra delle proprie possibilità, finanziata da un ammontare crescente di debito. Il debito prodotto viene facilmente finanziato poiché la credibilità della famiglia è alta. E così che gli Stati Uniti finanziano una spesa al di sopra dei propri mezzi: vendendo il proprio debito all'estero. Per mantenere alta la credibilità di un Paese, il cui debito diventa sempre più importante, non basta il dominio ma è necessario anche il consenso. I vari Paesi devono riconoscere un vantaggio nel mantenere lo status quo, se questa percezione viene a mancare l'alternativa è meno preferibile poiché implica l'utilizzo della forza.

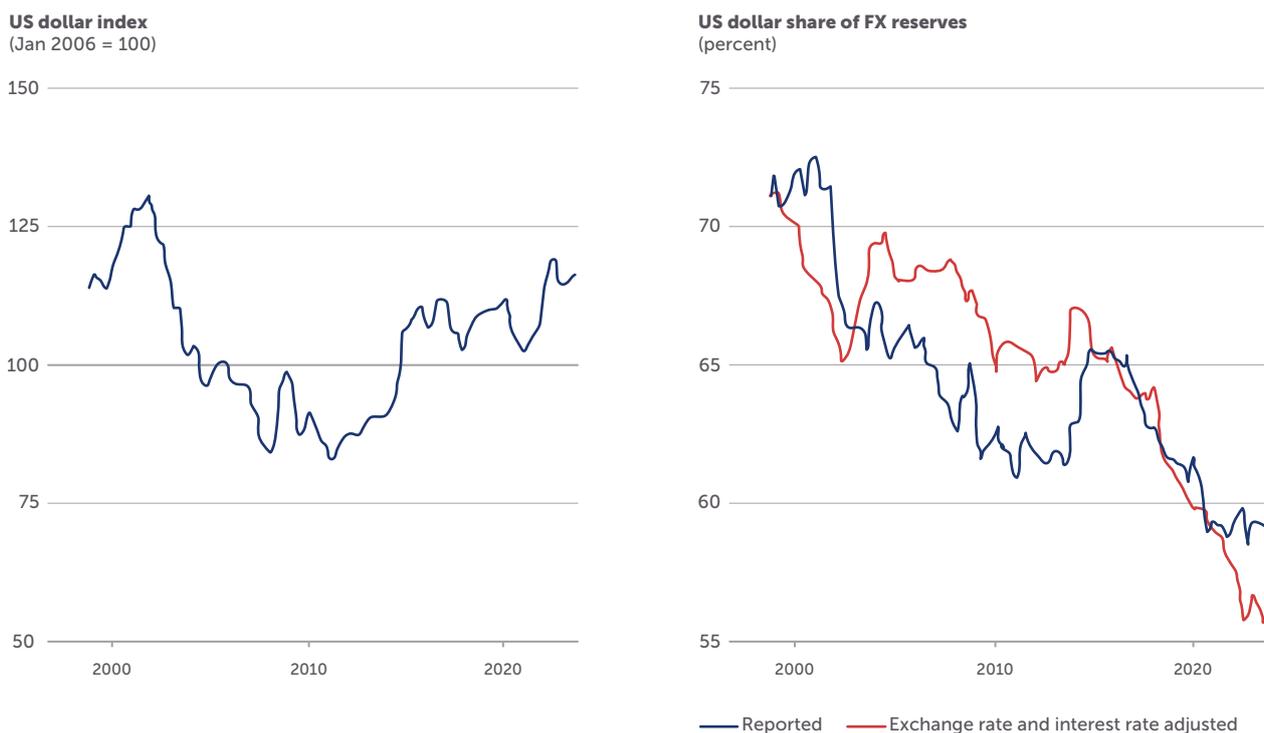
29. Fonte: FED.

Finora questo equilibrio finanziario è stato mantenuto solido nonostante negli ultimi anni sono stati diversi i campanelli d'allarme su un possibile decadimento della supremazia finanziaria del dollaro, da qui la corsa di diversi Paesi, non solo quelli asiatici, nel diversificare le riserve delle proprie banche centrali riducendo la percentuale di USD detenuta a favore principalmente di asset reali come l'oro.

Come evidenzia anche il fondo monetario internazionale³⁰, la dismissione delle riserve in USD è stata in parte compensata dall'apprezzamento della valuta negli ultimi anni.

Se aggiustiamo tale quota per la variazione del tasso di cambio e di interesse la riduzione è stata ancora più marcata, come evidenziato nel grafico di destra.

Figura 2 - US dollar index - Quota in dollari delle riserve di valuta estera.



Fonte: Arslanalp, Eichengreen, and Simpson-Bell (2022, updated).
 Note: Federal Reserve Board Trade-Weighted Dollar Index (Advanced Economy).

Un impegno durato decenni del Paese per mantenere l'egemonia valutaria, che rischia di essere messa in discussione da differenti obiettivi politici. A dirla tutta non è la prima volta che Trump mostra questa volontà, ci aveva provato anche nella precedente legislatura (2017-2021). Nella prima fase del mandato di Trump la valuta americana si era svalutata di circa il 20%, movimento interrotto dal dibattuto aumento tassi da parte della FED nel 2018, azione fortemente contrastata a livello dialettico dallo stesso Trump che l'aveva definita "la più grande minaccia per la crescita dell'economia statunitense". Questa mossa non seguita da altre banche Centrali, all'epoca l'Europa si trovava a fronteggiare il tema della Brexit, ha portato a un rapido apprezzamento del cambio, vanificando lo sforzo di Trump. Che comunque ha chiuso il suo mandato nel gennaio 21 con un dollaro svalutato del 20%, questa volta aiutato dalla Banca Centrale che era dovuta intervenire a causa della pandemia.

Ci chiediamo allora quali possano essere gli strumenti con cui il futuro presidente può riuscire nel suo intento. Sicuramente potrebbe perseguire politiche fiscali, normative e commerciali volte a deprezzare la valuta, ma il suo programma elettorale va nella direzione opposta (tasse più basse per le società, semplificazione regolamentare e tariffe, sono alcuni esempi).

Potrebbe esercitare pressioni sulla FED per allentare la politica monetaria: nel 2018 questa strategia non ebbe un grande successo, ma in generale far perdere di credibilità una banca centrale non è mai un buon affare. Si potrebbe imporre un sistema di controllo sui capitali, scoraggiando l'ingresso dei flussi esteri, ma è davvero pensabile per un'economia che ha raggiunto uno stock di debito pari al 124% del proprio PIL, per poi non parlare dell'impatto sui mercati azionari.

30. Fonte: Fondo Monetario Internazionale (imf.com).

Infine, un'alternativa potrebbe essere un intervento diretto sul mercato dei cambi da parte del Tesoro americano. Ma la capacità di intervento di un governo è limitata rispetto a quella del mercato, sarebbe necessario un intervento coordinato di più Paesi, Cina inclusa, verso un nuovo accordo del Plaza, al contempo è difficile pensare che proprio paesi come la Cina possano firmare accordi per favorire la manifattura americana.

Il futuro è incerto per definizione, ma ci sono vari indizi che non fanno intravedere un decadimento del dollaro nel breve. Dichiarare di voler indebolire il dollaro e mettere in atto politiche che vanno nella direzione opposta, non rende la dichiarazione credibile. Pensare che il dollaro possa perdere l'egemonia finanziaria guadagnata negli anni è plausibile, ma non nel breve: nulla è eterno, si sa, ma attualmente manca un'alternativa.

Se l'economia americana non inciampa nella recessione e il processo deflazionistico continua ad essere benevolo non ci sono motivi per pensare che il dollaro nel breve costituisca un investimento a rischio, soprattutto in un contesto disseminato da preoccupazioni geopolitiche costanti che necessitano di porti sicuri.

Valute, tra *hedging* e geopolitica

Domenico Fretti, Junior Portfolio Manager

Il 2024 che va concludendosi è stato un anno ricco di eventi di varia natura, ma straordinariamente fertile per la propensione al rischio degli operatori grazie a due principali fattori macroeconomici: la ben indirizzata vittoria delle Banche Centrali sulla minaccia inflattiva, inaugurata dal ciclo monetario accomodante globale ed ancora oggi in piena conduzione, è stata accompagnata dall'assuefazione dei mercati agli stimoli fiscali ultra espansivi che non accettano recessioni – ad esempio, in USA ogni 100 giorni si aggiunge un 1 trilione di dollari al debito pubblico, e le prospettive da agenda politica non puntano all'austerità –.

Ciò nonostante, nel 2024 è proseguito con vigore il trend di rientro dalla globalizzazione, che sempre di più ha mostrato i suoi effetti e conseguenze non squisitamente economiche, ma anche relazionali e diplomatiche: pressoché ogni giorno dell'anno è stato accompagnato da novità circa i conflitti globali in es-

sere. Il flusso di notizie non ha unicamente riguardato le questioni belliche, il cui eco proviene dalle porte d'Europa o dal Levante, ma in generale ha ben descritto un mondo che progressivamente si è allontanato dal dialogo e dalla diplomazia globale, con le *Superpotenze* che preferiscono rivolgersi esclusivamente ai Paesi vicini o alleati.

Configurandosi ormai un duplice blocco "occidente-orientale", pare – dicono – di essere tornati ai tempi della Guerra Fredda ed effettivamente l'analogia regge: oggi come ieri la corsa alla supremazia tecnologica (che nel presente ci piace chiamarla *AI*) promette l'efficienza, ed il traguardo ha la forma del potere di dettare le future condizioni della competizione globale economica.

Il contesto è teso ed i rischi che si celano sono molteplici: l'orientamento continua ad essere favorevole agli asset rischiosi, ma è difficile ignorare il mormorio di sottofondo che allude al rallentamento economico globale, ed è suggerita cautela nel valutare il posizionamento di portafoglio. Sebbene continuiamo ad essere propensi al rischio, si può e si deve, in questo momento, sfruttare il variegato insieme di strumenti idonei a gestire efficacemente i momenti di volatilità.

In questo contesto può trovare spazio il ricorso alle valute, che rappresentano variabili finanziarie particolarmente utili all'uso: la loro natura "monetaria" le rende particolarmente capaci a recepire immediatamente gli effetti macroeconomici dei nuovi assetti ed equilibri di un mondo che si riposiziona.

Le valute sono strettamente legate al concetto di "riserva di valore", ovvero la credibilità del Paese emittente. Oggi più di ieri, per "credibilità" non è intesa unicamente la capacità economica, ma anche il grado di fiducia riposto nei confronti di un Paese e della rispettiva valuta sovrana. Su quest'ultimo tema, basti pensare alla recente *weaponization* del dollaro – e dei sistemi di pagamenti denominati in USD – nei confronti della Russia: tale sanzione economica ha innescato una tendenza di medio periodo di ricapitalizzazione delle Banche Centrali "orientali", che diversificano le proprie riserve a discapito del *biglietto verde* preferendo, ad esempio, asset universali come l'oro, venendo meno la fiducia riposta nella valuta americana. Il tutto, giustificato anche dalla circostanza per cui il dollaro è "portatore sano" di *debasement risk*, contratto a causa dell'inflazione ed aggravato dall'attuale ciclo di riduzione dei tassi amministrati FED.

Date le premesse, facciamo alcune considerazioni, prima storiche e poi prospettiche, per definire quali potranno essere gli strumenti utili in portafoglio per un investitore euro denominato nel prossimo futuro.

Riportiamo di seguito le performance annue di alcuni gruppi di valute contro l'euro³¹, confrontate con altri *hedge* tradizionali (oro, materie prime, tassi globali), il tutto rapportato rispetto ad un indice azionario globale, che in questa sede assume il ruolo di principale fattore di rischio:

Tabella 1 - Rendimenti annuali, MSCI equity globale vs valute ed "altri hedges".

	MSCI World TR, Eur	Valute riserva				Valute "Commodities"			Valute emergenti			Altri Hedges		
		USD	GBP	CHF	JPY	CAD	AUD	NOK	BRL	MXN	CNY	Gold	Commodities	Tassi globali
31/12/07	-2%	-10%	-8%	-3%	-4%	6%	0%	3%	8%	-11%	-4%	19%	5%	4%
31/12/08	-38%	5%	-24%	12%	30%	-16%	-16%	-18%	-20%	-17%	13%	10%	-32%	10%
31/12/09	26%	-3%	9%	0%	-6%	14%	25%	17%	30%	3%	-3%	21%	15%	1%
31/12/10	20%	7%	4%	19%	23%	13%	22%	6%	12%	13%	11%	38%	25%	4%
31/12/11	-2%	3%	3%	3%	9%	1%	3%	1%	-8%	-9%	8%	13%	-10%	7%
31/12/12	14%	-2%	3%	1%	-12%	1%	0%	6%	-10%	6%	-1%	7%	-3%	4%
31/12/13	21%	-4%	-3%	-2%	-21%	-10%	-18%	-12%	-17%	-5%	-2%	-30%	-13%	-1%
31/12/14	19%	14%	7%	2%	0%	4%	4%	-8%	1%	1%	11%	14%	-5%	8%
31/12/15	10%	11%	5%	11%	11%	-7%	-1%	-6%	-25%	-5%	6%	-2%	-16%	1%
31/12/16	11%	3%	-14%	1%	6%	7%	3%	6%	25%	-14%	-4%	11%	15%	2%
31/12/17	8%	-12%	-4%	-8%	-9%	-6%	-5%	-8%	-14%	-8%	-6%	-1%	-11%	0%
31/12/18	-4%	5%	-1%	4%	8%	-4%	-5%	-1%	-10%	4%	0%	4%	-7%	0%
31/12/19	30%	2%	6%	4%	3%	7%	2%	0%	-2%	6%	0%	21%	10%	4%
31/12/20	6%	-8%	-5%	1%	-3%	-7%	1%	-6%	-29%	-13%	-2%	14%	-11%	4%
31/12/21	31%	8%	7%	4%	-4%	9%	1%	4%	0%	5%	10%	3%	37%	-3%
31/12/22	-13%	7%	-5%	5%	-7%	-1%	-1%	-5%	12%	12%	-2%	7%	24%	-14%
31/12/23	20%	-3%	2%	6%	-10%	-1%	-3%	-6%	5%	11%	-5%	11%	-11%	4%
30/09/2024*	18%	-1%	4%	-1%	-2%	-3%	1%	-5%	-12%	-14%	0%	25%	5%	2%
Media	10%	1%	-1%	3%	1%	0%	1%	-2%	-3%	-2%	2%	10%	1%	2%
Mediana	12%	2%	2%	2%	-3%	0%	1%	-3%	-5%	-2%	0%	11%	-4%	3%

Completando questa prospettiva storica, includiamo inoltre i rendimenti di periodo in momenti di "crisi" selezionati, i quali effetti finanziari si sono giocoforza riversati sull'euro:

Tabella 2 - Rendimenti di periodo, MSCI equity globale vs valute ed "altri hedges", periodi di crisi.

	Periodo di riferimento	MSCI World TR, Eur	Valute riserva				Valute "Commodities"			Valute emergenti			Altri Hedges			Tassi FED (inizio, fine)	Tassi BCE (inizio, fine)
			USD	GBP	CHF	JPY	CAD	AUD	NOK	BRL	MXN	CNY	Gold	Commodities	Tassi globali		
Global	12/2007 - 6/2009	-33%	4%	-18%	9%	18%	-4%	-5%	-8%	-5%	-14%	12%	30%	-23%	8%	4.5%, 1%	3%, 2.75%
Crisi Debito Sovrano EU	5/2011 - 3/2012	20%	15%	3%	5%	0%	6%	6%	4%	-9%	3%	20%	18%	-11%	11%	0.25%, 0.25%	0.5%, 0.25%
Covid Spillover	2/2020 - 4/2020	-23%	1%	-3%	1%	3%	-6%	-7%	-10%	-18%	-22%	0%	1%	-17%	2%	1.75%, 0.25%	-0.5%, -0.5%

31. Dati Factset, rielaborazioni Quaestio.

Dai dati si possono trarre alcune considerazioni circa l'efficacia di alcune valute e strumenti che, in determinati contesti di mercato, trovano ragione e fondamento nell'utilizzo anche tattico in portafoglio. Tuttavia, la principale informazione che ne discende è che storicamente esistono valute e strumenti che, per un investitore in euro, rappresentano *hedge* particolarmente efficaci.

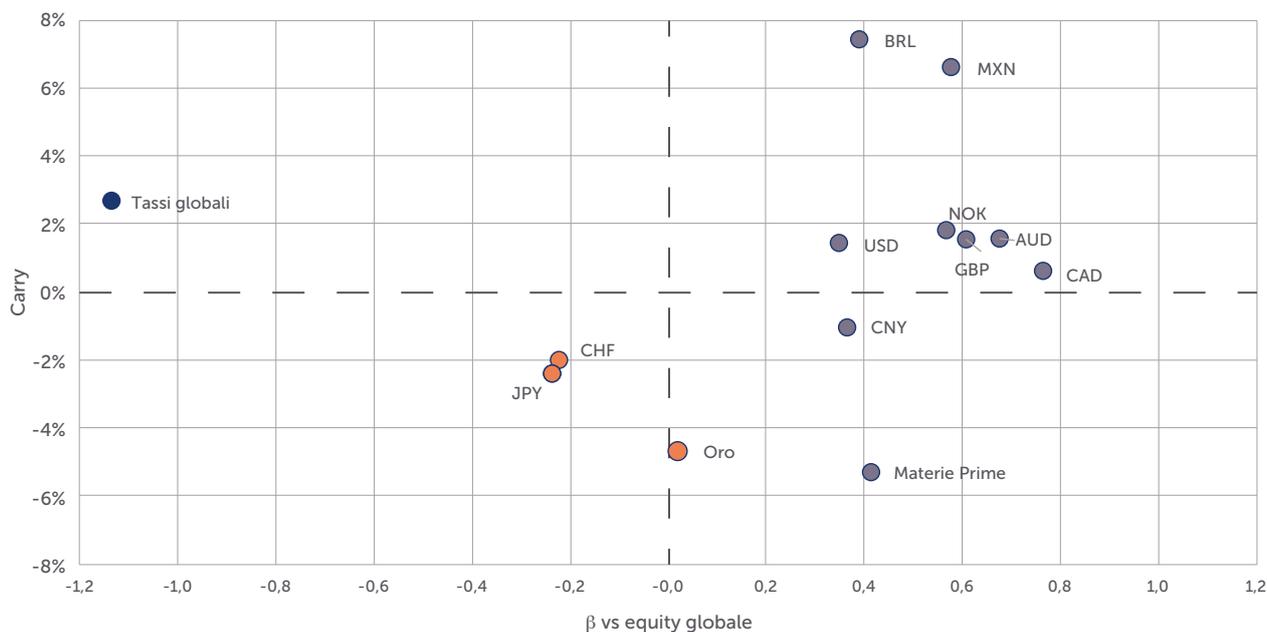
È il caso del dollaro, dell'oro e del franco svizzero (e, almeno in passato, anche dello yen): guardando ai rendimenti annui rispetto all'indice azionario mostrano un comportamento quasi ideale, intervenendo egregiamente negli anni dove prevale il sentimento di *risk-off* che causa ribassi (anche dalla magnitudine significativa) dei listini globali. Inoltre, è interessante notare come la funzione di riserva di valore nei contesti di crisi prevalga sugli equilibri di lungo termine, che ci si riferisca alla parità di tassi d'interesse (dollaro) o dal livello tassi reali (oro): la psicologia e gli animi degli operatori, di natura "breve", predominano le logiche economiche di equilibrio di lungo periodo. L'evidenza storica eleva, in definitiva, questo insieme di strumenti al grado di *all weather*,

dei quali fare a meno rischia di compromettere il profilo rischio/rendimento di un portafoglio in euro.

In un'ottica prospettica e guardando all'anno che verrà, consideriamo il grado di efficienza degli *hedge* candidati. Valute, materie prime e tassi hanno in comune la presenza di un *carry*, cioè un costo o una redditività associata allo strumento. Nel caso delle valute, quando si fa ricorso ai contratti *forward*³², nel tasso di cambio futuro concordato è presente l'effetto del differenziale dei tassi di interesse tra le due valute, e può quindi essere positivo o negativo. Guardando alle materie prime ed all'oro, i cui prezzi non rispecchiano flussi reddituali futuri ma, invero, un costo per la necessità di *storage*, esse sono caratterizzate da curve *futures* generalmente in *contango* (con un *carry* negativo³³); infine, per i tassi globali possiamo riferirci allo *yield to maturity* dei bond sottostanti, che ad oggi rappresenta una fonte di reddito non trascurabile anche al netto della copertura valutaria.

Commisurando il *carry* ad un anno con il *beta* storico rispetto all'indice azionario globale³⁴, otteniamo:

Figura 1 - Relazione *carry* ad 1 anno (calcolato al 30/9/2024) vs *beta* storico (2007-9/2024).



32. L'utilizzo dei contratti *forward*, tramite il ricorso alla leva, permette di gestire l'esposizione valutaria con un grado di efficienza maggiore per il capitale gestito.

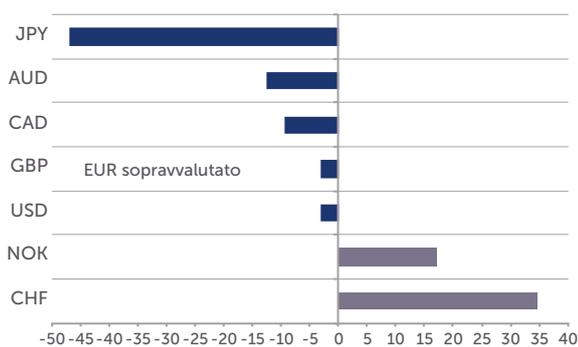
33. Per il paniere di *commodities* utilizziamo, come stima del *carry*, la media del *roll yield* implicito nella differenza dei rendimenti annui dell'indice TR vs Spot (dal 2005 ad oggi).

34. Fonte: Factset, CME Group, elaborazioni Quaestio.

Dal grafico è possibile apprezzare come si configurino tre blocchi: in alto a destra troviamo un gruppo di valute che mostra un *beta* storico positivo nei confronti dell'indice azionario globale. Sebbene queste mostrino un *carry* positivo rispetto all'euro, non rappresentano in generale un *hedge* efficace a causa del legame tendenzialmente positivo con il rischio azionario - ad esclusione "particolare" del dollaro che, anche come mostrato in precedenza, nei periodi di stress è indiscutibilmente utile. Successivamente, se in alto a sinistra lo spazio è occupato dai tassi globali - per antonomasia a *beta* negativo nei confronti dell'*equity* ed ad oggi "redditizi" grazie agli interessi nominali globali tornati in area generosamente positiva - è interessante notare come si configuri un terzo blocco, composto da oro, yen e franco svizzero: per le due valute il costo di "andare lunghi" è relativamente basso e il *beta* è storicamente in area negativa, rappresentando un buon compromesso di efficacia di *hedge*. Infine, menzione a parte per l'oro che, per dinamiche strutturali di lungo periodo (Banche Centrali che si ricapitalizzano di nuove riserve, ma anche per i tassi reali in riduzione ed una svalutazione forse strutturale delle valute *fiat*) rappresenta uno dei pochi strumenti di copertura che mostra un grado di indipendenza dall'indice azionario globale, ma al tempo stesso è forse assimilabile anche ad una leva tattica data la performance di prezzo negli ultimi due anni: in un certo senso, i risultati ottenuti "alleggeriscono" un costo marcatamente positivo implicato dalla curva *futures*.

Successivamente, proviamo quindi a contestualizzare il messaggio con qualche considerazione più "direzionale" e di medio periodo. Innanzitutto, ricorriamo al noto *Big Mac Index*³⁵, che compara il potere di acquisto delle valute, rispetto all'euro, misurato in riferimento ad un paniere di beni condiviso (gli ingredienti dell'omonimo panino). Nel tentativo di valutare il grado di sopravvalutazione o meno rispetto all'euro, è interessante notare un aspetto,

Figura 2 - Big Mac Index, 30/09/2024.



In conclusione, il rimando e l'augurio sono sempre all'*ottimismo prudente*, approccio fondamentale dei nostri portafogli multiasset, per i quali l'esposizione ai fattori di rischio è valutata sempre con ponderazione, e nella cui gestione ci avvaliamo.

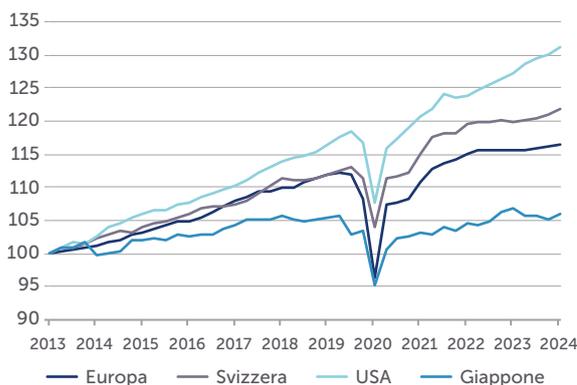
ovvero che le due valute ad oggi sono praticamente agli antipodi: lo yen appare fortemente sottovalutato, mentre il franco rappresenta la valuta che, tra quelle del G10, è quella maggiormente sopravvalutata! (Figura 2).

Sebbene questa evidenza supporterebbe esclusivamente il caso dell'investimento in yen, bisogna tener conto che il trend di apprezzamento del franco sull'euro è ormai pluriennale e non spiegabile "unicamente" dall'inflazione sperimentata dalle differenti aree (superiore nell'Eurozona rispetto alla Svizzera) e conseguenti scelte di politica monetaria. Ad esempio, le due economie hanno sperimentato una crescita differente: la *Confederazione Elvetica*, negli ultimi 10 anni, è cresciuta di più dell'economia dell'Eurozona in termini reali, con effetti prolungati favorevoli sul franco, in apprezzamento³⁶ (Figura 3). Inoltre, un'ulteriore tesi a supporto è legata alla funzione di riserva di valore: beneficiando della tradizionale neutralità della Svizzera in campo geopolitico, il CHF potrebbe essere preferito a discapito del ben più "schierato" euro, e tale migliore reputazione globale potrà avere effetti di supporto per la valorizzazione del franco.

In aggiunta, entrambe le valute sembrano ben posizionate rispetto all'euro anche in ottica tattica. Da un lato, l'inflazione (ed il conseguente rialzo tassi) della Bank of Japan risulta essere materia sicuramente più recente ed attuale rispetto alle misure monetarie già espansive per l'Eurozona - in pieno processo disinflattivo -, con tali dinamiche divergenti che supportano la valuta nipponica contro l'euro.

Per quanto riguarda invece il franco, c'è da tener conto che la Swiss National Bank ha inaugurato in anticipo il ciclo di riduzione dei tassi rispetto alla collega europea e, considerando il livello di inflazione sperimentato dalle due aree, ad oggi il livello dei tassi reali pare molto più restrittivo in Europa (2.7% *CPI Core YoY* vs 3.25% di *Main ECB Rate*) che in Svizzera (1% *CPI Core YoY* rispetto all'1% di *Policy Rate* della SNB)³⁷.

Figura 3 - Crescita GDP Reale (2Q 2013 = 100).



35. Fonte: The Economist.

36. Fonte FRED, IMF, Eurostat.

37. Dati al 30 settembre 2024.

Cina: Colosso dai piedi d'argilla? – Prospettive economiche e scenari futuri

Davide Saccone, Portfolio Manager

Negli ultimi anni, la Cina ha visto affievolirsi il suo ruolo di volano per l'economia globale. Un Paese che, per un lungo periodo, ha offerto opportunità straordinarie in diversi settori, oggi si trova al centro di una crisi di fiducia da parte degli investitori internazionali. I motivi, da 3 anni a questa parte, sono molteplici e spesso vengono ridiscussi nella speranza di osservare flebili cambiamenti: un'economia, il cui modello di crescita basato quasi esclusivamente sugli investimenti, che

non cresce più ai tassi di crescita mostrati negli ultimi due decenni, un settore immobiliare in crisi, tensioni geopolitiche e politiche di governance non sempre trasparenti che hanno portato ad un intenso "reshoring" con conseguente incremento della capacità produttiva inutilizzata. In questo contesto, l'attenzione degli investitori si è spostata su altre aree del mondo, mentre la Cina tenta di risollevarsi con nuovi stimoli fiscali e monetari.

Nonostante rappresenti oggi "solo" il 32% dell'indice Asia Ex Japan (rispetto al 48% di ottobre 2020), la Cina rimane un elemento centrale nello scacchiere globale. Le sue dinamiche economiche possono influenzare diversi aspetti cruciali: dalla crescita globale all'inflazione, dal valore del dollaro al rischio geopolitico.

Figura 1 - Andamento principali indici azionari Paesi Sviluppati vs Cina e Asia (ex Japan).

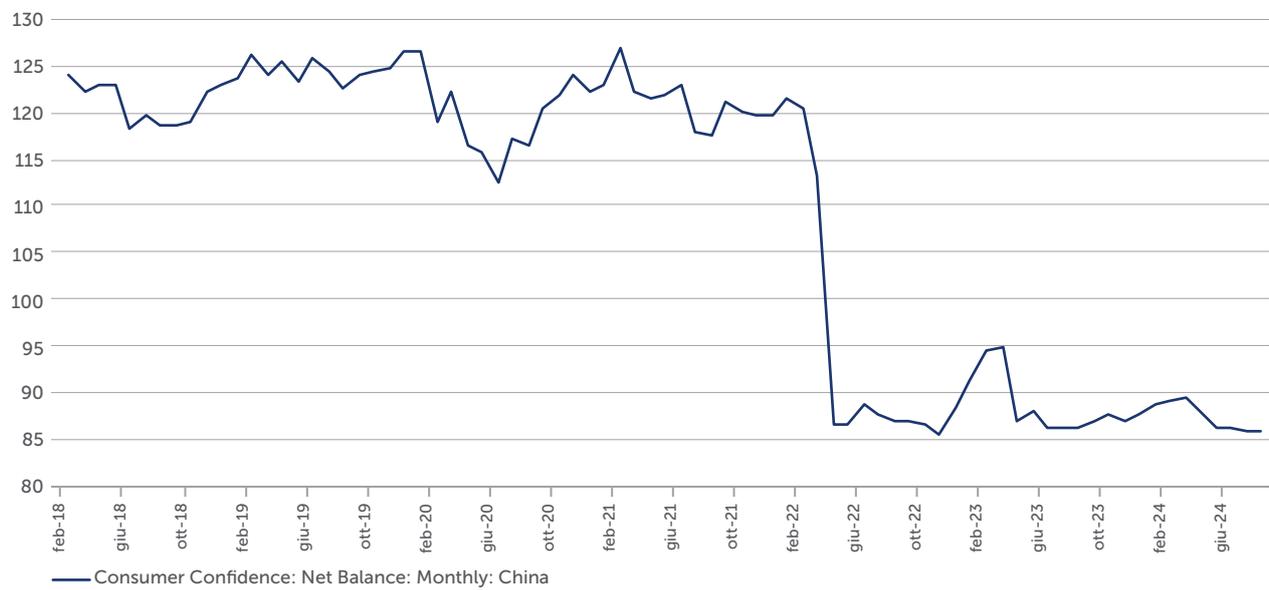


Guardando più da vicino il biennio 2024-2024, l'economia deluso nuovamente le aspettative, nonostante i numerosi ma poco convincenti sforzi del governo per rivitalizzare l'economia domestica. Tra i principali problemi vi è il crollo della fiducia dei consumatori, causato in parte dalle perdite nel settore immobiliare, che rappresenta oltre il 60-70% del patrimonio familiare. Tale crollo si è immediatamente tradotto in una sempre più debole propensione al consumo ed il conseguente maggiore tasso di risparmio elevato che ha raggiunto ormai oltre il 35%.

Nel frattempo, l'eccesso di capacità produttiva, che già era presente nei periodi precedenti la pandemia, si è ulteriormente aggravato. Questo fenomeno è stato ac-

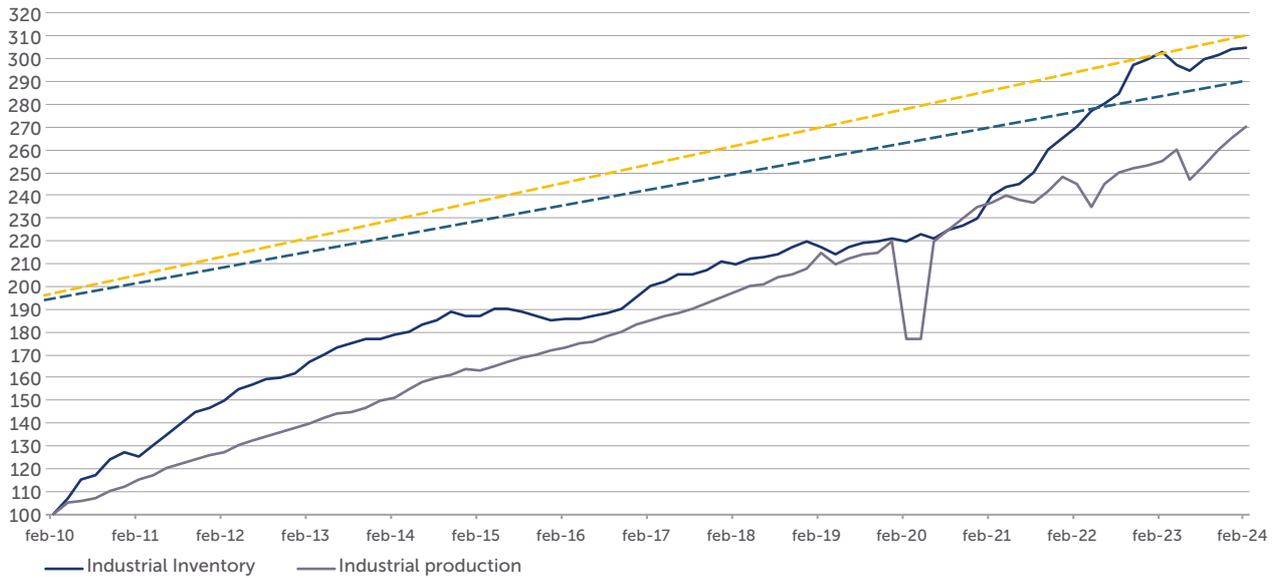
centuato dalla riduzione dell'export verso i Paesi occidentali, dovuta in parte alle politiche di *nearshoring* e *friendshoring*, che stanno spingendo molte aziende a riportare la produzione più vicino ai mercati di consumo. Ancora più preoccupante è l'aumento degli stock di prodotti (+11% rispetto ai livelli pre-pandemia). Il quadro macroeconomico non appare favorevole neanche sul fronte dei PMI, che continuano a mostrare debolezza e si avvicinano pericolosamente alla soglia critica di 50, sia per il settore manifatturiero che per i servizi. Questa situazione è accompagnata da una volatilità degli stessi che non si era mai vista negli ultimi decenni, rendendo ancora più incerto il futuro economico del Paese.

Figura 2 - Fiducia dei consumatori: Saldo netto: Mensile: Cina.



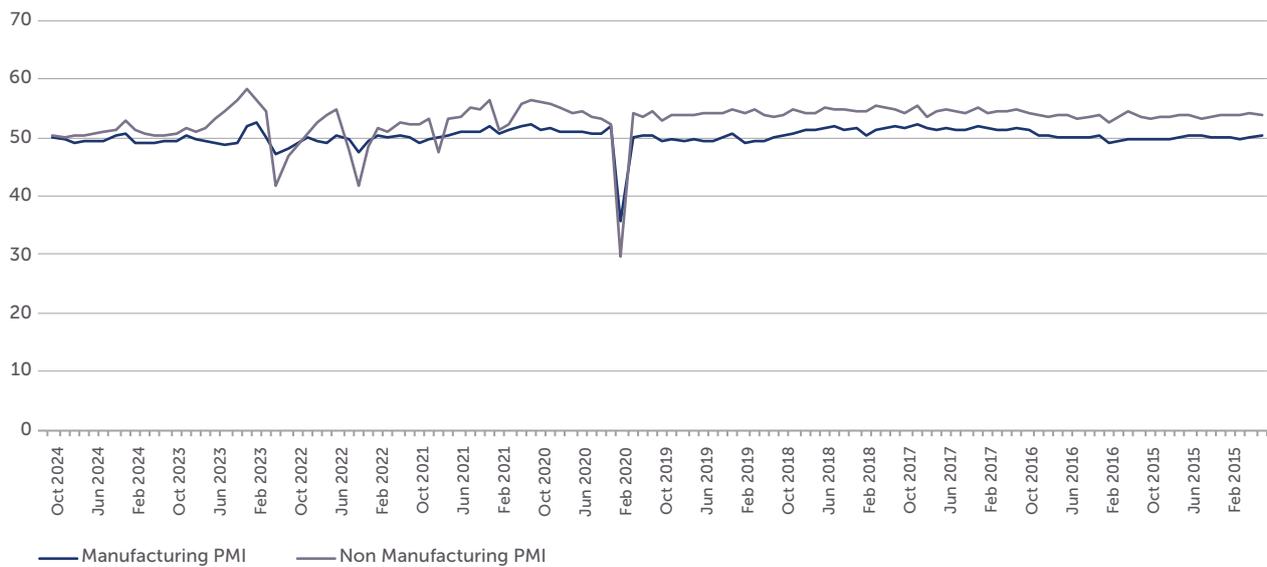
Fonte: www.ceicdata.com | Ceic Data.

Figura 3 - Cina: produzione industriale e accumulo di scorte.



Fonte: Oxford Economics/NBS

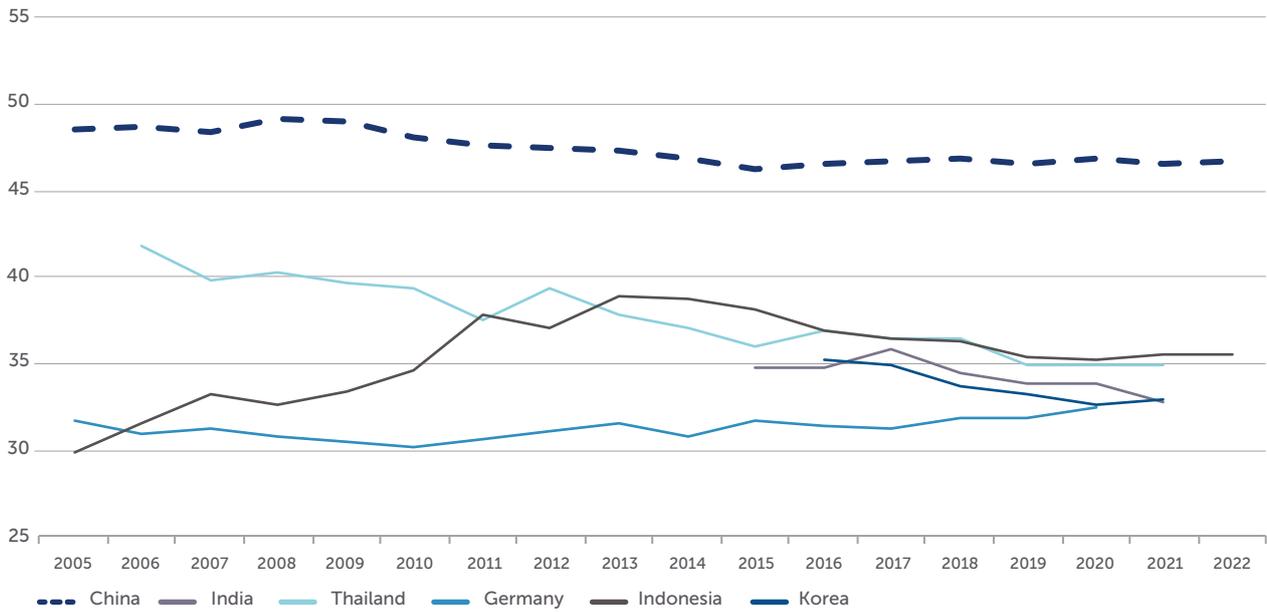
Figura 4: Cina PMI.



In questo contesto la PBoC ed il governo si sono mossi di concerto varando misure di stimolo tra cui tagli dei tassi e pacchetti fiscali per stabilizzare il mercato immobiliare e stimolare i consumi che, nel loro complesso, valgono oltre 2 punti percentuali di GDP. Ciononostante, resta il dubbio se saranno sufficienti a invertire la rotta. Le incertezze sul futuro della Cina potrebbero aumentare in seguito alla vittoria repubblicana alle prossime elezioni negli Stati Uniti; un governo più ostile e propenso a centralizzare il focus sull'economia americana potrebbe intensificare le tensioni commerciali e geopolitiche tra i due Paesi.

Uno degli aspetti che rende il quadro economico ancor più complesso è l'andamento demografico ed il livello di disuguaglianze che aumentano la dispersione dei consumi. Nel 2023, la Cina ha registrato per la prima volta un tasso di crescita della popolazione negativo, e la tendenza sembra destinata a peggiorare. A questo si aggiunge una crescente disuguaglianza nella distribuzione della ricchezza, con un coefficiente di Gini che oscilla tra il 46 e il 47. Il calo demografico e l'aumento delle disuguaglianze rappresentano una sfida non solo per il futuro dell'economia, ma anche per la stabilità sociale del Paese.

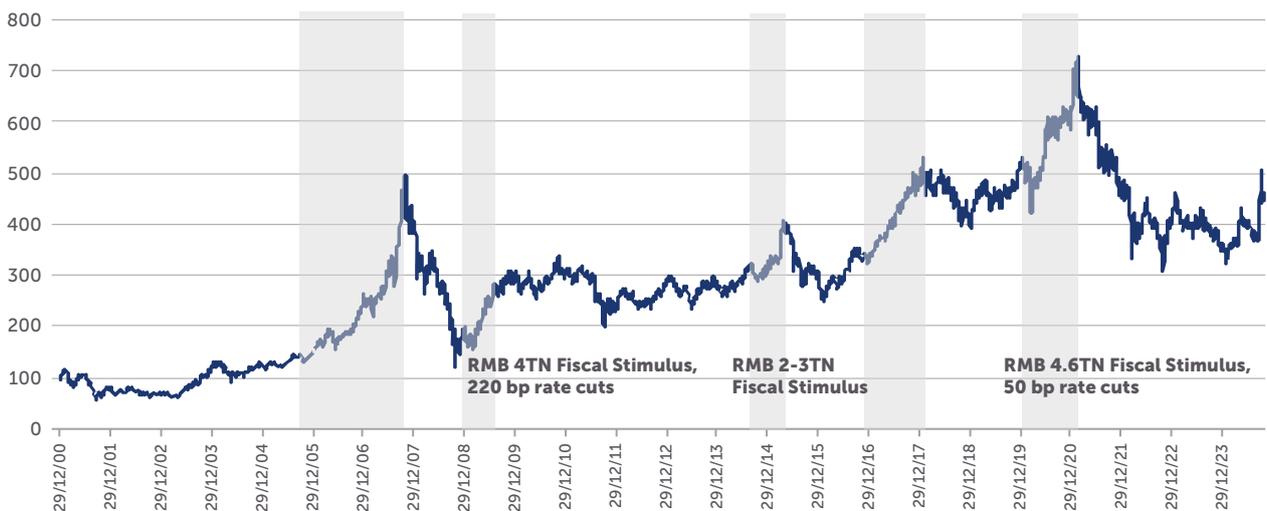
Figura 5 - Coefficiente di Gini.



Guardando ai precedenti pacchetti di stimolo economico della Cina, emerge una chiara lezione: spesso tali misure hanno portato benefici temporanei ai mercati finanziari, seguiti però da brusche inversioni nei mesi successivi. Rispetto al 2015, la situazione attuale è molto più complessa: la crescita del PIL è più modesta, il mercato immobiliare è in condizioni significativamente peggiori ed il bilancio statale non è più solido come un tempo.

...History doesn't repeat itself, but it often rhymes

Figura 6 - 5 grandi rally dal 2005, tutti alimentati dagli stimoli.



Le valutazioni del mercato azionario e obbligazionario riflettono questa incertezza. Dopo il rally di fine settembre, le valutazioni azionarie (calcolate come Next 12 mesi Price Earning) sono in linea con la media degli ultimi 10 anni, ma ancora scontate rispetto ai mercati sviluppati ed emergenti. Sul fronte obbligazionario, il rendimento del decennale cinese è ai livelli minimi dal 2014, in controtendenza rispetto alla maggior parte delle altre banche centrali.

Figura 7 - Next 12 mesi Price Earning ultimi 10 anni.

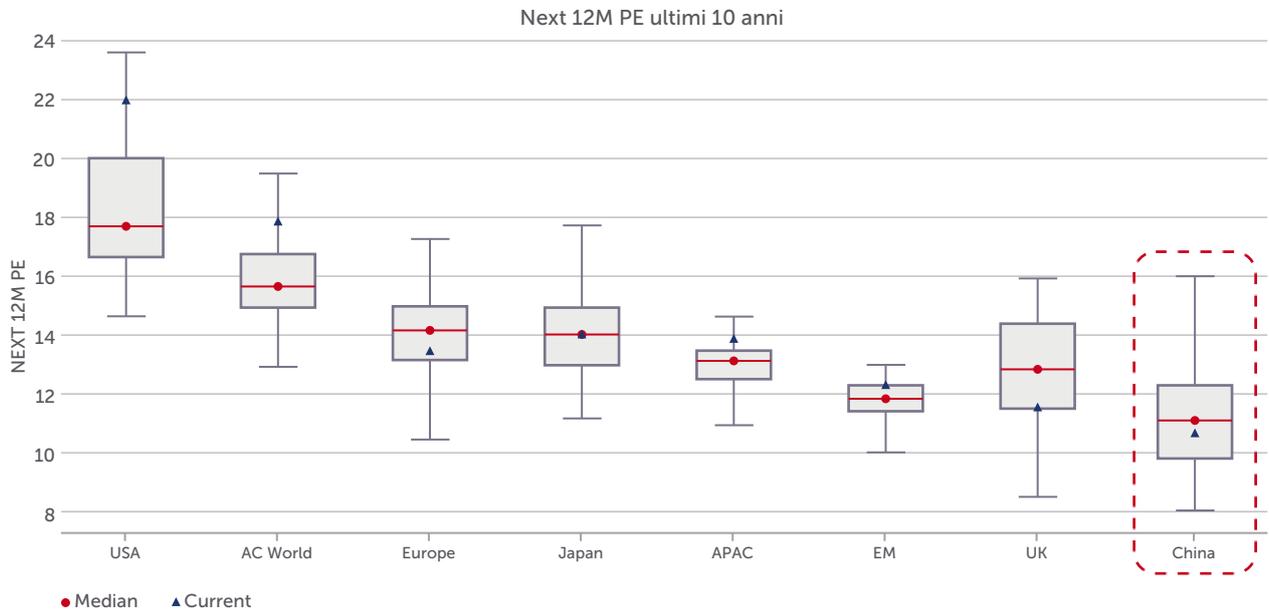
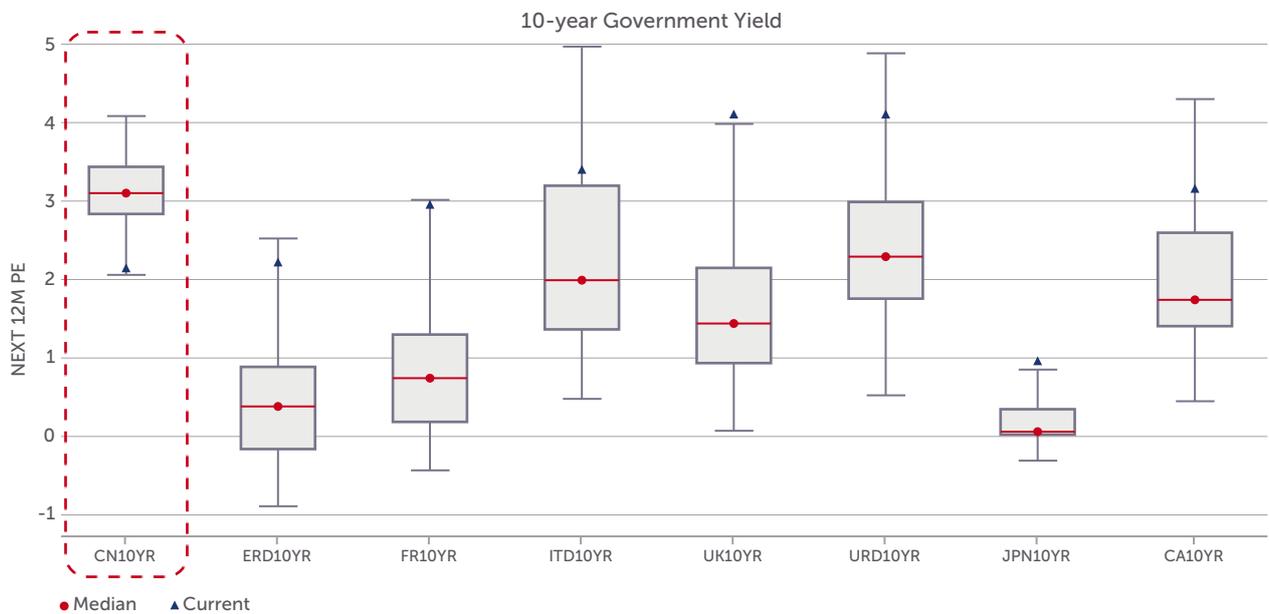


Figura 8 - Rendimento Titoli Governativo 10Y.



Guardare avanti per capirne le possibili evoluzioni...

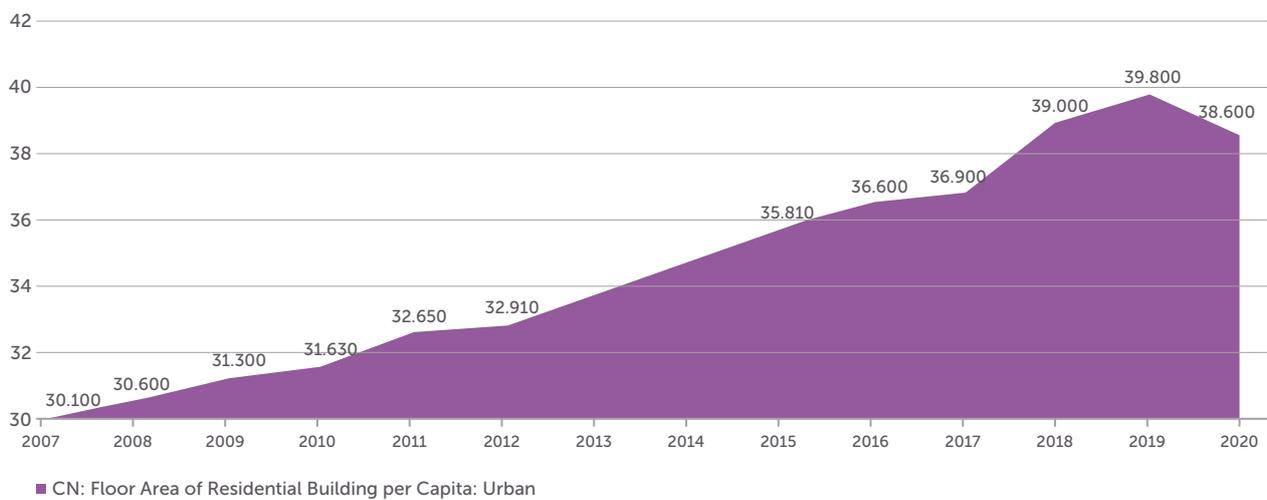
Per comprendere se gli stimoli cinesi riusciranno davvero a rilanciare l'economia, sarà cruciale tenere d'occhio alcuni fattori determinanti:

- **In primis la crescita domestica:** Sarà essenziale verificare se questi interventi riusciranno a innescare un ciclo virtuoso, aumentando la fiducia dei consumatori e migliorando gli indici PMI. Finora, i tagli ai tassi di interesse sono stati limitati, ma ulteriori riduzioni potrebbero essere necessarie per sostenere l'economia,

soprattutto in presenza di una deflazione persistente e di una ridotta redditività del capitale. Senza crescita domestica i target del 5% GDP growth saranno pressoché irraggiungibili e ne va della reputazione di Xi.

- **Occhi puntati al mercato immobiliare:** Il settore immobiliare, che rappresenta il principale asset delle famiglie cinesi, è uno dei punti critici. Il governo ha lanciato segnali di voler intervenire per stabilizzare il mercato, ma resta da vedere se questi sforzi saranno sufficienti a evitare un ulteriore crollo della domanda e delle vendite. Stabilizzare il settore è cruciale per risolvere la fiducia e stimolare i consumi interni.

Figura 9 - Cina: superficie edifici residenziali pro capite - area urbana.



Fonte: www.ceicdata.com | National Bureau of Statistics.

- **Fiscal must support:** Un altro aspetto fondamentale sarà la dimensione del pacchetto fiscale. L'emissione di nuovi titoli di Stato potrebbe fornire lo stimolo necessario, ma la portata effettiva di queste misure resta incerta. Se il pacchetto sarà sufficientemente ampio, potrebbe aiutare a invertire la tendenza negativa della crescita economica e sostenere i mercati azionari, che già mostrano segni di ripresa.

....Tutti sullo stesso trades?

A fine agosto 2024, i fondi azionari globali avevano ridotto l'esposizione alla Cina ai livelli minimi degli ultimi 10 anni, con una media del 5%. Questo scarso interesse verso il mercato cinese riflette i dubbi e le incertezze che lo circondano. Gli investitori preferiscono mantenere un approccio prudente, attendendo segnali più chiari di una ripresa sostenibile.

Figura 10 - Allocations alla Cina nei fondi attivi a livello globale (include i fondi GEM, AEJ, Global ex-US, AUM: 1,1 trilioni di dollari).



Source: EPFR, MSCI, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research, data at end Aug-24. For illustrative purposes only and does not constitute to any recommendations to invest in the above-mentioned security/sector/country.

“Save the date”

Il calendario politico ed economico cinese è molto denso di date chiave da osservare. Un nuovo meeting del Politburo si terrà alla fine di ottobre in cui saranno discusse nuovamente le iniziative per mettere in sicurezza il mercato immobiliare. Sempre il Politburo si riunirà nuovamente a fine dicembre e, in contemporanea alla Central Economic Work Conference potremo attenderci nuovi cambiamenti nella direzione della politica economica e fiscale. Da ultimo, tra marzo ed aprile 2025 assisteremo al Meeting del Chinese Economy Working Group in cui i policymakers potranno fornire ulteriori dettagli sull'intensità e la dimensione delle misure correttive volte a stimolare la crescita ed i consumi. In questa serie di reminder va dato inoltre il giusto peso alle elezioni americane che, come detto in precedenza, potrebbero inasprire ulteriormente i toni sulle tematiche commerciali e di fair trades.

Il mercato cinese ha davanti a sé un percorso ancora complesso e fatto di ulteriori pacchetti di stimoli per accrescere i consumi interni. In questo contesto continuano a pesare i rischi geopolitici che sono anche tra le determinanti del minor export verso paesi occidentali. Le valutazioni non sono più così economiche come alla fine del Q2 2024 ed il paese continua a subire gli effetti del re-shoring e friendshoring.

In questo contesto ci sembra dunque opportuno continuare a limitare l'esposizione al mercato cinese mantenendo una posizione neutrale/sottopeso ed attingere ad eventuali benefici della crescita del Paese indirettamente fintanto che non vi siano dati chiari sulla propensione al consumo domestico. Tale esposizione indiretta passa tramite i mercati azionari dei paesi satelliti che possono beneficiare del reshoring e dello spostamento delle catene produttive (ie. India, Vietnam, America Latina), paesi che sono esposti ai consumi Cinesi (Japan, Korea) e paesi che esportano verso la Cina (Australia & America Latina).

Il ritorno del Giappone: le opportunità di crescita nel mercato azionario di un paese in evoluzione

Alessia Farini, Analyst

Dopo tre decenni segnati da deflazione e stagnazione, il mercato azionario giapponese sta tornando sotto i riflettori. Dall'inizio del 2023, il mercato giapponese è stato uno dei mercati sviluppati a mostrare le migliori performance, con il Nikkei 225 e il Topix che hanno registrato una crescita del 50%, toccando i massimi storici. Nonostante la fine della politica dei tassi negativi possa generare volatilità nei mercati nel breve periodo, questo cambiamento dovrebbe essere interpretato come una vittoria contro la deflazione. In effetti il Giappone sta attraversando una profonda trasformazione sotto diversi punti di vista, dalla normalizzazione della politica monetaria alle riforme di corporate governance, il tutto accompagnato da fattori macroeconomici e driver strutturali favorevoli, rendendolo un'opportunità di investimento attraente.

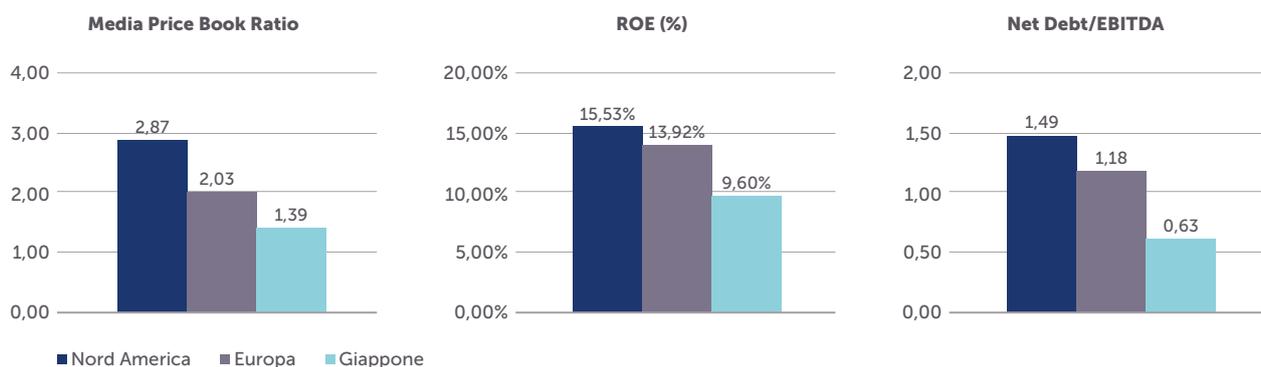
Innanzitutto, la Bank of Japan ha posto fine alla sua storica politica dei tassi negativi, aumentando i tassi per la prima volta dal 2007, pur mantenendo un approccio cauto con l'obiettivo di creare un'inflazione stabile. Stanno infatti emergendo segnali che lasciano presagire un cambiamento strutturale: le recenti negoziazioni salariali hanno portato ad un incremento medio del salario del 5,28% (il più alto degli ultimi 30 anni) dimostrando come il paese stia finalmente uscendo da un ambiente deflazionistico. Parallelamente, fattori interni suggeriscono un'inflazione più persistente nei prossimi anni. Il sondaggio Tankan della BOJ³⁸, che ha coinvolto circa 10.000 aziende appar-

38. Bank of Japan, Giugno 2024. Sondaggio Tankan.

tenenti a 31 settori, ha evidenziato una chiara svolta nel comportamento di determinazione dei prezzi: rispetto al passato, le società sia di grandi che di piccole dimensioni non solo stanno riuscendo a trasferire i crescenti costi degli input sui consumatori finali, ma stanno anche mostrando un miglioramento dei margini di profitto. Questo *pass-through* dei costi è particolarmente evidente nel settore dei servizi, mentre rimane più moderato nel manifatturiero. Grazie al miglioramento della redditività, molte

aziende stanno accumulando risorse per finanziare futuri aumenti salariali, creando così le basi per un ulteriore incremento dei redditi reali e stimolando la spesa e i consumi. La BOJ sembra quindi sulla buona strada per creare un circolo virtuoso fra salari e prezzi e, in questo contesto, è probabile che l'inflazione, soprattutto nei servizi, rimanga elevata rispetto alla media storica, contribuendo a sostenere un ambiente di reflazione che potrebbe stimolare una crescita economica duratura.

Figura 1 - Price Book Ratio, ROE, Net Debt / EBITDA mediani considerando un universo di 3125 società con una capitalizzazione di mercato superiore a 3 miliardi. Rielaborazione Quaestio su dati Facstet ad ottobre 2024.



Un altro impulso significativo alla crescita del mercato giapponese deriva dalle recenti iniziative della Tokyo Stock Exchange mirate alla riforma della corporate governance. Nel marzo 2023, la TSE ha incoraggiato le società con un *Price/Book Value* inferiore ad 1 a rendere pubbliche eventuali iniziative di miglioramento esprimendo come, nonostante tale obiettivo possa essere perseguito nel breve termine tramite operazioni come il riacquisto di azioni proprie e l'aumento dei dividendi, essa si aspetti una crescita sostenibile e duratura. L'attuale situazione finanziaria delle società giapponesi sembra lasciare spazio sia alla realizzazione di "strategie di breve periodo" che al miglioramento della redditività a lungo termine. Infatti, la maggior parte delle società giapponesi è caratterizzata da un'elevata liquidità in bilancio, oltre ad un minor livello di leva finanziaria in confronto alla media europea e statunitense, che si riflette anche nel minore ROE. Le iniziative aziendali derivanti da questa riforma, pertanto, possono offrire vantaggi agli investitori non solo nel breve termine, grazie ad un immediato incremento del valore delle azioni, ma soprattutto nel lungo periodo, ponendo le basi per una crescita sostenibile. Il mercato giapponese beneficia anche di un flusso di capitali favorevole sia da parte degli investitori esteri che degli investitori nazionali. Nel 2023 gli investimenti esteri in Giappone ammontavano a 16,5 miliardi di dollari³⁹, di

cui più della metà derivava da investitori negli Stati Uniti e in EMEA, mentre la BOJ ha contribuito solo per il 9%⁴⁰. Inoltre, con il ribilanciamento negli indici del peso del Giappone in linea con la sua maggiore capitalizzazione di mercato, ci si aspettano ulteriori flussi da parte degli investitori passivi.

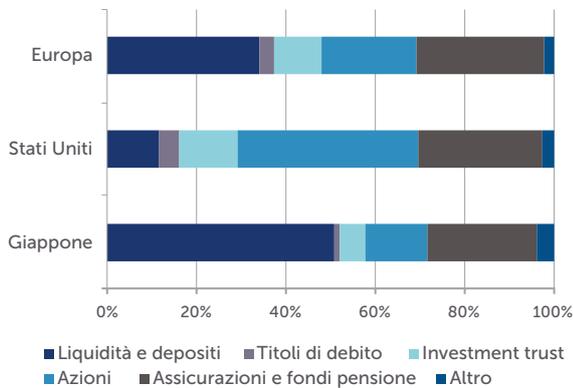
Gran parte dell'attenzione si è concentrata sull'interesse degli investitori esteri nei confronti del Giappone, trascurando tuttavia il potenziale incentivo degli investitori domestici ad impiegare i loro rilevanti risparmi. In un contesto di inflazione strutturalmente più alta, il programma di investimento azionario del governo giapponese esente da imposte per i privati (NISA) aumenta l'incentivo a ridurre la liquidità, favorendo gli investimenti in attività rischiose con maggiore rendimento. Alla fine di giugno le attività finanziarie delle famiglie giapponesi ammontavano a quasi 15 trilioni di dollari con la liquidità e i risparmi che rappresentavano il 51% e gli investimenti azionari solamente il 14%⁴¹. Di conseguenza, se si riuscisse a raggiungere un livello paragonabile all'Unione Europea, dove le azioni superano il 20% delle attività individuali, nei prossimi anni si potrebbe assistere ad un flusso di oltre 1,5 trilioni di dollari di risparmi verso il mercato azionario, fornendo quindi un sostegno strutturale alle azioni.

39. World Bank Group, Ottobre 2024. Investimenti diretti esteri netti (Bilancia dei pagamenti in USD).

40. Bank of Japan, Febbraio 2024.

41. Bank of Japan, Agosto 2024. Attività finanziarie detenute dalle famiglie.

Figura 2 - Attività finanziarie delle famiglie in Europa, Stati Uniti e Giappone. Rielaborazione Quaestio su dati della Bank of Japan aggiornati ad agosto 2024.



Un altro fattore che caratterizza positivamente il mercato giapponese è la diversificazione rispetto ad altri mercati sviluppati. Infatti, a differenza del mercato statunitense, dominato da un ristretto gruppo di titoli tecnologici, o ancora rispetto a Corea e Taiwan, incentrati principalmente sul settore dei semiconduttori, il mercato azionario giapponese consente di accedere ad un'ampia varietà di settori. Questa diversificazione contribuisce a generare una bassa correlazione con gli altri mercati.

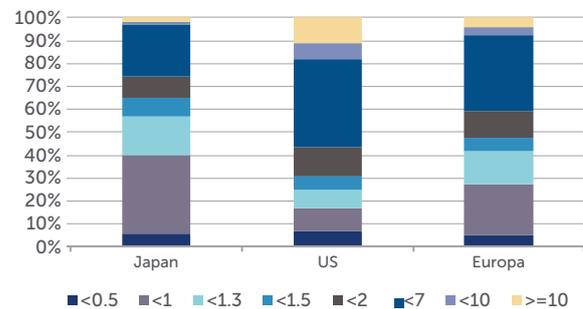
Tabella 1 - Correlazione fra i principali mercati a partire dal 2000 (Topix, Stoxx600, S&P500, MSCI Asia Ex Japan, MSCI China, FTSE India). Rielaborazione Quaestio su dati Facstet ad ottobre 2024.

	GIAPPONE	EUROPA	USA	ASIA EX JP	CINA	INDIA
GIAPPONE	1.00	0.16	0.14	0.51	0.43	0.27
EUROPA	0.16	1.00	0.53	0.40	0.30	0.38
USA	0.14	0.53	1.00	0.33	0.35	0.31
ASIA EX JP	0.51	0.40	0.33	1.00	0.85	0.62
CINA	0.43	0.30	0.35	0.85	1.00	0.49
INDIA	0.27	0.38	0.31	0.62	0.49	1.00

Tutti questi elementi contribuiscono a rafforzare la visione positiva del mercato giapponese sia nel breve che nel medio-lungo periodo.

Tuttavia è opportuno approfondire alcune preoccupazioni che suscitano frequentemente l'attenzione degli investitori. Un primo punto riguarda valutazioni elevate. È importante considerare che la crescita delle azioni giapponesi è guidata e sostenuta principalmente dalla crescita dei profitti delle società, con le aspettative di crescita degli *Earnings Per Share* in aumento, al contrario di Stati Uniti ed Europa, e una maggioranza di analisti che hanno rivisto al rialzo le stime di crescita degli utili⁴². Inoltre, il 39% delle società giapponesi presenta un *Price/Book ratio* inferiore a 1⁴³, mostrando quindi come sia presente ulteriore spazio di crescita sul mercato.

Figura 3 - Distribuzione del Price / Book ratio considerando un universo di 3125 società. Elaborazione Quaestio su dati Facset.

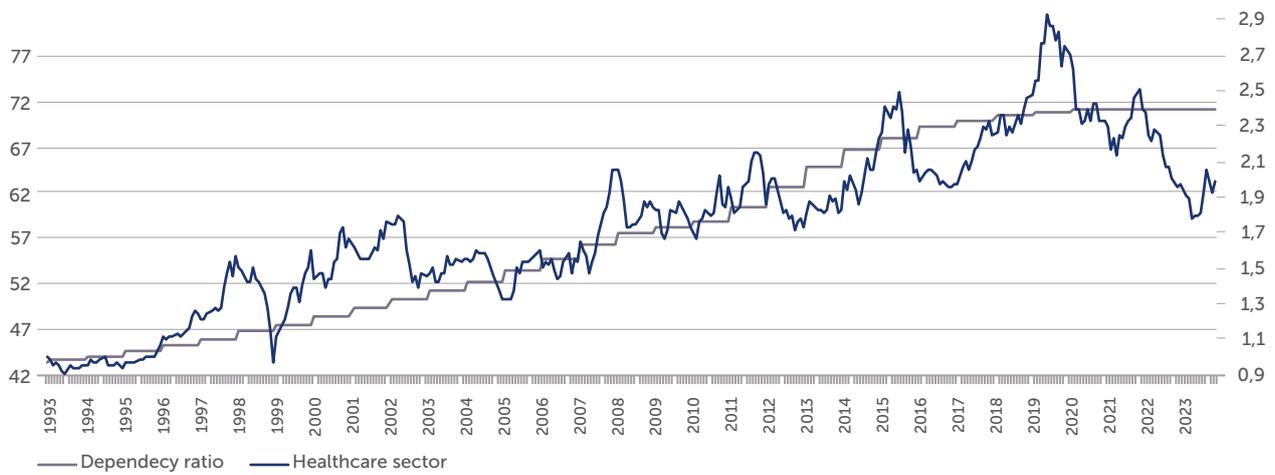


Un altro aspetto a cui prestare attenzione riguarda le recenti elezioni. Il mercato non era pronto alla nomina di Shigeru Ishiba come Primo Ministro. Considerato un "falco" in materia fiscale e monetaria, la sua elezione ha scatenato iniziali timori sul mercato, sollevando preoccupazioni su possibili inasprimenti delle politiche economiche che potrebbero influenzare la ripresa dell'economia giapponese. Tuttavia, Ishiba sembra aver adottato una linea più moderata, dando priorità a misure di stimolo economico. Infatti, sebbene Ishiba abbia espresso rispetto per l'indipendenza della Banca del Giappone, ha affermato altresì come la politica monetaria debba rimanere accomodante, ponendosi l'obiettivo di uscire dalla deflazione entro i primi tre anni del suo mandato. In ambito fiscale, ha annunciato un bilancio supplementare per sostenere l'economia e affrontare l'aumento dei prezzi dell'energia e dei beni di consumo, puntando anche a un aumento del salario minimo nazionale. Inoltre, di recente Ishiba ha incontrato il premier cinese Li Qiang: dall'incontro è emersa la volontà di rafforzare le relazioni bilaterali in una chiave "reciprocamente vantaggiosa", cercando un equilibrio tra cooperazione economica e gestione delle tensioni diplomatiche. Il nuovo Primo Ministro appare quindi meno hawkish di quanto inizialmente scontato dai mercati, creando così un contesto potenzialmente favorevole per le società giapponesi.

42. Factset, Ottobre 2024. Confronto fra le iniziali stime di crescita degli EPS previste per il 2024 e le stime di crescita aggiornate ad ottobre 2024 sulla base di un universo di società basate in Giappone, negli Stati Uniti e in Europa con una capitalizzazione di mercato superiore a 3 miliardi.

43. Factset, Ottobre 2024. Calcolo del *Price/Book ratio* sulla base di un universo di 3125 società basate in Giappone con capitalizzazione di mercato superiore a 3 miliardi.

Figura 4 - Dependency ratio (in % della popolazione in età lavorativa) e performance del settore sanitario (FTSE World x JP / Health Care) rispetto al mercato complessivo (FTSE Japan) indicizzata al 1993. Rielaborazione Quaestio su dati World Bank e Factset.

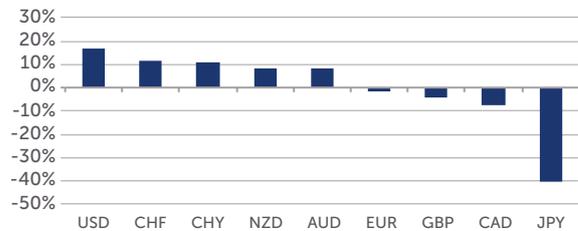


Il Giappone si trova inoltre ad affrontare alcuni trend strutturali, tra questi il calo demografico. Negli scorsi anni l'invecchiamento della popolazione e la diminuzione della forza lavoro hanno contribuito alla stagnazione economica e si stima che entro il 2060 il rapporto tra persone anziane e individui in età lavorativa raggiungerà un rapporto 1:1. Per affrontare questo calo demografico, il governo giapponese sta investendo nell'innovazione tecnologica per aumentare la produttività, per esempio attraverso l'automazione industriale e l'utilizzo di robot. Questo scenario ha già favorito la crescita delle azioni del settore sanitario, che probabilmente continueranno a sovraperformare grazie all'aumento del tasso di dipendenza. Inoltre, negli ultimi anni il mercato sembra essere in ritardo nel prezzare pienamente questo trend, offrendo quindi ulteriore spazio di crescita. Queste tendenze strutturali, pur rappresentando sfide nel breve termine, potrebbero creare interessanti opportunità per gli investitori.

Considerando la valuta, negli ultimi anni lo yen ha subito un forte indebolimento, poiché la BOJ ha mantenuto una politica monetaria espansiva mentre le altre principali banche centrali hanno iniziato ad adottare politiche più restrittive. A seguito del recente cambio di regime, la riduzione dello spread sui tassi, l'aumento della volatilità implicita e successiva liquidazione delle operazioni di *carry trade* hanno contribuito al rafforzamento dello yen. Con l'avvio del ciclo di tagli da parte della FED e i possibili ulteriori rialzi della BOJ, è probabile un ulteriore rafforzamento della valuta giapponese. Tuttavia, il margine per un apprezzamento significativo è limitato, in quanto i differenziali di rendimento persistono, i tassi reali in Giappone sono ancora negativi e la BOJ ha dichiarato che manterrà una politica monetaria accomodante, favorendo una normalizzazione graduale piuttosto che un inasprimento aggressivo. Inoltre, la maggiore chiarezza sulla crescita economica del paese suggerisce che l'impatto di un

eventuale apprezzamento dello yen nel medio termine sarà gestibile per le aziende giapponesi, con prospettive di crescita degli utili anche in un contesto di rafforzamento della valuta. Eventuali impatti di breve periodo potrebbero essere mitigati attraverso un sovrappeso sulle azioni legate alla domanda interna, titoli resilienti all'apprezzamento dello yen e azioni del settore finanziario.

Figura 5 - Real Effective Exchange rate rispetto alla media storica calcolato come il rapporto fra il REER attuale e il REER medio dal 1990 (%). Rielaborazione Quaestio su dati Factset ad ottobre 2024.



In conclusione, nonostante vi siano alcuni fattori che potrebbero causare movimenti laterali nel mercato, specialmente nel breve termine, questi dovrebbero essere interpretati dagli investitori come potenziali opportunità. Le prospettive di medio-lungo periodo appaiono molto positive. Il quadro macroeconomico del paese rimane favorevole, con un'inflazione moderata e l'abilità delle imprese di trasferire i costi ai consumatori che contribuisce ad un aumento della redditività aziendale, favorendo ulteriori aumenti salariali e la crescita dei redditi reali. Questo circolo virtuoso stimola i consumi creando una solida base per una crescita duratura dei margini e dei profitti aziendali. Tale dinamica è rafforzata dai favorevoli flussi di capitali e dalle iniziative aziendali volte a perseguire gli obiettivi della riforma della corporate governance, finalizzata a migliorare l'efficienza e la redditività delle imprese.

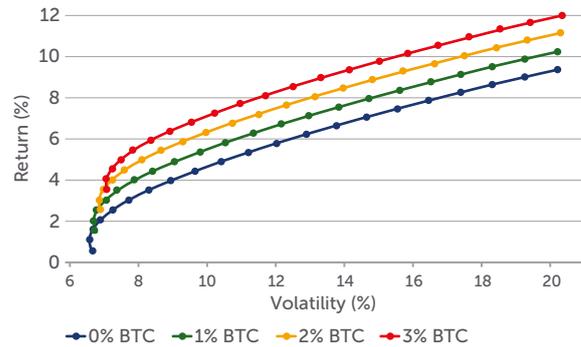
Digital assets: il futuro della diversificazione nei portafogli di investimento?

Lorenzo Barbero, Analyst

La crescente maturazione dei digital asset, sostenuta dall'evoluzione dei mercati e da una maggiore regolamentazione, ha reso le cryptovalute una potenziale fonte di diversificazione e protezione contro l'inflazione e le incertezze economiche globali. Con l'aumento della liquidità, l'introduzione degli ETF su Bitcoin ed Ethereum e l'espansione dell'uso delle stablecoin nei sistemi di pagamento, questa asset class offre ora opportunità concrete per essere integrata nelle asset allocation di lungo termine. Ma può davvero garantire una diversificazione efficace e sostenibile per un lungo periodo?

Bitcoin si è affermato come benchmark predefinito per il beta del mercato delle cryptovalute: non a caso, la maggior parte degli investitori inizia il proprio percorso con una semplice allocazione spot BTC *long only* e poi costruisce il portafoglio partendo da lì. In termini di rendimento storico, BTC ha reso il 124% dal 2013 ed è, di fatto, l'asset class con le migliori performance in otto degli ultimi 11 anni. Di seguito, una tabella rappresentativa del rendimento annuale per ogni asset class dal 2013 al 2023. Le asset class sono ordinate per rendimento decrescente dall'alto verso il basso.

Figura 1 - Rischio rendimento BTC in portafoglio 60/40. Elaborazione Coinbase su dati GlassNode



Per i gestori che cercano di ottimizzare la l'allocazione del capitale per massimizzare i rendimenti risk-adjusted, le cryptovalute dovrebbero essere un'opzione da non sottovalutare, soprattutto in base ai rendimenti storici. Non stupisce quindi che le cryptovalute, in particolare Bitcoin ed Ethereum stiano assumendo un ruolo sempre più importante nei portafogli di investimento, non solo come strumenti di crescita ma anche come efficaci strumenti di diversificazione. In un portafoglio tradizionale come quello 60% ACWI / 40% Barclays Aggregate Index, l'aggiunta di BTC ha dimostrato di migliorare il rendimento complessivo su un intero ciclo di mercato delle cryptovalute (circa 4 anni), con solo minime variazioni della volatilità complessiva del portafoglio.

Tabella 1 - Rendimento annuale per ogni asset class dal 2013 al 2023. Elaborazione Coinbase su dati Glassnode e Bloomberg.

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Cumulative	Annualized
Bitcoin 5,516%	S&P 500 12%	Bitcoin 37%	Bitcoin 119%	Bitcoin 1,300%	Investment Grade Bonds 0%	Bitcoin 92%	Bitcoin 302%	Bitcoin 58%	Commodities 20%	Bitcoin 156%	Bitcoin 315,678%	Bitcoin 124%
S&P 500 26%	Investment Grade Bonds 5%	Investment Grade Bonds 0%	High Yield Bonds 17%	Emerging Marketa Equities 38%	High Yield Bonds -2%	S&P 500 29%	Gold 24%	Commodities 30%	Gold 1%	S&P 500 25%	S&P 500 226%	S&P 500 13%
High Yield Bonds 6%	High Yield Bonds 2%	S&P 500 -1%	Emerging Marketa Equities 15%	S&P 500 18%	Gold -3%	Emerging Marketa Equities 21%	S&P 500 15%	S&P 500 29%	High Yield Bonds -11%	High Yield Bonds 12%	High Yield Bonds 64%	High Yield Bonds 5%
Investment Grade Bonds -1%	Emerging Marketa Equities 1%	High Yield Bonds -4%	Commodities 14%	Gold 12%	S&P 500 -7%	Gold 18%	Emerging Marketa Equities 14%	High Yield Bonds 5%	Investment Grade Bonds -12%	Gold 12%	Emerging Marketa Equities 35%	Emerging Marketa Equities 3%
Emerging Marketa Equities -3%	Gold -3%	Gold -11%	S&P 500 11%	High Yield Bonds 7%	Commodities -9%	High Yield Bonds 14%	Investment Grade Bonds 7%	Emerging Marketa Equities 0%	Emerging Marketa Equities -18%	Emerging Marketa Equities 9%	Gold 18%	Gold 2%
Commodities -9%	Commodities -18%	Emerging Marketa Equities -14%	Gold 7%	Commodities 6%	Emerging Marketa Equities -15%	Commodities 10%	High Yield Bonds 7%	Investment Grade Bonds -1%	S&P 500 -20%	Investment Grade Bonds 5%	Investment Grade Bonds 17%	Investment Grade Bonds 2%
Gold -29%	Bitcoin -58%	Commodities -25%	Investment Grade Bonds 2%	Investment Grade Bonds 3%	Bitcoin -73%	Investment Grade Bonds 8%	Commodities -3%	Gold -6%	Bitcoin -65%	Commodities -2%	Commodities -4%	Commodities 0%

Un altro vantaggio chiave delle criptovalute è il loro trading continuo: vengono scambiate 24 ore al giorno, 7 giorni alla settimana, 365 giorni all'anno.

Questo crea una dinamica di volatilità unica rispetto alle securities tradizionali offrendo agli investitori opportunità di copertura di rischio e di espressione del rischio in modo flessibile, soprattutto in momenti di elevata incertezza economica o di tail risks.

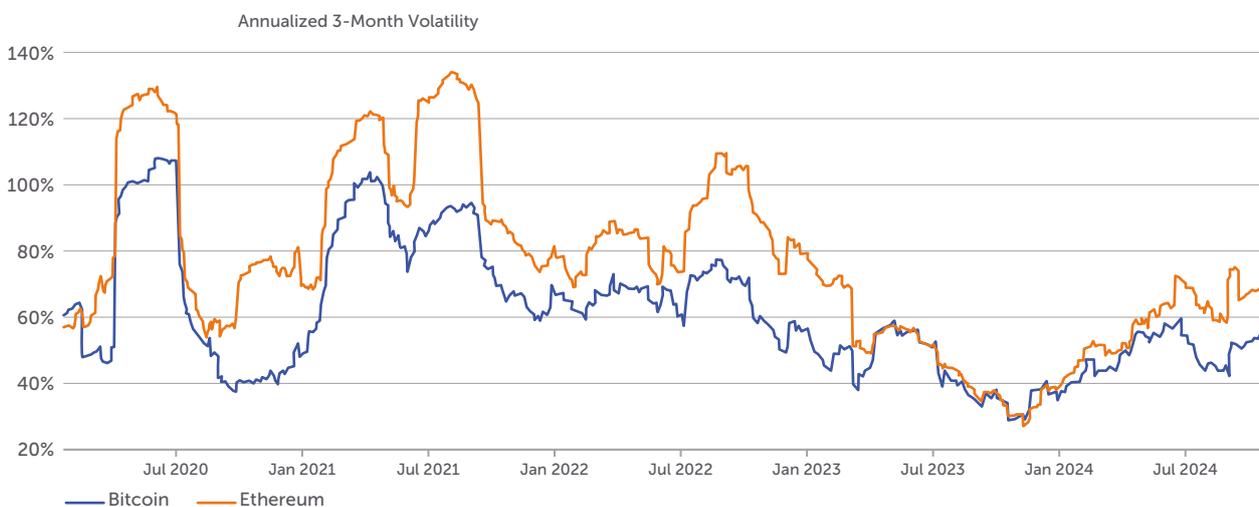
Dal punto di vista della diversificazione, è fondamentale analizzare la correlazione ad un anno tra le criptovalute e un ampio set di asset class tradizionali, tra cui obbligazioni e materie prime, oltre a fattori comuni come inflazione e volatilità. I dati parlano di bassa o correlazione negativa con tutte le asset class. Una visione più ampia permette agli investitori di ottenere una vera diversificazione all'interno del portafoglio, non solo rispetto ad azioni, e in linea con le logiche di allocazione tradizionale.

Tabella 2 - Matrice di correlazione di BTC ed ETH rispetto ad asset class tradizionali. Fonte Coinbase Institutional.

	BTC/USD	ETH/USD	SPX	GOLD	SILVER	CRY	COPPER	MOVE	DXY	VIX	US 2Y	US 10Y	US AGG
BTC/USD	1.00	0.86	0.43	0.20	0.25	0.09	0.06	-0.01	-0.04	-0.45	0.12	0.16	-0.10
ETH/USD	0.86	1.00	0.51	0.30	0.32	0.11	0.07	-0.03	0.06	-0.51	0.16	0.17	-0.10
SPX	0.43	0.51	1.00	0.40	0.57	0.38	0.55	-0.30	0.04	-0.82	0.24	0.11	0.03
GOLD	0.20	0.30	0.40	1.00	0.84	0.34	0.37	-0.15	-0.29	-0.32	-0.24	-0.30	0.34
SILVER	0.25	0.32	0.57	0.84	1.00	0.45	0.58	-0.18	-0.28	-0.46	-0.11	-0.20	0.28
CRY	0.09	0.11	0.38	0.34	0.45	1.00	0.54	-0.28	-0.11	-0.35	0.23	0.16	-0.08
COPPER	0.06	0.07	0.55	0.37	0.58	0.54	1.00	-0.20	-0.31	-0.44	0.05	-0.09	0.22
MOVE	-0.01	-0.03	-0.30	-0.15	-0.18	-0.28	-0.20	1.00	-0.16	0.13	-0.23	-0.27	0.13
DXY	-0.04	0.06	0.04	-0.26	-0.28	-0.11	-0.31	-0.16	1.00	-0.15	0.57	0.62	-0.70
VIX	-0.45	-0.51	-0.82	-0.32	-0.46	-0.35	-0.44	0.46	-0.15	1.00	-0.22	-0.21	0.05
US 2Y	-0.12	0.16	0.24	-0.24	-0.11	0.23	0.05	-0.23	0.57	-0.22	1.00	0.81	-0.75
US 10Y	0.16	0.17	0.11	-0.30	-0.20	0.16	-0.09	-0.27	0.62	-0.21	0.81	1.00	-0.96
US AGG	-0.10	-0.10	0.03	0.34	0.28	-0.08	0.22	0.13	-0.70	0.05	-0.75	-0.96	1.00

Inoltre, soprattutto dal 2020 in poi, il trend negativo della volatilità di Bitcoin ed Ethereum, unito alla loro bassa correlazione con asset class tradizionali, li rende particolarmente utili per gli investitori che cercano diversificazione a lungo termine e opportunità di migliorare le performance complessive del portafoglio. Di seguito, il grafico della volatilità a 3 mesi annualizzata che mostra come effettivamente la tendenza è di una volatilità più bassa, complice anche il fatto di un mercato più maturo dell'asset class.

Figura 2 - Volatilità a 3 mesi annualizzata di Bitcoin ed Ethereum.



Fonte: Glassnode.

Come si può constatare dal grafico successivo, dal 2020, bitcoin ha avuto in media una correlazione di 0.33 con SP500 (blu) e di 0.13 con l'oro (arancione).

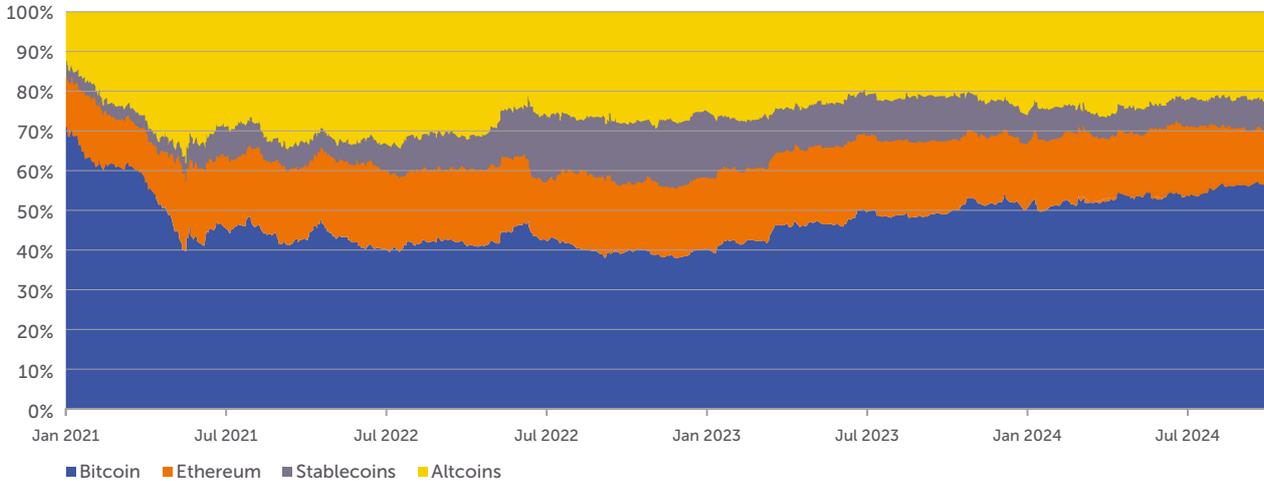
Figura 3 - Correlazione rolling 90 giorni vs. BTC.



Fonte: Glassnode.

Bitcoin è il più importante digital asset per valore, costituendo circa il 55% della capitalizzazione complessiva⁴⁴ di 2.5T di \$ delle cryptovalute. Ethereum è al secondo posto con il 19% della capitalizzazione di mercato totale, seguito da stablecoin con circa il 10% e altre cryptovalute che completano il 15% residuo. BTC ha la liquidità più profonda nei mercati spot e derivati con un volume spot medio daily di 20,1mld di \$ e 61,6 mld di \$ per i future.

Figura 4 - Dominance delle diverse cryptovalute.

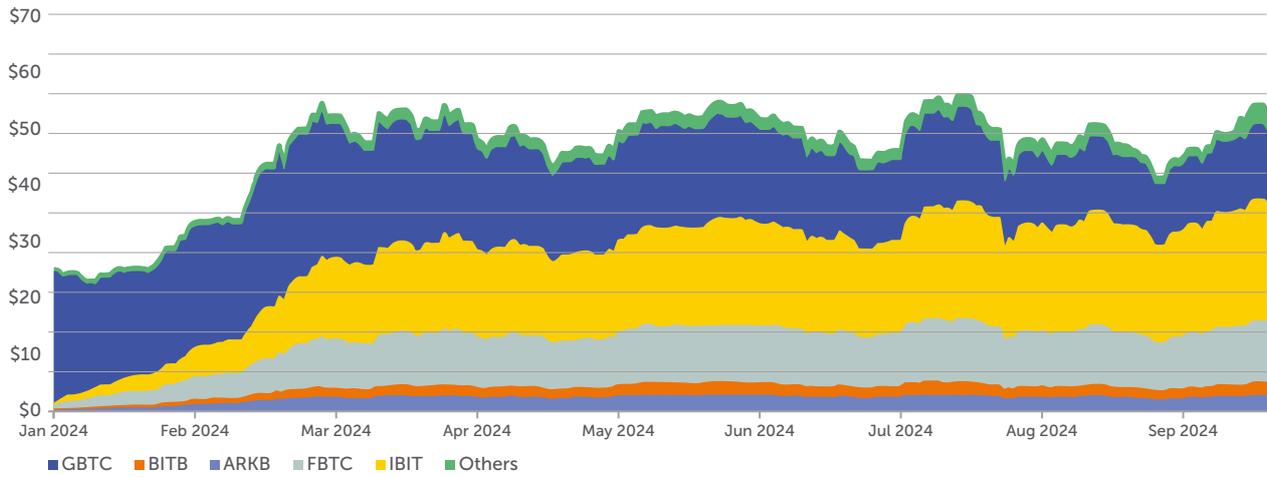


Fonte: Glassnode.

Dal momento che la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) e la Securities and Exchange Commission (SEC) hanno riconosciuto Bitcoin ed Ethereum come commodities, c'è stato un "de-risk" su questo tipo di asset class e sono stati lanciati diversi ETF da inizio anno e che, al 30 settembre 2024, contano un AUM complessivo di 67mld di \$. Di seguito, i grafici con l'andamento dei flussi degli ETF americani dal loro lancio.

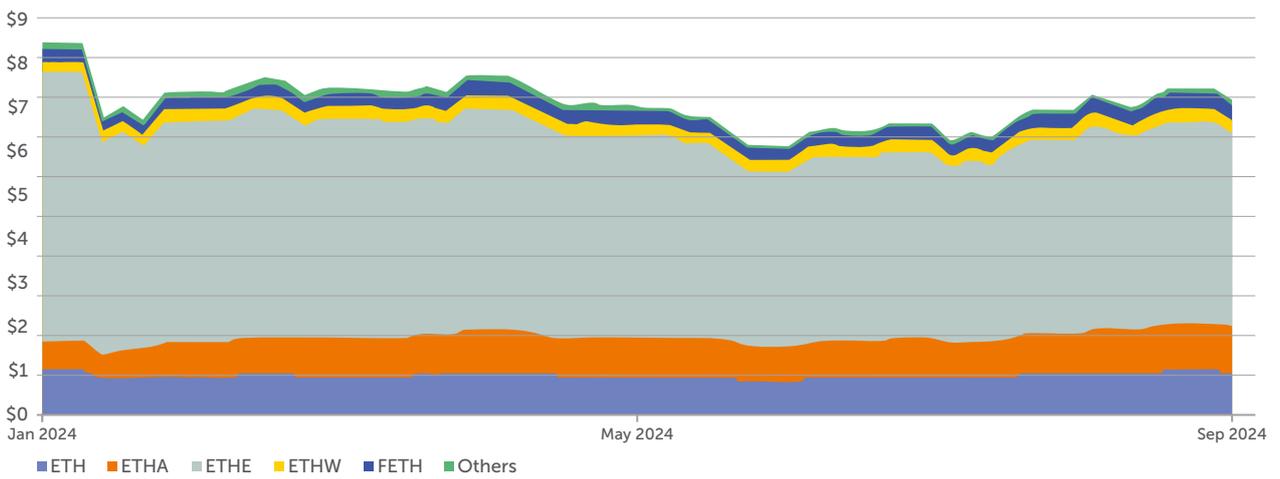
44. La capitalizzazione di mercato di una criptovaluta è il valore totale di tutte le sue monete in circolazione. Si calcola moltiplicando il numero di monete attualmente esistenti e presenti sul portale CoinMarketCap per il prezzo di mercato corrente di una singola moneta.

Figura 5 - Flussi degli ETF su Bitcoin Spot.



Fonte: Glassnode.

Figura 6 - Flussi degli ETF su Ethereum.



Fonte: Glassnode.

Analisi delle performance di Bitcoin

Analizzando le performance in termini di cicli bull-run⁴⁵ delle cryptovalute in generale, l'attuale ciclo del BTC sta ricalcando da vicino i cicli 2015-2018 e 2018-2022, che si sono conclusi con rendimenti totali rispettivamente di quasi il 2.000% e il 600%.

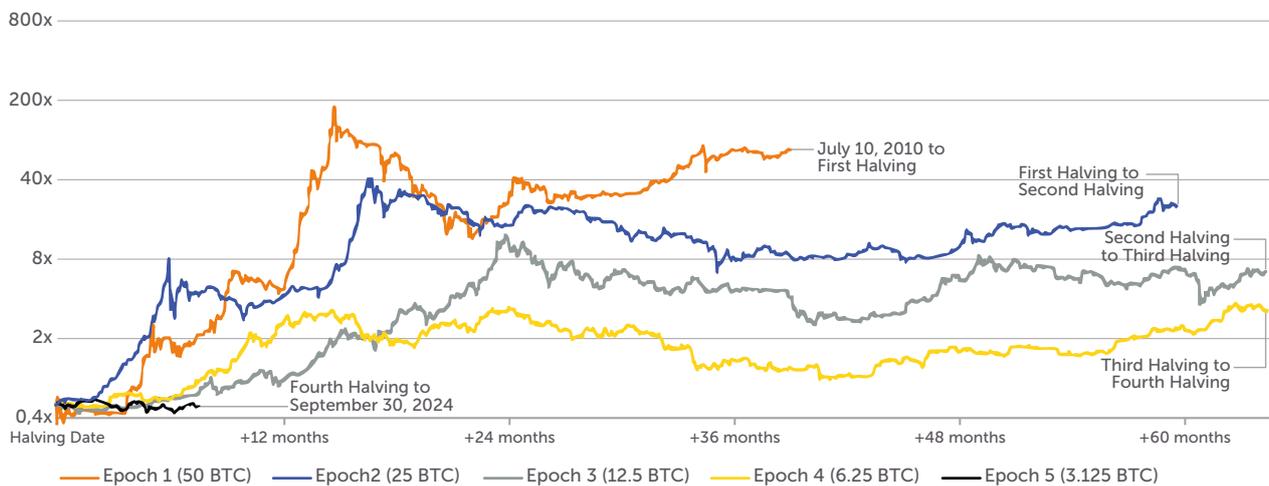
Figura 7 - Performance del prezzo di Bitcoin da inizio ciclo bull-run.



Fonte: Glassnode.

Analizzando, invece, le performance in termini di halving⁴⁶, si nota come la performance di BTC dal 4° halving assomiglia molto a quella successiva al 3° halving, quando i prezzi hanno lateralizzato per diversi mesi prima di registrare un brusco rialzo entro un anno dall'halving.

Figura 8 - Performance del prezzo di Bitcoin da inizio ciclo bull-run.



Fonte: Glassnode.

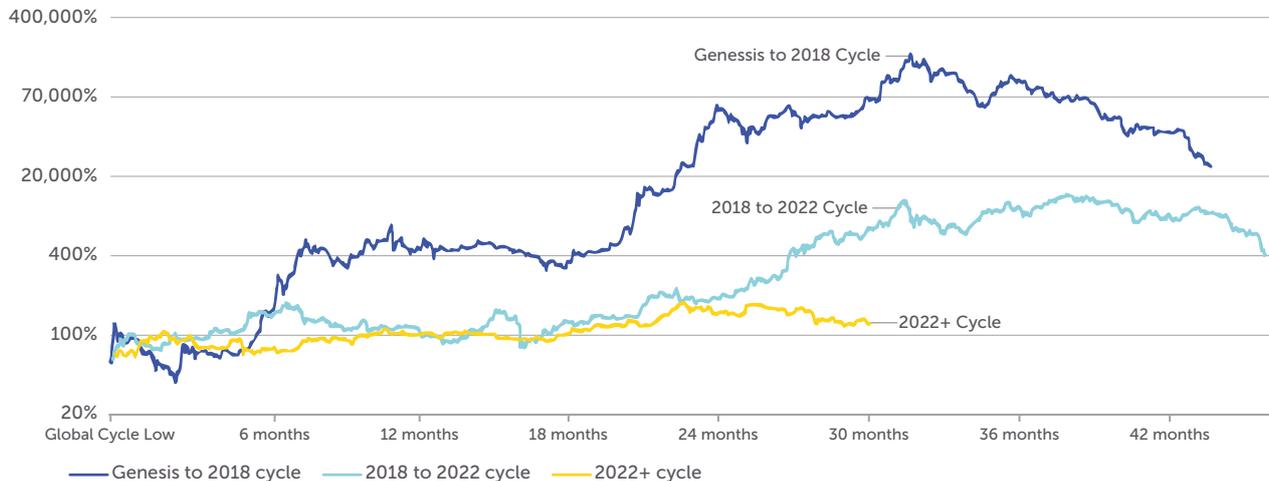
45. Con questo termine si identifica cicli espansivi dei digital asset in generale.

46. L'halving è un evento programmato nella rete Bitcoin che avviene circa ogni quattro anni, riducendo del 50% la ricompensa per il mining di nuovi blocchi. Questo meccanismo serve a limitare l'emissione di nuovi Bitcoin, aumentando la loro scarsità nel tempo.

Analisi delle performance di Ethereum

Analizzando le performance in termini di cicli bull-run delle cryptovalute in generale, dopo aver seguito da vicino il suo ciclo 2018-2022, l'attuale ciclo ETH ha iniziato a divergere poiché il prezzo ha iniziato a scendere da inizio Q2 del 2024.

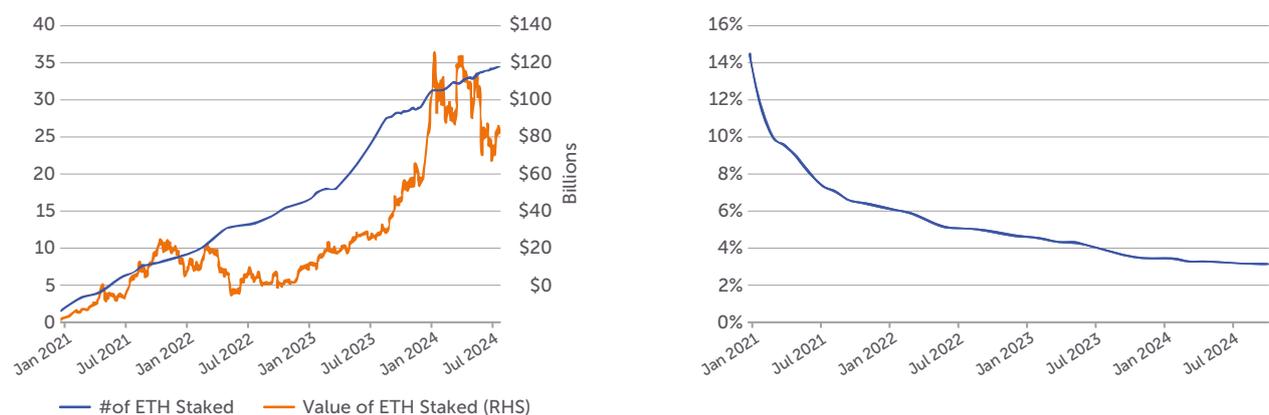
Figura 9 - Performance del prezzo di Ethereum da inizio ciclo bull-run.



Fonte: Glassnode.

Il meccanismo di emissione di nuovi Ethereum differisce da quello classico di Bitcoin limitato a 21mln di monete. Ethereum adotta un sistema di staking⁴⁷ e burning fees⁴⁸ per gestire l'offerta e incentivare la partecipazione alla rete. Con lo **staking**, i possessori di ETH possono "bloccare" i loro token in un contratto sulla blockchain di Ethereum, contribuendo alla sicurezza e alla validazione delle transazioni. Questo processo è parte fondamentale del funzionamento della rete e della sua protezione dagli attacchi, poiché i validatori (coloro che mettono in staking i propri ETH) sono responsabili di confermare e aggiungere nuovi blocchi alla blockchain. In cambio di questa partecipazione attiva, i validatori ricevono ricompense sotto forma di nuovi ETH, generando quindi un rendimento annuale. Il numero di ETH in staking ha raggiunto un nuovo massimo storico nel Q3 2024, in quanto i detentori di ETH volevano generare rendimenti dalle loro posizioni.

Figura 10 - Valore totale di ETH in staking (a destra) e rendimento annuale di ETH in staking (a sinistra).



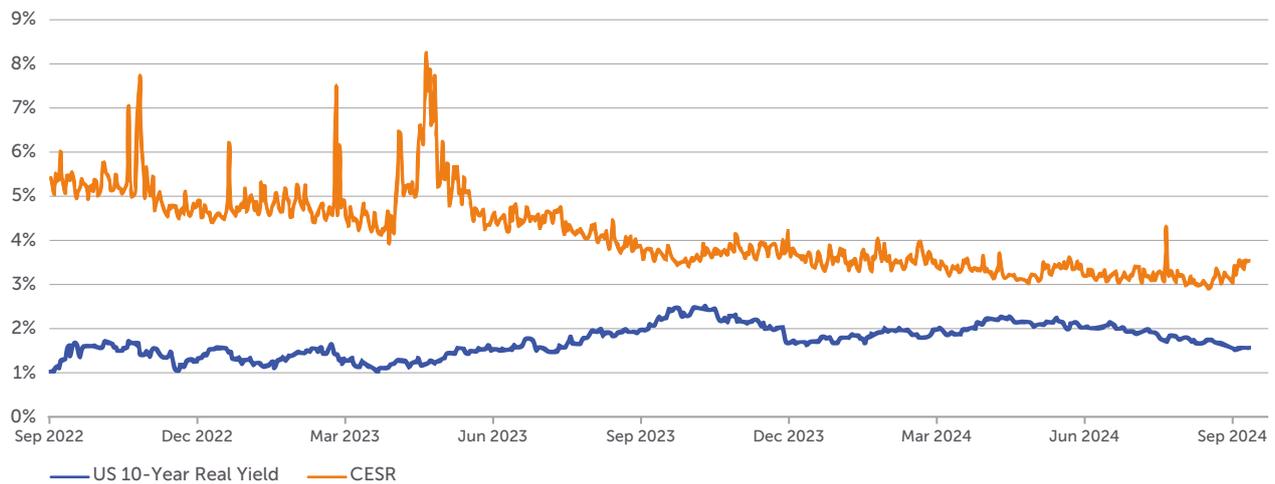
47. I possessori di ETH possono bloccare i loro token per convalidare le transazioni e guadagnare nuovi ETH come ricompensa. L'emissione di nuovi ETH dipende dal numero di validatori attivi nella rete: più validatori ci sono, maggiore è l'emissione totale, ma la ricompensa per singolo validatore si riduce.

48. Parte delle gas fees delle transazioni viene eliminata dall'offerta in circolazione. Questo meccanismo può rendere l'emissione netta di Ethereum deflazionistica, soprattutto in periodi di elevato utilizzo della rete, quando vengono bruciati più ETH di quelli creati.

Nel terzo trimestre del 2024, il numero di ETH in staking ha raggiunto un nuovo massimo storico, poiché i detentori hanno voluto guadagnare rendimenti sulle loro posizioni anziché lasciare gli ETH fermi nei portafogli. Al momento, il rendimento annuo da staking si è stabilizzato tra il 3% e il 3,5%, una percentuale interessante per-

ché è circa due volte superiore al rendimento dei titoli di stato decennali USA 10Y aggiustato per l'inflazione. È da sottolineare che Ethereum rimane un asset più rischioso e volatile rispetto ai titoli di Stato, poiché il suo valore e i rendimenti da staking dipendono sia dalla domanda del mercato sia dal successo della rete Ethereum.

Figura 11 - Rendimento di ETH in staking vs. rendimento dei titoli di Stato decennali aggiustato per l'inflazione.



Fonte: Glassnode.

Ma quindi, i digital asset possono davvero garantire una diversificazione efficace e sostenibile per un lungo periodo?

Il mercato dei digital asset sta chiaramente attraversando una fase di consolidamento, in termini di tecnologia e di performance. Nonostante l'alta volatilità che continua a caratterizzare questa asset class, il suo funzionamento trasparente e le caratteristiche uniche rispetto alle diverse tipologia di securities presenti nel mercato tradizionale ne fanno un elemento imprescindibile per

chi cerca alternative di diversificazione nei propri portafogli. I digital asset rappresentano a tutti gli effetti un tassello importante nell'allocazione alternativa, in grado di offrire nuove opportunità di crescita e protezione in un contesto di mercato in continua evoluzione. La vera sfida sarà quella di trovare il giusto equilibrio nella loro allocazione, integrando questi strumenti innovativi con approcci di investimento tradizionali per ottenere una diversificazione sostenibile, ottimizzata per il lungo termine e a mutevoli condizioni economiche globali.

Un approccio evolutivo alle prospettive del *direct lending*

Michele Romano, Portfolio Manager

Il mercato Europeo del Direct Lending è, da un punto di vista storiografico, un sotto segmento del private debt di tipo fixed income che solo di recente ha raggiunto masse in gestione rilevanti. Parliamo di direct lending per identificare le posizioni inerenti prestiti diretti ad aziende erogati attraverso fondi di investimento. In prevalenza di stratta di posizioni Senior o di tipo unitranche (prive di debito subordinato sottostante) e tendenzialmente "secured", ossia garantite da un pegno sulle azioni del debitore. Nel contesto del direct lending convenzionalmente includiamo anche il debito mezzanino, caratterizzato da un certo grado di subordinazione. All'interno del più ampio aggregato del direct lending includiamo altre forme di debito che possono essere inerenti attivi di diversa natura (infrastrutture, venture capital) oppure avere garanzie di tipo diverso (asset based o specialized lending). Sottolineare la geografia di riferimento è d'obbligo, anche perché il mercato statunitense e quello Europeo hanno differenze derivanti da un lato da una diversa microstruttura del mercato, e dall'altra semplicemente da un diverso stadio di sviluppo.

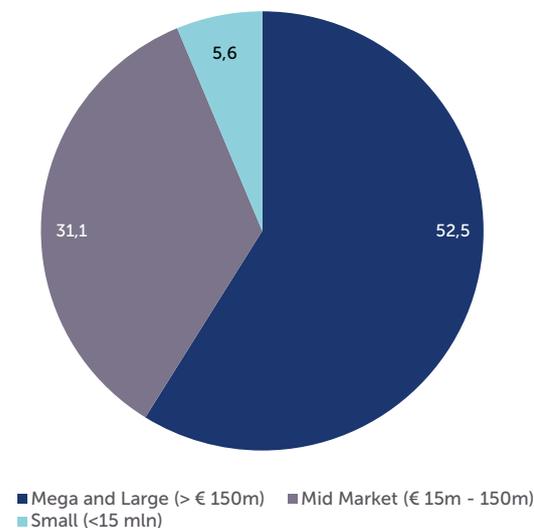
Per quanto concerne la microstruttura può sembrare ridondante rilevare come nell'area economica europea si parlino 24 lingue in 30 Paesi (a cui si aggiungono Svizzera e Regno Unito) con un complesso di 32 sistemi legali distinti. Nonostante la legislazione paneuropea relativa alla circolazione dei capitali consenta oggi un grado di flessibilità particolarmente elevato, permangono le barriere linguistiche, regolamentari (ad esempio relativamente alla c.d. riserva di attività bancaria) e soprattutto un caleidoscopio di normative diverse relative a fallimento e di gestione della crisi di impresa. Differenze sufficienti a costituire una barriera all'ingresso per i players che non possono permettersi di affrontare tale livello di complessità e che, come intuibile, richiedono un premio per il rischio. Inoltre, il tessuto economico europeo è supportato dalle piccole e medie imprese che costituiscono la colonna portante del sistema eco-

nomico complessivo, a causa della numerosità delle aziende e dei settori coperti.

Questi fattori hanno probabilmente contribuito a tutelare la penetrazione bancaria nel mercato del credito europeo, dove le banche di riferimento hanno da sempre fornito servizi "universal" ai clienti, coprendo l'intero spettro dalla gestione del credito personale alla fornitura di prodotti derivati complessi alle aziende. Un altro fattore che differenzia i due mercati è l'apertura del Private Equity al segmento mid market, che in Europa è avvenuta solo a valle della Crisi del 2008. Le transazioni di buyout europee sono infatti passate dai 13.8 miliardi del 2009 ai quasi 90 miliardi del 2021: il contributo del solo mid market nel 2021 è stato pari a 15 miliardi di euro⁴⁹.

L'identificazione del segmento mid-market, sebbene possa differire parzialmente tra un manager ed un altro, identifica convenzionalmente le medie aziende, quelle cioè con un valore di EBITDA dei 12 mesi precedenti compreso tra i 50 ed i 100 milioni di euro. Nelle statistiche di InvestEurope, l'aggregato è più esteso, ricomprendendo gli investimenti (di Private equity) tra i 50 ed i 500 milioni di euro di EBITDA. Queste considerazioni sono riportate nel grafico seguente⁵⁰.

Figura 1 - Investimenti in buyout per settori azionari 2021 - 2023 (EUR mld)



49. Invest Europe – Activity data 2023 Report – Buyout investment by equity bucket (p.39) PowerPoint Presentation.

50. Fonte: invest europe – Private Equity Activity 2023.

In coincidenza con l'espansione del mid-market, gli AUM in *direct lending* in Europa sono cresciuti da 3,5 miliardi nel 2011 ai circa 240 miliardi attuali (Dati Prequin, aggregato Europa, Strategy Direct Lending). Per utilizzare un metro di confronto diretto, gli AUM in Direct Lending nordamericano erano 28,2 miliardi nel 2011 (oltre 8 volte il volume) mentre a marzo 2024 erano quasi 314 miliardi, "solo" il 30% in più rispetto alle masse europee⁵¹. I grafici seguenti riportano gli AUM cumulati anno per anno raccolti nel direct lending, rispettivamente in Europa e Nord America⁵².

Figura 2 - AUM prestiti diretti nell'UE (EUR mld).

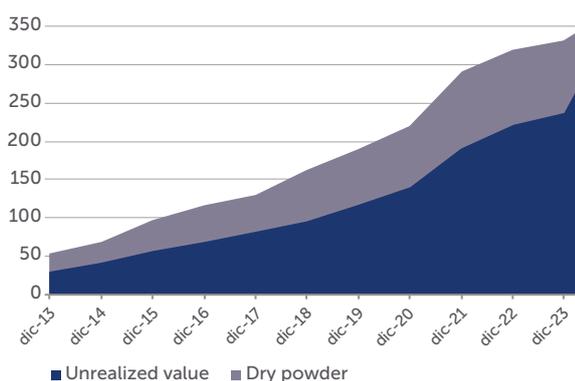
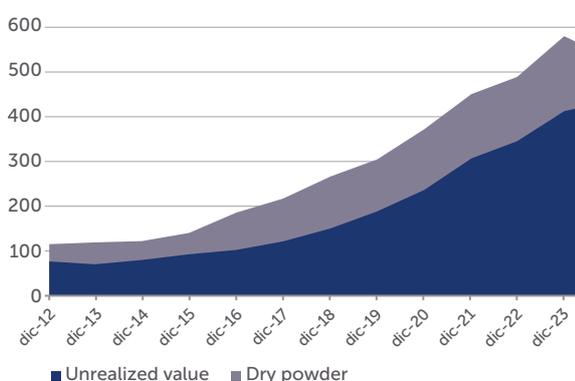


Figura 3 - AUM prestiti diretti negli USA (EUR mld).



Il peso "complessivo" del Direct Lending è aumentato enormemente, soprattutto come strumento per il finanziamento delle operazioni di buyouts: nei primi 6 mesi del 2024 ha finanziato l'86% delle transazioni complessive. Nel 2021 (anno di picco) aveva finanziato il 65%⁵³. A livello aggregato, il Private Debt è destinato a superare i 3,5 trilioni di dollari di AUM entro la fine del 2028⁵⁴.

Le differenze sulle due sponde dell'Oceano non si limitano ai volumi complessivi o al "premio per la complessità" intrinseco all'Unione Europea. Il mercato americano è oggi caratterizzato da una maggiore standardizzazione: le attività di investimento vengono svolte attraverso veri e propri processi di asta e, con l'esclusione dei prestiti alle aziende di più piccola dimensione (0 – 35 milioni di EBITDA), il mercato è prevalentemente composto da prestiti sindacati tra più operatori di mercato in una maniera molto simile a quanto avviene nel mercato dei Leverage Loans (o Broadly Syndicated Loans - prestiti sindacati sul mercato liquido).

Questo è solo la prima di una serie di caratteristiche che come evidenziato da più player sul mercato sta conducendo ad un certo grado di convergenza (e di interrelazione) tra i due prodotti. Per entrambi le esposizioni più a rischio sono concentrate in alcuni settori specifici quali Servizi, Technology ed Healthcare⁵⁵: i settori sui quali è peraltro concentrata la maggior parte delle esposizioni del Private debt. Si tratta d'altro canto dei settori caratterizzati da flussi di cassa stabili o da un processo di transizione a modelli di business caratterizzati da revenue continue e stabili (quali ad esempio SaaS – Software as a service) e dunque più idonei alla modellizzazione dei flussi di cassa a servizio del debito. Si tratta inoltre di settori in crescita, grazie allo sviluppo di nuove tecnologie o di modelli di business innovativi, grazie a tendenze di lungo periodo o presenza in mercati estremamente frammentati che ben si prestano a strategie di consolidamento (c.d. buy & build strategy) orientate alla creazione di economie di scala o di diversificazione. In sostanza, nel mid market il private debt opera in congiunzione con i fondi di buyout come un acceleratore di crescita, con l'obiettivo di intervenire sui settori nei quali è percepito maggior potenziale traghettandoli, eventualmente, verso i public markets.

Prima della crisi del 2008 le banche avevano un ruolo molto più importante nel finanziamento della media industria. All'opposto, le BDC⁵⁶ quotate erano attive in segmenti quali consumer discretionary, financials, e business services che nel 2005 costituivano circa il 61% dell'esposizione complessiva di portafoglio mentre l'esposizione a settori capex intensive ed esposte alle fluttuazioni di valore delle commodities (quali ad esempio le utilities) avevano un'allocazione materiale. Riportando lo stesso metro di analisi ad oggi, le allocazioni sono radicalmente cambiate: l'esposizione alle aziende del settore tecnologico è passata dall'11% a

51. Dati Prequin, aggregato Europa, Strategy Direct Lending al 30/06/2024.

52. Fonte: dati Prequin al 30/03/2024, rilevati ad ottobre 2024.

53. Blackstone - Pitchbook LCD, as of June 30, 2024, and December 31, 2021.

54. Blackrock - Private Debt – The multi-faceted growth drivers – September 2024.

55. JPMorgan Credit Watch: Private Credit Uncovered – Just the two of US, We can make it Underwrite – 08 October 2024. Analisi del rischio di default nei portafogli delle Business Development Companies (BDC) US, quota di NAV relativa a loan valorizzati sotto gli 80 cent per ogni USD.

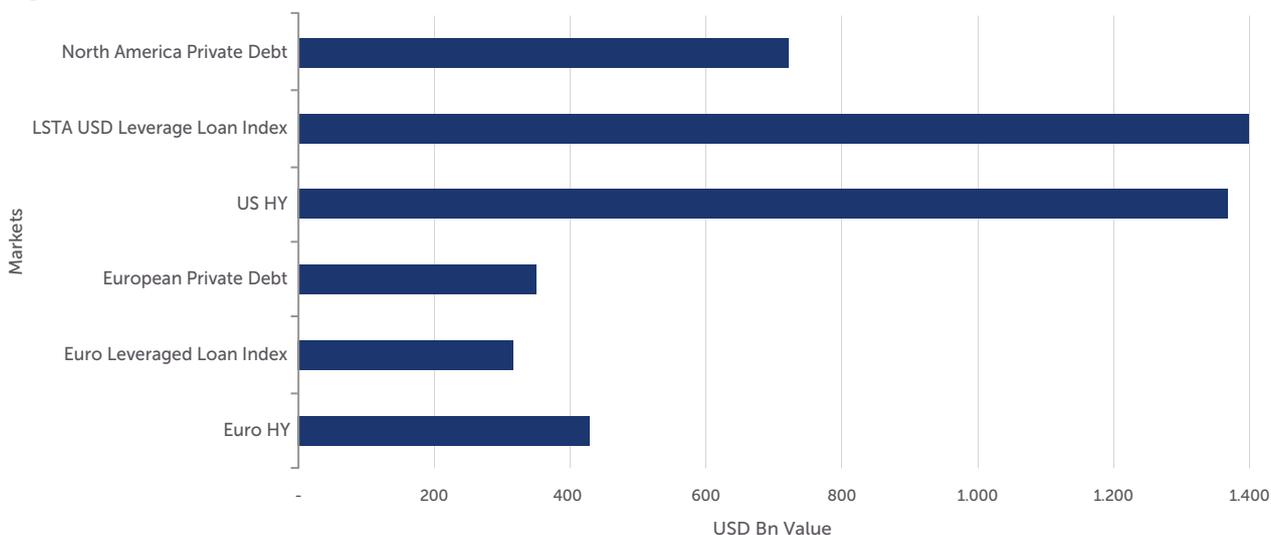
56. BDC: Business Development Company. Sono veicoli quotati privi di scadenza (anche detti permanent capital) il cui obiettivo è erogare prestiti ad aziende. Occupano uno spazio di mercato coincidente a quello del direct lending ed operano esclusivamente sui mercati statunitensi.

quasi il 40% mentre l'esposizione ai settori ciclici, nel suo complesso, è stata ridotta al 53% con un taglio sensibile alle esposizioni nei segmenti di Communication Services, Consumer staples ed Utilities. In generale il private credit quindi si concentra prevalentemente su alcuni settori, meno ciclici, e su aziende con cash flow più prevedibili sui settori tradizionali⁵⁷.

Come metro di paragone, il settore High Yield Americano⁵⁸ ha un'esposizione aggregata ai ciclici pari al 67%. L'elevata densità di questo tipo di industrie nell'indice è anche supportata dal fatto che alcune delle aziende sono cresciute all'inizio degli anni 2000

proprio grazie al supporto del private credit. Sono diventate sufficientemente grandi e con un track record gestionale sufficientemente lungo da risultare idonee per il rifinanziamento sui mercati liquidi e beneficiare di spread più contenuti, in size più elevate e con un'ampia diversificazione della platea dei creditori. A sua volta il mercato delle obbligazioni HY americane è cresciuto quasi tre volte dopo la crisi del 2008 raggiungendo i circa 1.4 trilioni attuali, con una size media delle nuove emissioni pari a circa 700 milioni⁵⁹, contro i 450 di size media del mercato dei leverage loan⁶⁰. Il grafico riporta un confronto tra le masse di High Yield, Loan e Direct Lending europeo e nordamericano⁶¹.

Figura 4 - Dimensione dei mercati del credito a confronto.



In aggiunta allo spostamento verso i nuovi settori in crescita, il Private Credit sta anche espandendo il suo campo di attività verso aziende di sempre maggiori dimensioni con club deal da diversi miliardi di dollari da entrambi i lati dell'Atlantico. A tutti gli effetti il Private Credit è diventato un'alternativa alle operazioni strutturate direttamente dalle banche e sindacate sul mercato dei leveraged loans o su quello obbligazionario. Nel primo trimestre del 2024 il numero di transazioni di private debt superiori al miliardo di euro ha raggiunto una quota pari al 30% del totale⁶².

Le aziende si trovano spesso a scegliere tra il credito privato e le alternative liquide, scegliendo il primo grazie alla maggiore certezza e rapidità di esecuzione, nonché alla presenza di un gruppo più ristretto di finanziatori che consentono un rapporto diretto nelle

iterazioni successive (quali ad esempio revisioni contrattuali, rifinanziamento di esposizioni in essere, gestione di infrazioni alle clausole contrattuali di monitoraggio dei prestiti, azioni di modifica delle clausole contrattuali a seguito della loro violazione o susseguente integrazione di capitale per curare la violazione). Inoltre, il credito privato tende a consentire strutture finanziarie più flessibili, come gli strumenti PIK (Payment-in-Kind). Un elemento cruciale che influenza questa scelta è il costo relativo del finanziamento, un fattore che ha mostrato notevoli fluttuazioni nel corso del tempo. Ad oggi una stima del differenziale tra il tasso mediano del Private Debt e quello dell'indice JPM Leveraged Loan Index è pari a circa 2.6% (10.3% YTM Private Debt vs 7.7% YTM leverage loan index)⁶³. Il differenziale è stato piuttosto volatile nel corso del tempo, arrivando addirittura ad essere di segno inver-

57. Blackstone Credit: BXC Insights: Private Credit in Shape to Pass the Downturn Test – August 2023 - Lincoln Data, al 1Q23.

58. Proxy ICE BofA US High Yield Constrained Index: allocazione cumulate dei settori Consumer Cyclical, Communications, Energy, Capital Goods, Basic Industry, Electric, Reits.

59. BlackRock, Dealogic (ION Analytics). Media su 4 anni fino al 19 agosto 24. Esclude private placements non riportate da Dealogic.

60. BlackRock, Pitchbook LCD. As of August 20, 2024. Excludes loans that are not index-eligible.

61. Fonte: Bloomberg US and EU HY Index ad agosto 2024 (excludes non index eligible bond), Morningstar/LSTA USD.

62. Blackrock - Private Debt – The multi-faceted growth drivers – Pitchbook LCD al 30 Giugno 24 su transazioni coperte da LCD News; quota calcolata sulla base dei deal per quali è stata rivelata la dimensione.

63. JPMorgan Credit Watch: Private Credit Uncovered – Just the two of us, We can make it Underwrite – 08 October 2024 – Dati KBRA DLD.

so nel 2022, generando una dislocazione del mercato che ha consentito ai principali player nel segmento del direct lending di "occupare" gli spazi lasciati liberi dalle banche sul mercato del large loan consentendogli di erogare prestiti a tassi elevati su aziende con un rischio ed una leva tendenzialmente più bassi.

Questa commistione ha creato una serie di flussi bilaterali di scambio con imprese emittenti leveraged loans che decidono di rifinanziarsi sul mercato del private credit e viceversa (24.5 miliardi di dollari di leverage loans rifinanziati in direct lending rispetto a 23.2 miliardi di dollari di Direct Lending rifinanziati attraverso leverage loans nei primi 8 mesi del 2024). Da notare che quasi la metà dei leverage loan americani sono stati rifinanziati nella prima metà dell'anno⁶⁴ traendo beneficio dalla compressione degli spread di credito. Tutte queste dinamiche sono state mutate anche sul perimetro europeo, seppur con alcune differenze.

Dal 2020 ad oggi (con l'eccezione del Q4 '22) il numero di transazione di buyout finanziate attraverso il private debt è stato nettamente superiore a quello delle operazioni finanziate attraverso i prestiti sindacati⁶⁵. Sul piano dimensionale, mentre la dimensione media delle emissioni HY rimane decisamente inferiore a quella riscontrata in US (446 milioni di euro rispetto a 700 milioni di dollari)⁶⁶, il rapporto è invertito per quanto concerne i leverage loans, il cui taglio medio è cresciuto nel 2024 arrivando a sfiorare i 700 milioni di euro⁶⁷.

Guardando congiuntamente questi dati e quelli relativi ai flussi di rifinanziamento tra i due mercati, possiamo ipotizzare un ulteriore livello di segmentazione, nel quale le transazioni di buyout più grandi sono più di frequente finanziate attraverso i prestiti sindacati mentre quelle di dimensioni inferiori o con maggiori complessità sono finanziate attraverso il private debt.

In generale possiamo dire che sul mercato americano abbiamo visto talune tendenze che, *ceteris paribus*, si sono successivamente traslate sul mercato europeo: la crescita dimensionale delle operazioni, la conseguente crescita dei club deals a scapito delle operazioni con un solo operatore (per garantire un'opportunità diversificazione del rischio sia per il prestatore che per il prenditore), la concentrazione in specifici settori di mercato ed il crescente interscambio di flussi tra asset liquidi ed illiquidi.

Non è difficile dunque ipotizzare che i passi successivi degli operatori andranno nella direzione di una maggiore standardizzazione di mercato, che ha contribuito all'aumento dei volumi ed alla compressione degli spread nel mercato americano, rendendo il Direct Lending una delle asset class di maggior favore per alcuni player istituzionali. Dal punto di vista della segmentazione settoriale è invece più complesso individuare una tendenza definita. Sicuramente anche nel Direct Lending è visibile quella ciclicità di medio-lungo sulla base della quale il debito viene utilizzato per finanziare la crescita di specifici sottosettori economici prima di ruotare su nuove e più promettenti scommesse lasciando ad altri prodotti il compito di sostenere gli sforzi di crescita di lungo periodo. D'altro canto, la convergenza tra Leveraged Loans e Direct lending da un lato e la crescente ipertrofia delle transazioni sul mercato High yield potrebbero incentivare una certa tendenza delle aziende a rimanere nel settore privato più a lungo del passato. Tendenza che in altri settori è già in parte evidente: il tempo mediano di permanenza delle aziende nei portafogli di private equity americani ha raggiunto i 5.4 anni⁶⁸.

M&A Pick-up

Infine, guardando alle più ampie prospettive, la riduzione dei tassi sul mercato monetario potrebbe essere il trigger tanto atteso per il rilancio delle transazioni di M&A, i cui volumi sono ancora ben al di sotto dei 4.7 trilioni di dollari raggiunti nel '21 attestandosi a 1.46 alla metà del '24⁶⁹. La variazione nei tassi di riferimento, sebbene riflessa immediatamente sui tassi monetari, potrebbe richiedere del tempo per riflettersi sui termini delle nuove transazioni, ma la traiettoria è certamente positiva: una recente analisi ha evidenziato come negli ultimi 38 anni, il flusso di operazioni di M&A in periodi di tassi bassi sia stato il doppio rispetto a quello con tassi più elevati⁷⁰.

Da un lato il flusso di nuove transazioni consentirà ai player di mettere a frutto il consistente dry powder disponibile dall'altro la riduzione dei tassi migliorerà i flussi finanziari delle aziende, incrementando il valore degli asset e favorendo così i processi di realizzazione degli attivi dei private equity (Exits). Il grafico 5 confronta la Dry Powder del private debt con quella del private equity⁷¹.

64. Pitchbook - Q2 US Leveraged Loan Market Wrap: Demand surges, leading to record activity – 27 Giugno 2024.

65. BlackRock - Private Debt – The multi-faceted growth drivers – Semptember 2024 – Dati Pitchbook LCD al 30 Giugno 24 su transazioni coperte da LCD News.

66. BlackRock, Dealogic (ION Analytics) dati al 1 settembre 2024, esclusi private placement non riportati da dealogic.

67. BlackRock, Pitchbook LCD. dati al 1 settembre 2024, esclusi loans non eligible per gli indici.

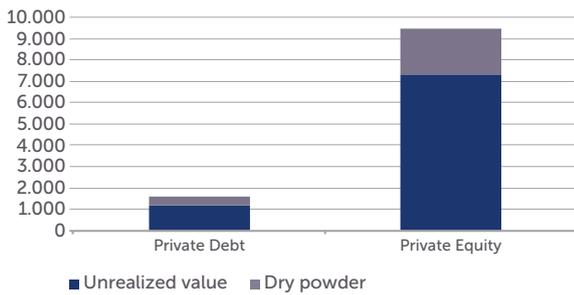
68. Pitchbook, BlackRock. As of June 30, 2024.

69. Pitchbook, BlackRock. As of June 30, 2024.

70. JPM JP Morgan Credit Watch, Private Credit Uncovered, October 8, 2024. Dati Federal Reserve, Capital IQ e Thomson Reuters al 31 Dicembre 2023. Volume M&A annuale 1985-2023. Clustering dei periodi di tassi "alti" e "bassi" determinato sulla base del tasso annuale del Treasury 10 anni rispetto alla media del tasso a 10 anni sull'intero period di analisi.

71. Fonte: Prequin a Marzo 2024. Dati in USD Bn con esclusione di fund of funds e secondaries.

Figura 5 - Unrealized Value & Dry Powder.

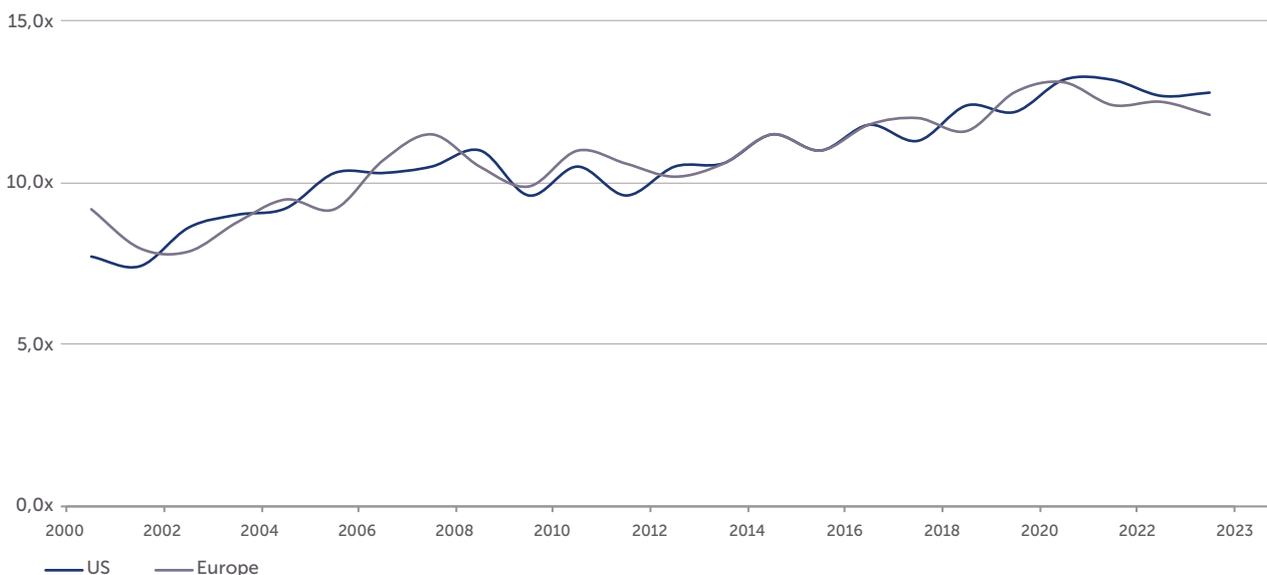


Questa dinamica a sua volta genererà flussi finanziari per i Limited Partners dando nuovo vigore a quel ciclo di reinvestimento che era entrato in affanno con il rialzo dei tassi.

Dunque, l'effetto sarà duplice: da un lato sulle valutazioni degli asset e dall'altro diretto sulla componente di remunerazione del debito, visto che la maggior parte dei finanziamenti sono a tasso variabile.

Nonostante il volume di M&A sia ancora lontano dai massimi, quello delle operazioni di direct lending nei mesi di luglio ed agosto 2024 ha toccato un record pluriennale, eclissando i precedenti massimi di dicembre 2023⁷². Questo è anche frutto di una serie di dinamiche nel mercato. A fronte dei 193 miliardi di dollari di volume globale nel 2024, 61 erano diretti al finanziamento di LBO. Nello stesso periodo le operazioni di questo tipo finanziate attraverso Leveraged loans e Obbligazioni HY sono state rispettivamente 34 e 5 miliardi di dollari⁷³ rimarcando una certa preferenza degli sponsor per forme di credito più flessibili nell'erogazione e supportando la tesi per una forte ulteriore espansione dell'asset class.

Figura 1 - EV/EBITDA medio di acquisto in transizioni LBO.



Fonte: Bain&Co, elaborazioni Quaestio. Dati al 31.12.2023.

72. J.P. Morgan; KBRA DLD. Volumi di Agosto sono stime JPM sulla base dei dati disponibili.

73. JPMorgan Credit Watch: Private Credit Uncovered – Just the two of US, We can make it Underwrite – 08 October 2024 – Dati KBRA DLD.

Liquido vs Illiquido, le due facce dell'equity

Nicola Guidi, Analyst

Il "confronto" tra valutazioni è da sempre un argomento complesso. Siamo abituati ad attribuire ad un prezzo dell'azione di una azienda una metrica comparativa in termini di multipli anche per esprimere un rendimento e allo stesso – per renderlo comparabile - ci riferiamo spesso ad un parametro standard come l'EBITDA (che comunque dall'introduzione dell'IFRS 16 ha anch'esso delle peculiarità di non poco conto che lo rendono sempre meno significativo).

Nel 2024, così come nell'ultimo ventennio il mercato del private equity in Europa continua a evidenziare valutazioni divergenti rispetto ai mercati liquidi, ma con delle variazioni rispetto al passato che creano agli investitori un panorama di comparativo complesso per le proprie scelte di allocazione e di definizione dei ritorni attesi delle asset class. Con l'evoluzione della situazione economica globale, inclusi tassi d'interesse e inflazione, le dinamiche di valutazione si sono forzatamente affinate, portando dopo anni nuovamente in primo piano la significatività del confronto tra le aziende non quotate e quelle quotate.

Sebbene le valutazioni nel private equity stiano ritracciando continuano a rimanere superiori a quelle dei mercati liquidi. Un gap di valutazione che si è ridotto rispetto agli anni passati e che sottolinea una maggiore interrelazione tra i due mercati e al tempo stesso la significativa modifica di alcuni paradigmi caratteristici dell'uno e dell'altro "mondo".

Le divergenze/convergenze nelle valutazioni sono influenzate da vari fattori:

1. Costo del Capitale Aumentato: L'aumento dei tassi di interesse ha impattato i costi di finanziamento, rendendo più costosi i debiti utilizzati per le operazioni di M&A. Questo ha portato i fondi di private equity a rivedere le loro strategie di valutazione, adottando approcci più conservativi tra cui un maggior ricorso alla componente equity per il finanziamento delle operazioni di LBO e di successiva crescita. Quindi potenzialmente ritorni inferiori o pari al passato, ma solo per quei gestori veramente hands on e non guidati da operazioni di strutturazione meramente finanziaria delle operazioni;

2. Crescita del Settore e Aspettative: Settori come la tecnologia e la sostenibilità continuano a ricevere attenzione esprimendo aziende che – generalmente – possono mantenere multipli superiori grazie a solide prospettive di crescita. Nel 2024, il settore tech ha visto multipli di EBITDA oscillare tra 13x e 16x, rispetto alla valutazione dei settori più tradizionali, come la “produzione industriale”, che si attestano intorno a 8-9x. Allo stesso modo però i settori a bassa intensità di capitale (appunto services e tech) soffrono i rischi insiti alle attese di rallentamento economico, offrendo però misurabilità certa delle proprie performance;

3. Mercati Liquidi in ripresa: Il mercato azionario europeo ha registrato una crescita sostenuta, con l'indice STOXX Europe 600 che ha visto un incremento *mid-double digit* rispetto all'anno precedente (+20%yoy), mentre l'S&P 500 ha registrato guadagni per quasi il +40%⁷⁴, riducendo il gap con le valutazioni nel mercato privato.

Inoltre, negli ultimi 15 anni, i mercati illiquidi hanno beneficiato di condizioni eccezionalmente favorevoli in termini di liquidità disponibile, sia per il fundraising che per l'accesso al debito. Tuttavia, queste condizio-

ni stanno progressivamente mutando a causa dell'aumento dei tassi di interesse, con conseguenti riduzioni della liquidità (*liquidity drain*) e maggiori difficoltà nelle strategie di exit. Questo cambiamento di scenario sta portando i mercati illiquidi a prospettare rendimenti inferiori rispetto al passato, in particolare per i “vintages” degli anni 2018-2021. Di conseguenza, gli investitori stanno adottando un approccio più prudente: i Limited Partners mostrano maggiore cautela nei loro impegni di capitale, mentre i General Partners sono più selettivi nelle operazioni di leveraged buyout. Questo trend sta progressivamente riducendo il divario valutativo tra i mercati liquidi e illiquidi.

Il gap di valutazione in riduzione offre sia opportunità che rischi per gli investitori nel private equity. Da un lato le valutazioni più basse nel mercato liquido possono sembrare attraenti e spostare maggiori capitali laddove le scelte di investimento possono essere modificate di continuo in cui la capacità di “gestire la volatilità del mercato” diventa sempre più un elemento di disciplina dell'investitore attivo liquido. Per contro, gli investitori devono valutare il potenziale di crescita e la qualità delle aziende target nel private equity soprattutto considerando la libertà/velocità di azione tipica dei migliori gestori private. Le aziende non quotate spesso presentano un maggiore controllo e la possibilità di implementare cambiamenti strategici, ma richiedono un approccio paziente e a lungo termine.

Infine, l'aumento dell'uso dell'equity (a scapito della leva) nelle operazioni di buyout sta comprimendo i rendimenti, ma sta anche portando a una selezione più severa, dove solo le aziende migliori si distingueranno. Questo accrescerà la dispersione dei ritorni rispetto al passato. Al contempo, i mercati europei devono riscoprire l'analisi delle aziende di medie dimensioni, trascurate negli ultimi anni a favore dei flussi concentrati su mega aziende e trend globali, come dimostrano le “Big 7” del Nasdaq.

74. Dati al 23.10.2024.

L'elettrica Norvegia, ma è davvero così?

Tommaso Manara, Manager

Prima di iniziare a valutare i numeri di settore norvegese e non solo, facciamo una breve premessa su alcune sigle identificative delle diverse motorizzazioni oggetto dell'analisi. Oltre che di veicoli a benzina o diesel (noti a tutti), sentiremo anche parlare di: Mild Hybrid Electric Vehicle (**MHEV**) e Plug In Hybrid Electric Vehicle (**PHEV**). Battery Electric Vehicle (**BEV**).

Un brevissimo cappello introduttivo per i dati di vendita delle auto in EU nel 2024 è necessario per avere un quadro più chiaro.

Il mercato EU 2024 delle **auto elettriche** mantiene la tendenza che avevamo intuito a fine anno; il periodo "no" della BEV, colpita tra le tante anche da:

1. rischi di chiusura delle fabbriche Volkswagen (dello stesso gruppo, oltre a VW fanno parte anche Audi, SEAT, ŠKODA, Bentley, Bugatti, Lamborghini, Porsche, Ducati, Volkswagen Veicoli Commerciali, Scania e MAN),
2. disinvestimenti di Stellantis nelle gigafactory per batterie come, per esempio, quella italiana di Termoli,
3. retromarce dei costruttori nei piani di elettrificazione,
4. tagli sostanziali agli incentivi da parte degli Stati.

si va ad immettere in un mercato in decisa inversione che precipita anche fino al 16,5% sul totale di tutte le alimentazioni. Ma velocemente non possiamo non notare che nel primo semestre 2024 **le immatricolazioni di vetture ibride** cresciute del 22,3%, e arrivate a 1,66 milioni di unità contribuiscono in modo SOSTANZIALE alla sopravvivenza dell'intero settore.

Schematicamente la tabella qui sotto rende facilmente intuibile il dato di immatricolazioni EU per il periodo gen-ago 2024 per le **sole BEV** nei principali mkt EU:

Tabella 1 - Le vendite di auto elettriche in Europa (gen-ago 2024).

Regione	Vendite	Quota mercato
Europa	1.213.626	14%
	(-5,5%)	(-1,1%)
Italia	35.785	3,3%
	(-12,3%)	(-0,6%)
Francia	188.575	16,7%
	(+8,1%)	(+1,3%)
Germania	241.911	12,7%
	(-32%)	(-5,9%)
Spagna	31.665	4,7%
	(+2,5%)	(-0,1%)
Regno Unito	213.544	17,2%
	(+10,5%)	(+0,8%)

In una EU in cui le auto elettriche non suscitano interesse (a dir poco) e non generano i volumi sperati⁷⁵, i ritmi norvegesi sulle auto elettriche sono invece impressionanti: crescita costante, anche sostenuta potremmo dire, fino a superare di gran lunga e lo vedremo tra poco in modo chiaro, il numero dei veicoli a combustione interna. Dato in antitesi con la tendenza europea dove la quota di mercato di benzina e diesel raggiunge il 47.1% nel primo semestre 2024, seppur con il diesel (il grande malato ormai terminale) che decresce del 7.4% rispetto al primo semestre 2023 (730.642 immatricolazioni totali in EU nei primi sei mesi di quest'anno).

Dalla Norvegia invece sembra che ci dicano: **"Trend is not my Friend"**. Ad agosto 2023 infatti, la Norvegia ha stabilito un nuovo record mondiale: il 94,3% delle auto immatricolate erano elettriche. Un risultato incredibile se si considera che siamo in presenza di un mercato locale sostanzialmente stabile rispetto all'anno prece-

75. Il trend indica che la domanda per i BEV sta rapidamente calando ed infatti, la quota di mercato dei BEV è scesa dal 21,8% di agosto 2023 al 16,6% nel 2024.

dente, e che contrasta nettamente con la media europea, dove la quota di auto elettriche si attesta appena sopra il 12%. Senza considerare il grande problema delle temperature estreme di un clima polare in cui le batterie si troverebbero a funzionare nei freddissimi inverni nordici. Ricordiamoci l'adagio che recita: **estremo è nemico di elettrico!**

E ancora qualche indizio più puntuale in termini di vendite: nei primi 8 mesi del 2024 (gennaio-agosto), la quota di auto elettriche (BEV) in Norvegia si attesta sull'**87%**. Oltre il 65% dei modelli elettrici venduti costa meno di **600.000 corone** (circa 51mila euro).

E anche se spacchettato, il dato recita un'incontrovertibile tendenza. Considerando solo agosto 2024, su un totale di **11.114 nuove auto** vendute in Norvegia, **10.480 erano BEV**. E se aggiungiamo anche le **161 vetture plug-in (PHEV)**, la quota delle auto ricaricabili si inerpica fino ad uno stupefacente **95,7%** del totale. E per essere ancora più convincenti su che direzione abbia preso la Norvegia in tema di mobilità, a luglio 2024 in Norvegia, sono state vendute solo **45 auto termiche (!!!)**.

Ma a questo punto, davanti ad un dettaglio così deciso e direzionale bisogna anche cercare di capire come mai in Norvegia si vendono tante auto elettriche; o meglio, si vendono solo auto elettriche.

Partiamo dalle considerazioni che non temono smentite. Possiamo infatti serenamente affermare che la Norvegia in tema di vendite delle auto elettriche, fa una gara a parte, distanziando mercati come Svezia, Danimarca, Finlandia e Islanda, e subissando Francia, Germania e ovviamente Italia. Il virtuoso percorso norvegese (dall'apparente successo) è dovuto a una contemporanea presenza di fattori favorevoli, soprattutto **economici**, confermando così che la diffusione delle auto elettriche non può prescindere da un **massiccio intervento statale**. Ricordiamoci a tal proposito cosa è successo in Germania sul mercato delle BEV quando, a dicembre 2023, il governo DE ha chiuso i rubinetti degli incentivi!!⁷⁶

In cosa consiste il programma norvegese di agevolazioni delle auto elettriche?

Un piccolo accenno storico, prima. Fin dagli anni Novanta la **Norvegia** ha iniziato a promuovere l'uso dei veicoli elettrici inizialmente per sostenere la startup locale **Think**, produttrice di veicoli elettrici (Think City il modello più conosciuto). Successivamente e fino al 2022 (ricordiamoci la data), il governo ha costantemente introdotto numerosi **sgravi e incentivi** a chi comprava e utilizzava i veicoli elettrici; tra questi la completa esenzione fiscale per le BEV, che forse rappresenta il primo e più significativo incentivo alle vendite. Inoltre, nel tempo, chi ha acquistato un'auto elettrica ha goduto di **parcheggi quasi sempre gratuiti**, tasse ridotte per le auto aziendali, **pedaggi autostradali scontati o**

spesso **gratuiti**, e la possibilità di circolare nelle corsie preferenziali con un passeggero a bordo.

Ma dal 2022 (!!) qualcosa è cominciato a cambiare a livello di agevolazioni. Molte di queste sono state pian piano rimosse, abbassando così i costi per lo Stato anche in considerazione della ormai larga diffusione delle BEV, entrate profondamente nella cultura popolare del paese.

Tra le nuove misure introdotte che vanno in direzione della riduzione delle agevolazioni, troviamo: la tassa sul peso per le auto elettriche, il **pedaggio per circolare nel centro di Oslo** (la più chiacchierata) e la riduzione dei parcheggi gratuiti in termine di numeri e disponibilità. Inoltre, a breve dovrebbe essere introdotta l'IVA al 25% sull'acquisto di veicoli elettrici nuovi, tassa che al momento è ancora azzerata.

Queste politiche di facilitazione per l'elettrico (perché il Governo norvegese ancora ne sovvenziona pesantemente l'utilizzo) sono possibili grazie al felice rapporto tra superficie ed abitanti (oltreché ad un'attenta politica fiscale).

Cerchiamo allora di capire che profondità ha il mercato norvegese. Al numero degli abitanti della Norvegia, poco più di **5 milioni**, concentrati principalmente nell'area di Oslo e nelle città di Bergen, Trondheim e Tromsø, va rapportata la sua vasta superficie (la Norvegia è ottava per estensione tra i paesi europei) che la porta ad avere una densità di circa 14 abitanti per km quadrato. Per dare un punto di riferimento la densità di popolazione in Italia è di 192 abitanti per km e la popolazione della sola Lombardia è oltre 10mio (quasi il doppio dell'intera Norvegia). Questa spannometrica misurazione fa capire che interventi come quelli occorsi in Norvegia sarebbero difficilmente replicabili in Paesi più grandi e densamente popolati.

Ma vediamo anche i dati della rete energetica a disposizione delle auto elettriche. In Norvegia ci sono 3.463 stazioni di ricarica pubblica e 7.753 punti di ricarica veloce. Per una popolazione di appunto 5.46 mio di abitanti. Di base in **Norvegia** possiamo contare su **0.21 punti PUBBLICI** di ricarica ogni 100 persone. Sfruttando ancora l'**Italia** come metro di paragone, annotiamo che a fronte di una popolazione di 58.95 mio abitanti, i punti di ricarica pubblici si contano in numero pari a 54.164 "colonnine". E qui la media dei punti di ricarica scende drammaticamente: **0.09 installazioni PUBBLICHE** ogni 100 abitanti.

E le differenze che consentono all'auto elettrica in Norvegia di essere una giusta scelta non sono finite qui. Nonostante la intensa produzione petrolifera (ma torneremo su questo argomento più avanti) il costo medio dell'energia elettrica in Norvegia è il più basso in EU, rendendo vantaggioso la ricarica della batteria **anche su base domestica**.

76. Nel mese di dicembre 2023, in EU le vendite delle auto elettriche registrano una netta flessione per la prima volta dall'aprile 2020, scendendo del 16,9% a 160.700 unità. Calo dovuto soprattutto al crollo di vendite sul mercato tedesco (-47,6%) a seguito dello stop degli incentivi statali.

Tabella 2 - Costo in EUR/KWh.

NAZIONE	€/KWH
Norvegia	0.03
Svezia	0.05
Olanda	0.13
Francia	0.171
Italia (PUN)	0.234
Spagna	0.228
Germania	0.298

Il costo così convincente della componente energia dipende in modo quasi esclusivo dalla produzione idroelettrica. Cascate e fiumi, di cui la Norvegia è ricca, le hanno permesso di sfruttare al massimo il potenziale idroelettrico, rendendola praticamente indipendente dalle fonti fossili per la produzione di elettricità.

Secondo ACEPER⁷⁷ in tema di **Rinnovabili** e più precisamente con riguardo alla classifica dei paesi europei che producono ed utilizzano le energie rinnovabili, il capofila è rappresentato appunto dalla Norvegia. Il 98% dell'energia utilizzata dai norvegesi è ricavata da fonti interne sostenibili con la componente idroelettrica a fare la parte del leone. Nella classifica top 10 europea, la nostra capofila nordica detta un ritmo non sostenibile per gli altri paesi europei. Ed infatti al secondo posto si trova ben distaccata, la Svizzera con il 62% (!!) poi la Svezia con il 53.9%. L'Italia è fuori dai primi dieci: 15esima!!

Tabella 3 - Energie rinnovabili. TOP 10 EU.

Paese	Perc
Norvegia	98%
Svizzera	62%
Svezia	54%
Danimarca	47%
Regno Unito	43%
Finlandia	39%
Lettonia	37%
Austria	33%
Francia	24%
Lussemburgo	13%

Ma il paradosso (e qui sciogliamo l'ultimo nodo al fazzoletto), è che la Norvegia rappresenta uno dei maggiori produttori di **petrolio** al mondo (permettendo nel dopoguerra al Paese di passare da povero a ricco⁷⁸). Infine, bisogna aggiungere che i ricavi derivanti dalla

vendita all'estero del greggio sono stati indirizzati largamente verso il sostegno al mercato interno delle auto elettriche: quindi, sinteticamente, la vendita del petrolio all'estero ha sorretto la svolta green delle automobili in Norvegia. Il dato su cui si poggia la tesi è che **il 24% del PIL norvegese** dipende dalle esportazioni di petrolio dal Mare del Nord. Tutto questo ha spinto la Norvegia ad essere contemporaneamente un leader mondiale nelle energie rinnovabili, in particolare nell'idroelettrico, ed un leader nel **settore petrolifero** cruciale appunto nello sviluppo economico del Paese.

La strada intrapresa dalla Norvegia sembra (almeno valutando il trend europeo degli ultimi due anni) in contrasto con quanto i dati UE parrebbero indicare. Una mosca bianca in una formazione di compagne nere? Quindi destinata mestamente ad adeguarsi? Non direi questo. Perché si possono nutrire concrete speranze di (continuare nel) successo del percorso norvegese nel "pulito" mondo della mobilità elettrica?

Sintetizzando al massimo nelle conclusioni, provo ad affermarlo in 2 punti principali:

1. un'esperienza quasi trentennale di spostamento nel silente fruscio. Strutture, costi, popolazione sono allenate da generazioni al prodotto elettrico. E quello che noi (e non solo italiani) vediamo come una scacatura e una perdita di tempo, in Norvegia è valutata come un'opportunità;
2. l'incredibile rapporto tra dimensioni, popolazione, risorse naturali, amalgamato da un Governo realmente a dimensione di cittadino, fanno della Norvegia un esempio unico. Ed allora la nostra mosca bianca di cui sopra andrebbe intesa come un punto di riferimento o di contatto cui tutti dovremmo ambire.

Se anche in Norvegia hanno battuto il rekkevideangst (il timore che la macchina si scarichi), possiamo farci trovare assenti a questa chiamata?⁷⁹

Il virtuoso cammino norvegese è replicabile in Europa? Dal punto di vista della sostenibilità, l'EUROPA ha tutte le occasioni per diventare convogliatore di occasioni energetiche. Per dare uno strumento di misurazione tra i dieci maggiori produttori al mondo di **energia solare**, vediamo al quinto posto la Spagna, e registriamo un incredibile 6° posto della Germania (con Polonia e Paesi Bassi a ottavo e nono piazzamento).

La Norvegia è un faro difficilmente raggiungibile (e lo abbiamo già sottolineato) dall'Europa che ha almeno 20 anni di deficit in cultura elettrica. Ma non per questo bisogna abbandonare l'idea a prescindere.

Con le grandi case automobilistiche europee che sembrano aver decelerato su produzione e vendita di veicoli elettrici, bisogna investire in termine di incentivi alla produzione e vendita; e spingere poi forte su appetibilità, costi, facilità d'uso e distanze percorribili per attrarre i consumatori.

Queste sono a mio giudizio le chiavi per invertire la tendenza e provare ad immaginare un futuro elettrico, non norvegese, ma adatto alle diverse condizioni del cliente Europa.

77. ACEPER: Associazione Consumatori e Produttori Energie Rinnovabili.

78. Il reddito medio di un cittadino norvegese è di 59.4mila eur (superiore di 7mila eur alla media europea e di 18mila a quella italiana!!).

79. Io ho un diesel.

Emerging Markets Debt: un treno già passato?

Federica Ciapparelli, Analyst

A fine 2023 le aspettative per il mercato dei Paesi Emergenti e in particolare per il debito di tali Paesi erano più che ottimistiche. Tali aspettative non si sono poi pienamente concretizzate nel 2024, facendo pensare che il momento degli investimenti nei Paesi Emergenti fosse ormai passato. Al contrario, nella prima parte dell'anno si è assistito a un continuo deflusso di capitali dagli Emerging Markets verso altri settori, sia equity che debito. In particolare, dati Morningstar evidenziano che nei primi 7 mesi dell'anno ci sono stati notevoli deflussi di capitali dall'obbligazionario emergente, specialmente da quello in valuta locale (per cui si stimano -4.75 miliardi).

Tra le cause dell'indebolimento del settore bisogna annotare sicuramente due elementi: da un lato il progressivo rafforzamento del dollaro a cui abbiamo assistito negli ultimi anni, dall'altro il rapido aumento dei tassi di interesse da parte della Federal Reserve Americana (dallo 0.25% di febbraio 2022 al 5.5% di luglio 2023, per un totale di 525bps di aumenti in 17 mesi). La combinazione di questi due fattori ha reso gli investimenti nel debito emergente meno appetibili, in quanto ha reso possibile investire in debito americano con tassi di interesse altrettanto elevati, senza sottoporsi ad ulteriori rischi, quale il rischio cambio (il rischio che la valuta locale del paese emergente si deprezzi) o rischio paese (ossia il rischio che il paese in questione "defaulti"), non così inverosimili in caso di Paesi Emergenti.

Tuttavia, la situazione potrebbe iniziare a cambiare. Sempre Morningstar riporta come l'indice Morningstar Emerging Markets Composite Bond abbia guadagnato il 5,5% da gennaio, facendo meglio del Global. In effetti, alcuni analisti osservano come ultimamente lo scena-

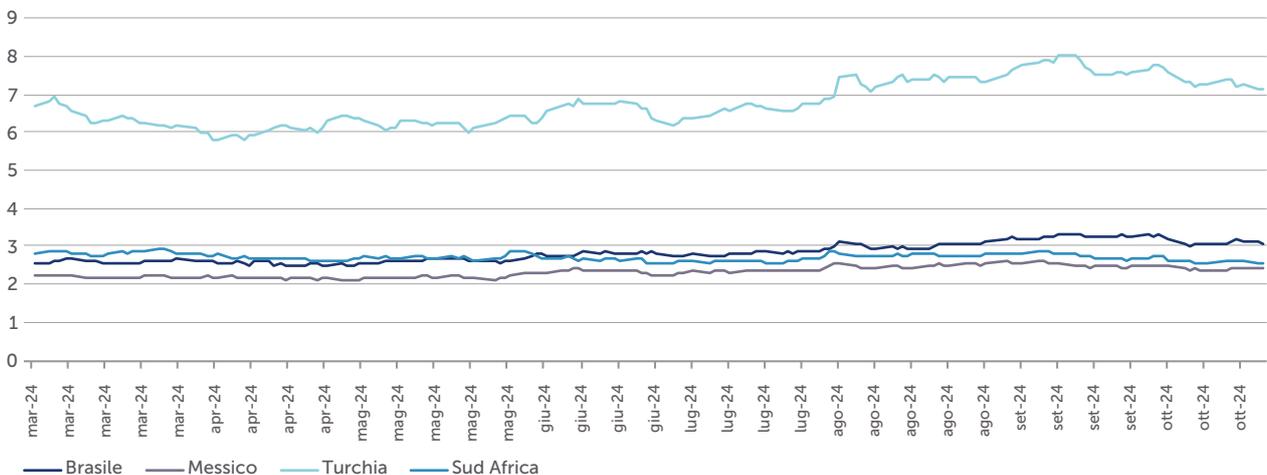
rio si stia complicando, sostenendo che nel prossimo periodo molti dei Paesi Emergenti continueranno ad offrire tassi interessanti, a differenza di quanto accadrà negli Stati Uniti e in Europa.

In effetti, sia la FED negli Stati Uniti sia la BCE in Europa hanno ormai iniziato un ciclo di taglio dei tassi che porterà a una riduzione dei rendimenti dell'obbligazionario americano ed europeo. Allo stesso tempo, i tagli della FED causeranno anche un progressivo indebolimento del dollaro nei confronti delle altre valute. Quindi verranno a meno entrambe le cause di perdita di popolarità del mercato emergente, rendendo nuovamente appetibili investimenti nel settore. Per questo si pensa che i tassi ancora superiori alle medie di lungo termine su molti mercati chiave offerti dal debito emergente attireranno capitali, ora investiti altrove.

Di seguito si riporta un grafico che mostra proprio come alcuni Paesi Emergenti (nello specifico si considerano Brasile, Messico, Turchia e Sud Africa) offrano rendimenti maggiori rispetto a quelli americani.

Vi è anche un'altra questione che avrà importanza nei prossimi mesi. Innanzitutto, il previsto soft landing negli Stati Uniti dovrebbe alleviare le pressioni esterne sui mercati emergenti. Allo stesso tempo, si assiste a un aumento della volatilità di tassi di cambio e flussi di capitale e ad incertezze sull'inflazione interna di questi Paesi, rendendo improbabile che le banche centrali dei Paesi Emergenti intervengano con tagli dei tassi significativi. A ciò si aggiunge il venir meno del sostegno ciclico del settore manifatturiero e dei classici vantaggi derivanti dalla disinflazione dei prezzi delle commodities, riducendo da un lato la crescita dei mercati emergenti ed assestando dall'altro l'inflazione aggregata in area 4 per cento. Comunque, considerando i tassi d'interesse previsti sul mercato ad un anno e sottraendo l'inflazione prevista, si hanno ancora tassi reali interessanti per diversi dei principali mercati emergenti, sicuramente superiori a quelli dei mercati sviluppati.

Figura 1 - Rapporto tra il rendimento dei titoli governativi 10Y Paesi Emergenti rispetto al Titolo Governativo 10Y USA.



Fonte: elaborazione Quaestio di dati Bloomberg. Dati al 22.10.2024.

Per quanto riguarda le prospettive per il futuro, è importante osservare come stiano cambiando i rapporti di forza tra i vari Paesi: se da un lato la Cina mostra continui segnali di debolezza, dall'altro i Paesi più promettenti sembrano essere il Brasile e l'India. Il Brasile mostra notevoli segnali di stabilità (tra cui spese dei consumatori in aumento), il presidente ha confermato la politica fiscale allentata e si prevede un possibile rialzo dell'inflazione core. Di conseguenza, è improbabile che nei prossimi mesi si assista a un taglio dei tassi da parte della banca centrale. L'India è invece caratterizzata da un notevole sviluppo economico. Nel tempo potrebbero quindi cambiare i Paesi verso cui orientarsi per cogliere le opportunità di investimento migliori.

In questo contesto c'è da considerare un altro grande driver di mercato del 2024 che non si può trascurare: le elezioni USA. In generale, l'incertezza circa il possibile esito di tali elezioni genera notevole volatilità sui mercati, non solo emergenti, ma le decisioni che prenderà il candidato vincente saranno ancora più determinanti. Più precisamente, le decisioni in materia di politica fiscale e geopolitica potranno influenzare i tassi americani e il valore del dollaro, rendendo di conseguenza più o meno appetibile il mercato del debito emergente. Anche eventuali decisioni in materia di tassazione per altri Paesi potranno influenzarne lo sviluppo e la crescita economica.

Tutto sommato, le prospettive future per il mercato del debito emergente sono ottimistiche. In particolare, si pensa che il settore potrebbe cambiare il ruolo nei portafogli degli investitori, che potrebbero iniziare a vederlo come investibile sul lungo periodo piuttosto che solo come trade tattico. Come sostiene TCW, che gestisce una strategia total return per Quaestio, "La storia dei mercati emergenti è passata da una convergenza con il mondo sviluppato a un'opportunità strategica e di diversificazione in un mondo multipolare". Questo cambiamento rende positive le prospettive per il mercato del debito emergente anche su un orizzonte temporale più lungo.

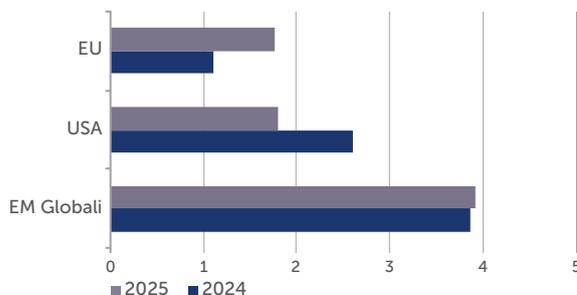
Ci sono due ultime considerazioni da fare a sostegno di questa visione costruttiva del mercato del debito emergente.

La prima riguarda l'inflazione e la crescita economica: storicamente l'inflazione elevata ha aumentato i premi per il rischio.

Nei tre anni successivi al Covid, però, gli stimoli all'economia negli EM sono stati minori rispetto ai Paesi Sviluppati, con conseguente minore impennata dell'inflazione e quindi una politica dei tassi meno restrittiva da parte delle banche centrali. Infatti, il successivo calo dell'inflazione e l'allentamento delle politiche monetarie continuano a favorire le economie dei

mercati emergenti, che hanno prospettive di crescita più elevate rispetto agli Stati Uniti e all'Europa, sostenendo scenari più favorevoli agli investitori rispetto ai Paesi Sviluppati.

Figura 2 - Previsioni di crescita del PIL 2024 & 2025 (%)

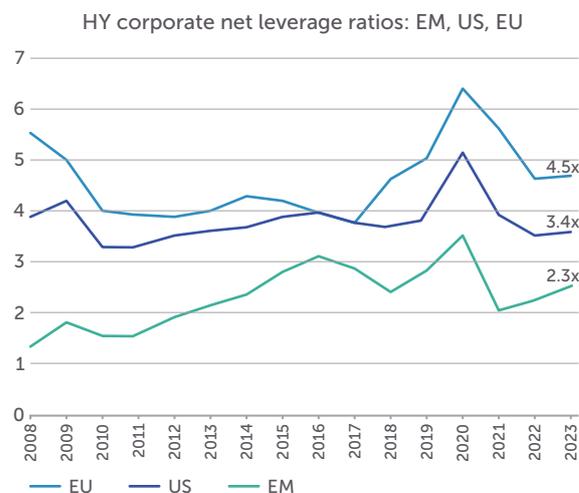
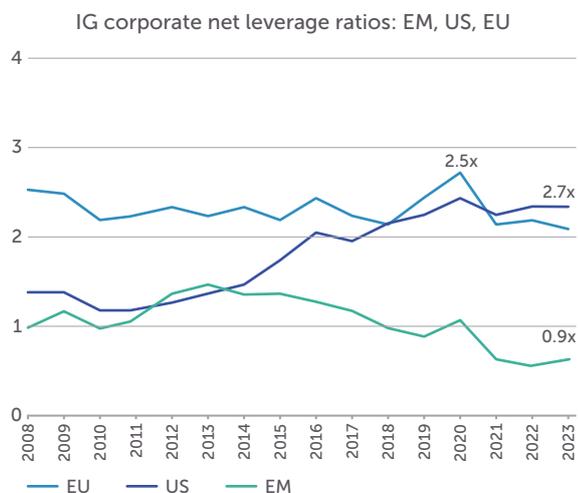


Fonte: elaborazione Quaestio di dati Factset. Dati al 22.10.2024.

L'unico Paese in sofferenza è la Cina, ma si presume che forti performance in India, Indonesia, Filippine e Malesia compenseranno la debolezza cinese e che questa non si diffonderà alle altre economie emergenti. I produttori di Brent dei mercati emergenti beneficeranno del deficit globale di petrolio, con una domanda superiore all'offerta nel 2024. Inoltre, l'importanza sempre maggiore data al tema della transizione energetica aumenterà esponenzialmente la domanda di tutte quelle materie prime necessarie al processo come rame, nichel, litio, ecc. dando altro supporto alle economie emergenti, fornitori delle materie prime necessarie per questo passaggio. Nonostante i rischi specifici, i cambiamenti strutturali favoriranno la crescita nel 2025.

La seconda osservazione riguarda il debito emesso dalle società dei Paesi Emergenti. Questo settore non è trascurabile data la sua dimensione: infatti, le obbligazioni societarie emesse in dollari costituiscono addirittura un mercato maggiore di quello del debito sovrano in valuta pregiata, meritando quindi un attimo di considerazione. Il miglioramento dei rating sovrani dei Paesi Emergenti supporta anche i rating del credito delle aziende, migliorandone l'affidabilità e la stabilità creditizia. Allo stesso tempo, la crescita nei mercati emergenti è trainata dalla forza delle varie economie nazionali. Inoltre, rispetto alle aziende aperte nei Paesi Sviluppati, quelle dei Paesi Emergenti hanno una maggiore flessibilità finanziaria e dei livelli di leva finanziaria più bassi (come si può vedere nel grafico sottostante), che le rendono interessanti in ottica di investimento. Di conseguenza, la crescita e l'aumento di stabilità dei Paesi Emergenti gioverà anche alle proprie aziende e al debito emesso dalle stesse, rappresentando un'altra possibile area di guadagno.

Figura 3 - Gli emittenti societari dei mercati emergenti (EM) presentano una leva finanziaria significativamente inferiore rispetto ai loro omologhi dei mercati sviluppati (DM).



Fonte: JP Morgan, dati al 30 aprile 2024.

Per concludere, le prospettive per il mercato del debito emergente per i prossimi anni sono costruttive. È probabile che tale classe venga vista sempre più dagli investitori non solo come allocazione tattica ma come componente strategica nei portafogli, attirando sempre più capitali da parte degli investitori, che si avvantaggiano di elevati rendimenti *all-in*.

Sarà quindi possibile osservare un graduale cambiamento di percezione nei confronti del debito dei mercati emergenti, passando dall'essere considerata una asset class ciclica, orientata al rendimento ("carry"),

all'avere un ruolo rilevante all'interno dei mercati obbligazionari globali. Questo cambiamento è supportato dalla rapida espansione del settore, sempre più scollegato dai cicli macroeconomici e dai flussi di capitale globali, nonché dal calo dell'inflazione e dalla maggiore stabilità delle istituzioni governative e dei processi politici interni a tali Paesi. A tutto ciò si somma la crescita economica stessa dei mercati emergenti, trainata da dinamiche demografiche e strutturali e tutti questi fattori stanno rafforzando l'importanza del debito emergente come componente fondamentale nella parte a reddito fisso dei portafogli.





Chi Siamo

Quaestio Capital SGR S.p.A. è una SGR italiana indipendente italiana che ha l'obiettivo di investire per i propri clienti coniugando capacità di ricerca ed esperienza diretta sui mercati.

Quaestio offre ai propri clienti un ampio spettro di **servizi e di prodotti gestiti** che trovano come fondamento una **piattaforma innovativa multi asset e multi manager** che consente il monitoraggio in tempo reale di tutti gli investimenti e dei rischi finanziari in portafoglio.

Grazie alle sue competenze, Quaestio è in grado di offrire **soluzioni su misura diversificate e all'avanguardia**.

IMPORTANTI AVVERTENZE LEGALI

Materiale di Marketing.

Le informazioni contenute in questo documento sono a scopo esclusivamente informativo, di natura non pubblicitaria né promozionale. Il messaggio riflette il punto di vista di Quaestio Capital SGR S.p.A. ed è soggetto a eventuali modifiche. Non costituisce consulenza in materia di investimenti, sollecitazione al risparmio o collocamento di strumenti finanziari.

Le precedenti opinioni contengono dichiarazioni previsionali relative agli obiettivi, alle opportunità e alla performance futura dei mercati in generale. Le dichiarazioni previsionali possono essere identificate dall'uso di parole come "credere", "aspettarsi", "anticipare", "dovrebbe", "pianificato", "stimato", "potenziale" e altri termini simili. Esempi di dichiarazioni previsionali sono, a titolo esemplificativo e non esaustivo, le stime relative alle condizioni finanziarie, ai risultati delle operazioni e al successo o meno di una particolare strategia di investimento. Tutte sono soggette a vari fattori, tra cui, a titolo esemplificativo, le condizioni economiche generali e locali, l'evoluzione dei livelli di concorrenza all'interno di determinati settori e mercati, le variazioni dei tassi d'interesse, le modifiche legislative o regolamentari e altri fattori economici, competitivi, governativi, normativi e tecnologici che influenzano le operazioni di un portafoglio e che potrebbero far sì che i risultati effettivi differiscano materialmente dai risultati previsti. Tali dichiarazioni sono di natura previsionale e comportano una serie di rischi noti e ignoti, incertezze e altri fattori e, di conseguenza, i risultati effettivi potrebbero differire materialmente da quelli riflessi o contemplati in tali dichiarazioni previsionali. Si invitano i potenziali investitori a non fare eccessivo affidamento su qualsiasi dichiarazione o esempio di previsione. Nessuno di Quaestio, né qualsiasi altra persona fisica o giuridica si assume l'obbligo di aggiornare le dichiarazioni previsionali a seguito di nuove informazioni, eventi successivi o qualsiasi altra circostanza. Tutte le dichiarazioni contenute nel presente documento si riferiscono esclusivamente alla data in cui sono state rilasciate.

Copyright © 2024/2025 Quaestio Capital SGR S.p.A. - Tutti i diritti riservati. È vietata la riproduzione totale o parziale del presente materiale senza previa autorizzazione scritta del proprietario del copyright.







Quaestio Capital SGR S.p.A.

Corso Como 15 - 20154 Milano

Tel. +39 02 3676 5200

commerciale@quaestiocapital.com

www.quaestiocapital.com