

# Investment Insights 2021



**QUAESTIO**  
CAPITAL MANAGEMENT

*Signatory of:*

 **PRI** Principles for  
Responsible  
Investment





# Investment Insights 2021

---

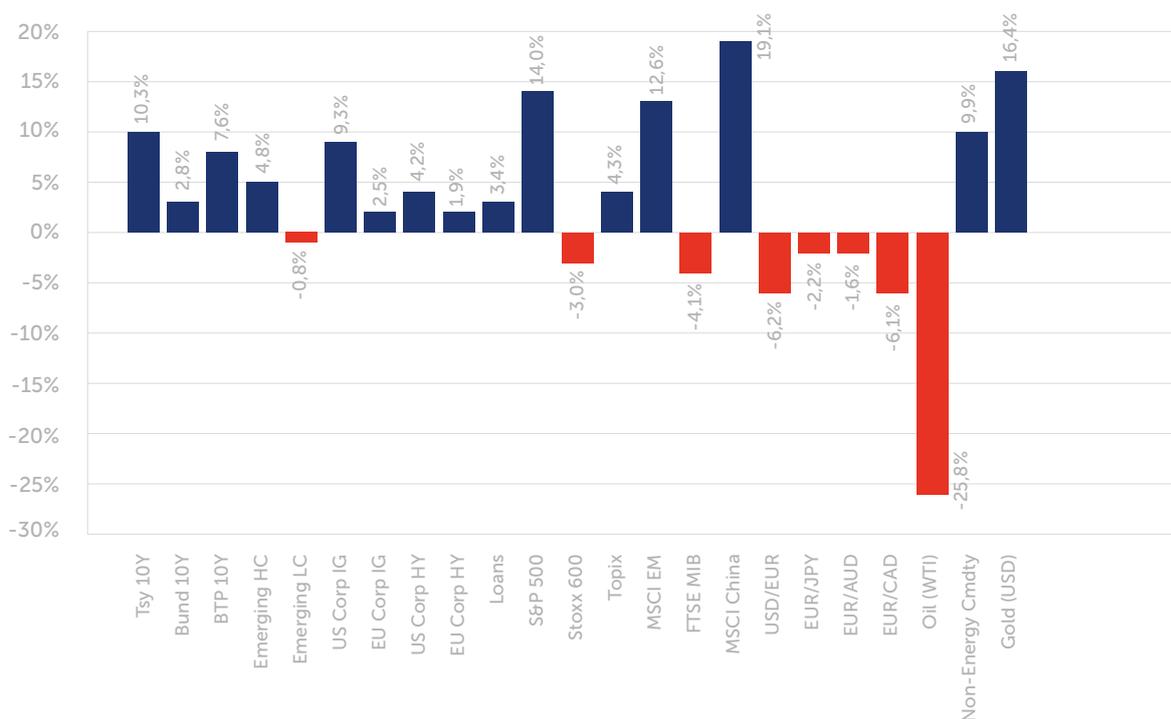
Introduzione	4
Scenario macroeconomico	6
Il livello dei tassi: calma piatta (prima della tempesta?)	12
Valute: la valvola primaria di sfogo dei disequilibri macroeconomici	16
Consumer Credit	22
Credito – Sistema bancario evoluzione dal 2000 ad oggi	30
Azionario Europa: il nuovo value investing nell'era dei tassi a zero	34
Investimenti illiquidi	40
Investimenti ESG: un punto di vista differente	44
Le view dei gestori delegati	48
Chi Siamo	52

# Introduzione

**Il 2020 è stato un anno difficile sotto una varietà di punti di vista. Ma i mercati finanziari se ne sono accorti?**

La figura 1 mostra i rendimenti delle principali classi di attivo da inizio 2020 fino a fine novembre 2020. Se escludiamo le azioni europee - che negli anni passati hanno sottoperformato le borse di altre regioni per motivi "comuni" - ed il petrolio - del quale si può dire che stia (tra le altre cose) pagando il passaggio sempre più veloce e deciso verso altre forme di immagazzinamento dell'energia - potrebbe sembrare un anno normalissimo dai rendimenti buoni e ben distribuiti.

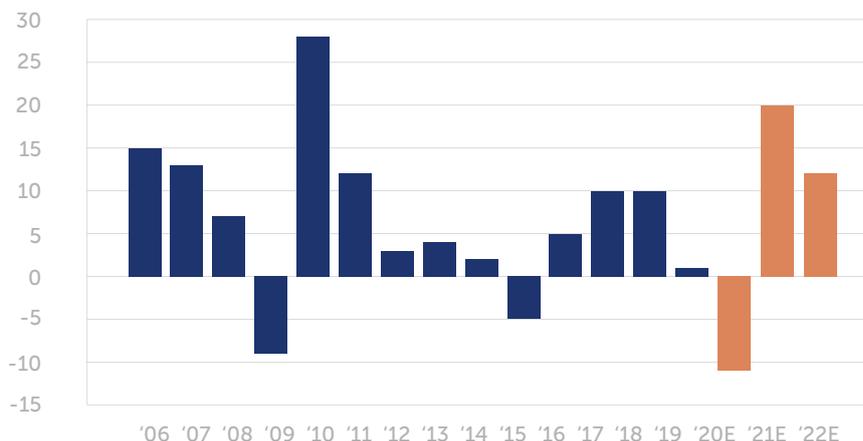
**Figura 1: Rendimenti delle principali classi di attivo da inizio anno a fine novembre**



Fonte: Factset, elaborazioni Quaestio. Dati dal 31/12/2019 al 27/11/2020

La spiegazione più semplice di tutto questo ottimismo è che l'abbondanza di capitali in cerca di rendimenti - e stime che giudicano al più transitorio l'impatto della pandemia (vedasi figura 2) - rendono elevatissimo il costo opportunità di non "continuare a danzare finché la musica suona".

**Figura 2: EBIT per share per l'indice S&P 500 (le colonne in colore arancione rappresentano stime per i prossimi tre anni)**



Fonte: Factset, elaborazioni Quaestio

Gli analisti e gli osservatori stanno delineando scenari di mercato caratterizzati da un allineamento di opinioni forse mai visto finora. Il mantra è dato da mercati azionari che continueranno a correre (con qualche incertezza su eventuali movimenti settoriali), tassi che rimarranno generalmente bassi ed il credito che continuerà ad attirare capitali, spingendo gli investitori a scendere sempre più la scala della qualità creditizia. In aggiunta, tale consenso si estende anche all'ipotesi di un dollaro USA sempre più debole e sofferente di fronte all'imposizione di nuovi poli di attrazione, che peraltro aumentano l'attrattività degli investimenti nei mercati emergenti. I grandi assenti di buona parte degli scenari presentati sul mercato in queste settimane sono la possibilità di eventi "sismici" relativamente allo *stock* di debito globale - che ha ormai raggiunto dimensioni colossali - e il riaffacciarsi dell'inflazione, che per ora non è attesa da nessuno. È evidente che una sorpresa su questo fronte avrebbe un impatto rilevante per la stragrande maggioranza degli investitori.

Nelle sezioni che seguono delineremo alcuni elementi che speriamo possano aiutarvi ad inquadrare il contesto di mercato e formare una propria *view*. Il focus dello scenario macro affronterà il tema dell'impatto della pandemia su domanda e offerta, sulle risposte della politica monetaria e fiscale e sulla transizione ad un mondo sempre più multipolare.

Andremo, quindi, ad esaminare l'evoluzione dei tassi, che testimonia la "*end of the road*" per la politica monetaria, con il testimone che passa alla politica fiscale. Quanto intrapreso dai *policy maker* suggerisce che le valute siano attualmente il modo più facile per riassorbire disequilibri macroeconomici. A seguire, un focus sull'impatto della pandemia sul credito al consumo, centrale per qualsiasi ipotesi di ripresa, e sullo stato attuale del sistema bancario, settore che ha visto negli anni un crollo dei ritorni sul capitale.

Abbiamo già accennato che in un mondo in cui il mercato azionario è sempre più irrinunciabile diventa fondamentale comprendere le dinamiche della sezione degli investimenti azionari ed il tema della rotazione tra *growth* e *value*, ormai al centro di molti dibattiti, che viene esaminato in un contributo che mira a ricontestualizzare il concetto di *value investing*. L'estensione naturale di questo tema deriva dall'altro asse lungo il quale si sviluppa la riallocazione del rischio nei portafogli: la liquidità degli investimenti. A tal proposito, passeremo ad esaminare lo stato del *liquidity premium* tipico del mondo dei cosiddetti "mercati privati" e tanto ricercato dagli investitori istituzionali in un contesto generale di tassi bassi. Non possono mancare alcune brevi considerazioni sul tema degli investimenti ESG, che da pura moda sono diventati una componente integrata dei processi di investimento. Infine, concluderemo con una breve disamina di come si sono evolute le *view* espresse dai gestori della piattaforma multi manager di Quaestio Capital nel 2020.

Buona lettura!

Christian Prinoth  
Responsabile Investimenti  
**Quaestio Capital SGR S.p.A**

## Scenario macroeconomico

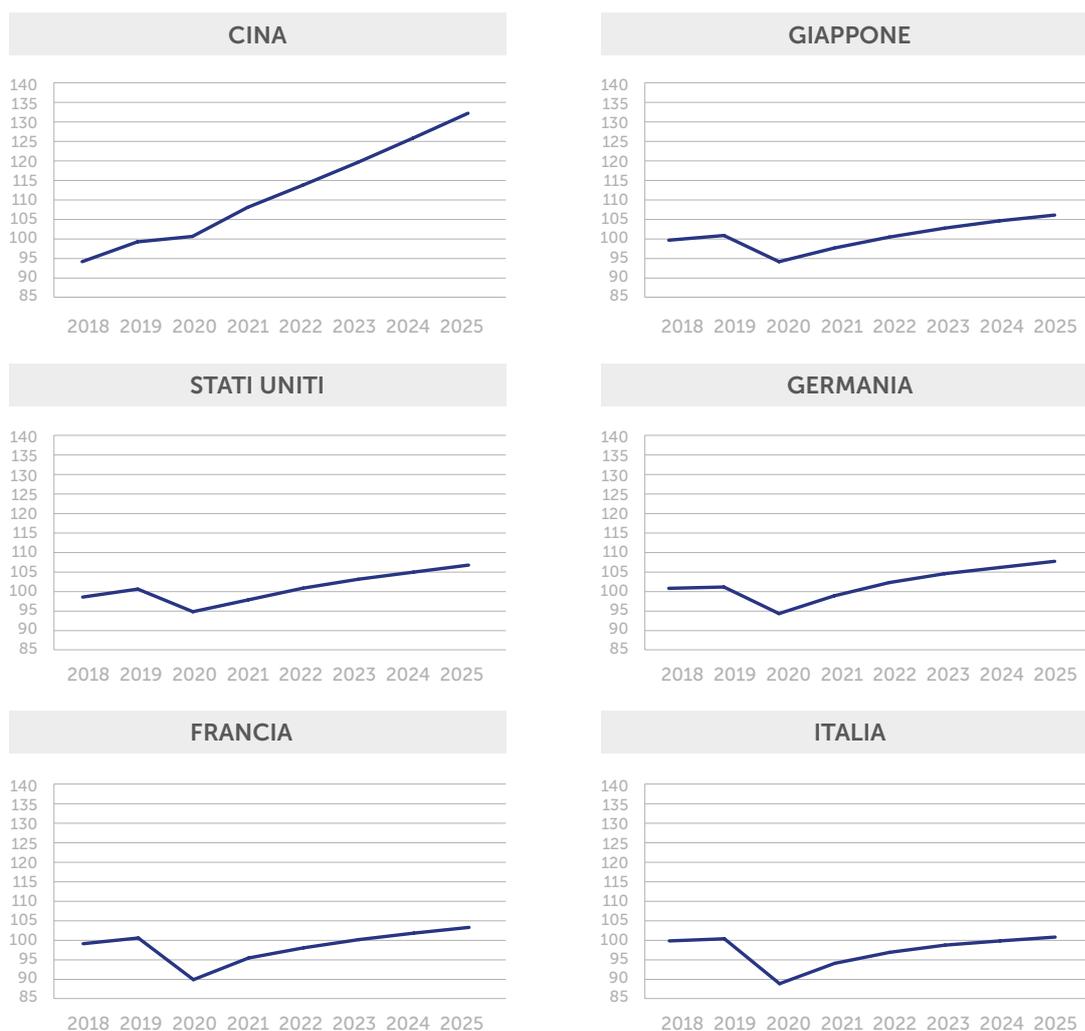
a cura di Giacomo Saibene (PhD, Analista - Area Multi Asset)

### La grande crisi del 2020

Ad inizio 2020, la comparsa di un nuovo virus altamente contagioso, avvenuta tramite *spillover* da un'altra specie animale, evento raro ma in fin dei conti non troppo improbabile, ha letteralmente bloccato quasi tutte le economie mondiali, scatenando una crisi economica molto diversa dal solito. Per la prima volta in tempi recenti, uno *shock* che non è né politico né economico-finanziario ha avuto un impatto globale, rivelatosi molto più duraturo di quanto inizialmente si potesse sperare.

Infatti, la ripresa dell'attività economica sta avvenendo in modo molto graduale, ostacolata in primis dalla persistenza della pandemia, oltre che dai conseguenti problemi di natura economica, nonostante gli aiuti di politica fiscale e monetaria. L'entità della ripresa sembra inoltre essere proporzionale al tasso di crescita di medio periodo dell'economia colpita: le previsioni del Fondo Monetario Internazionale (FMI) indicano che il PIL pro-capite tornerà ai livelli del 2019 soltanto nel 2025 per l'Italia, ben oltre la previsione del 2022 per Germania e Stati Uniti o di continua crescita della Cina.

Figura 3: PIL pro capite a prezzi costanti (2019=100)



Fonte: previsioni Fondo Monetario Internazionale, World Economic Outlook, ottobre 2020

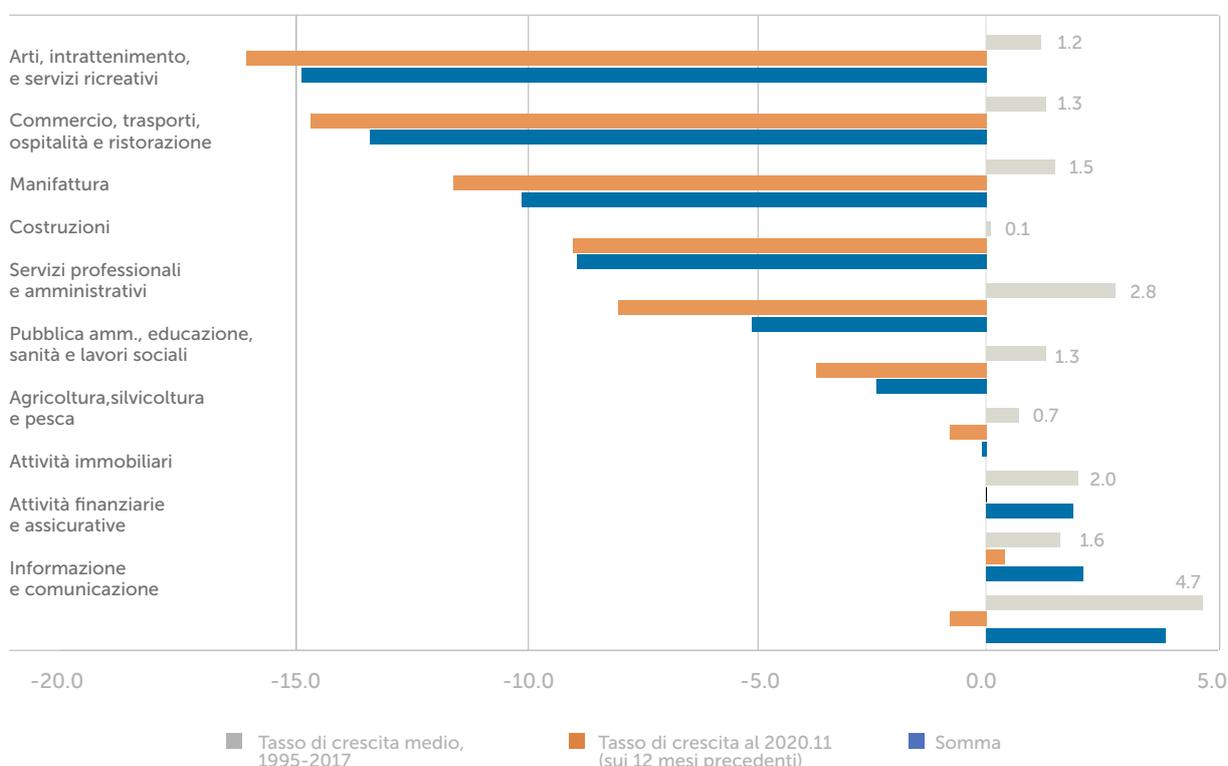
Nota: i dati dal 2020 in poi sono stime

### L'impatto del Covid sui diversi settori economici: vincitori e vinti...

Le restrizioni imposte dai governi e le nuove abitudini dei consumatori hanno impattato le varie attività economiche in modo molto differenziato, colpendo maggiormente i servizi che richiedono un contatto interpersonale ravvicinato.

La variazione annua (fino a novembre 2020) del valore aggiunto, che rappresenta il totale dei redditi generati, è stata pari a circa -15% per i settori delle arti, intrattenimento, commercio, trasporti, ospitalità e ristorazione. Allo stesso tempo, l'impatto è stato minimo per il settore di informazione e comunicazioni, il quale registrava già il tasso di crescita di lungo periodo più elevato: in questo caso il Covid è stato un acceleratore di crescita.

**Figura 4: Variazione del Valore Aggiunto<sup>1</sup> per settore economico per le maggiori economie avanzate\***



Fonte: rielaborazione Quaestio; Fondo Monetario Internazionale, World Economic Outlook, Ottobre 2020, su dati EU KLEMS, OECD, e US BEA.

\*Note: i Paesi qui considerati sono Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Italia, Giappone, Lussemburgo, Paesi Bassi, Spagna, UK, e USA. Alcuni settori economici sono stati aggregati per comparabilità tra i diversi periodi temporali.

La crisi è stata eterogenea non solo per paesi e settori economici, ma anche per i singoli individui, molto più di quanto già abituati dalle recessioni economiche recenti. Lavoratori precari e piccole attività commerciali sono infatti le categorie più colpite.

<sup>1</sup> Valore Aggiunto: il totale dei redditi (da lavoro e capitale) prodotti in un determinato settore; definito in maniera equivalente anche come il valore dei beni e/o servizi prodotti, al netto dei beni e/o servizi intermedi necessari per produrli.

### **...in un contesto di risparmio strutturalmente in eccesso**

Come in ogni crisi economica, si è verificata una caduta della domanda aggregata (consumi ed investimenti), che ha determinato un calo del reddito (PIL). Potremmo pensare che una diminuzione del consumo porti sempre a un aumento del risparmio. Tuttavia, come già argomentava Keynes quasi un secolo fa, maggiori risparmi non si trasformano necessariamente in più investimenti, che dipendono da molti altri fattori oltre che dai tassi di interesse, ormai sempre più limitati. Perciò, per garantire equilibrio tra domanda (investimento) e offerta (risparmio), è il reddito a diminuire, riducendo così anche il risparmio (in termini assoluti): è così che si concretizza il *paradosso del risparmio*.

Questa dinamica purtroppo è avvenuta in un contesto in cui l'offerta di risparmio è sempre più abbondante. All'inizio degli anni 2000, la preoccupazione era di una *global saving glut*, cioè l'accumulo di ingenti risparmi di molti paesi emergenti, Cina in primis, investiti in strumenti finanziari di paesi avanzati, soprattutto titoli di stato USA.

Poi si è notato che anche le grandi corporation cominciarono ad avere un eccesso di risparmio: invece che chiedere in prestito i risparmi dagli altri settori economici, per poter investire nella produzione di beni e servizi, si trovarono loro stesse ad avere risparmio in eccesso, con profitti molto più che sufficienti a finanziare gli investimenti. Ora, una quota sempre maggiore di risparmi arriva invece dalle famiglie più ricche, dinamica accentuata in questo 2020, dato che spesso i redditi più alti sono rimasti inalterati mentre alcuni consumi, e.g. viaggi o vacanze, sono invece impediti. In un mondo caratterizzato da questo "eccesso" di risparmio, il ruolo dei governi nel sostenere la domanda aggregata nei momenti di crisi diventa quindi sempre più importante e le politiche fiscali adottate recentemente sono infatti ingenti. D'altro canto, la politica monetaria sembra essere sempre più limitata nelle sue capacità di stimolare l'economia: non è quindi un caso che si stiano cercando nuove soluzioni.

### **Nuovi tentativi di stimolare l'inflazione: il regime FAIT della FED**

Il 27 agosto, durante l'annuale incontro di Jackson Hole, il Governatore della Federal Reserve (FED) Jerome Powell ha annunciato il passaggio ad un regime di *Flexible Average Inflation Targeting* (FAIT), nel quale il target di inflazione non è più soltanto dato da un obiettivo di tasso di inflazione futuro, ma dal valore medio del tasso di inflazione raggiunto in un determinato arco temporale. In altre parole, dopo aver mancato il target di inflazione del 2% negli ultimi 10 anni di almeno 0,5% in meno, senza che vi fosse alcuna conseguenza pratica, da settembre non sarà più così: raggiungere un valore inferiore al 2% implicherà un target superiore al 2% nel periodo successivo, in modo da raggiungere un valore del 2% in media. Questo nuovo regime aumenterà la capacità della FED di sostenere l'economia, accettando un'inflazione temporaneamente più elevata del 2%, se richiesto, senza per forza dover implementare immediatamente politiche monetarie restrittive.

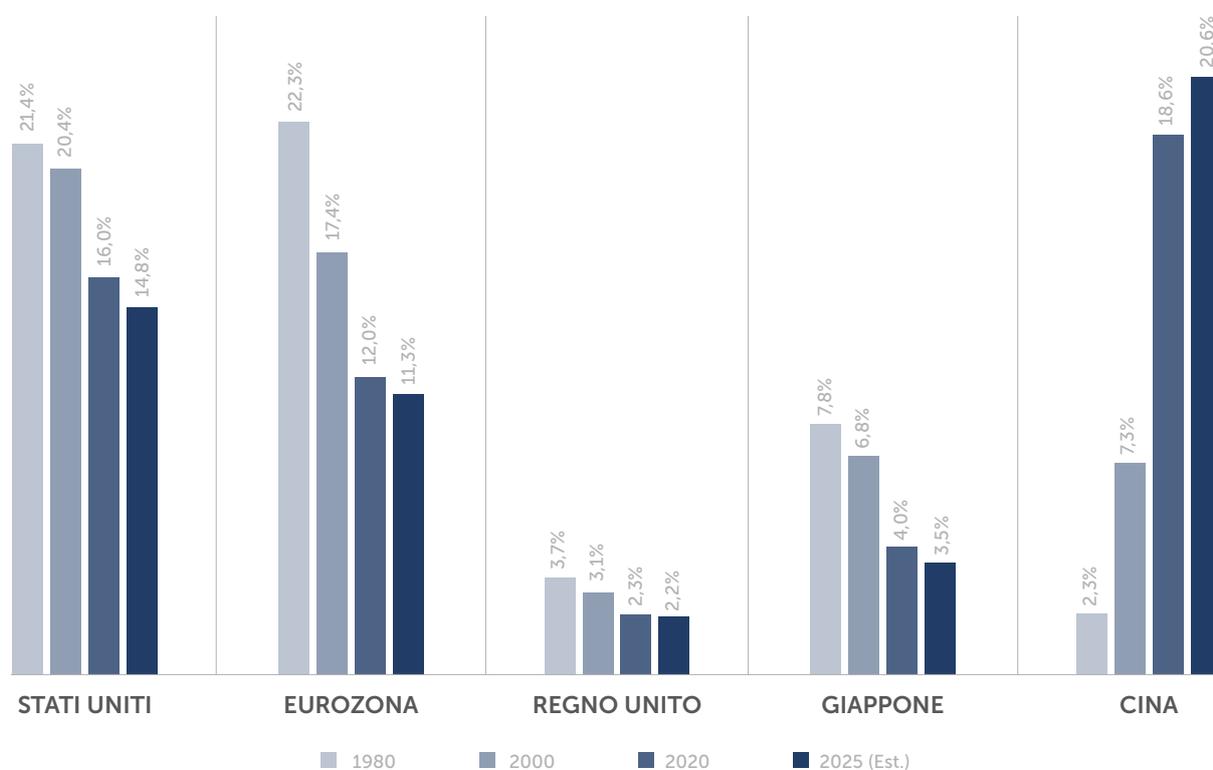
## Anno di accelerazione verso un mondo multipolare

L'importanza della Cina a livello globale è stata sicuramente rafforzata da questo 2020, nonostante nei primi mesi dell'anno - quando la città di *Wuhan* era in completa quarantena - si sarebbe potuto immaginare il contrario. L'economia cinese non solo è una delle poche ad aver registrato un tasso di crescita del PIL positivo nel 2020, ma ormai è saldamente diventata la più grande economia del mondo.

Inoltre, il 2020 potrebbe essere ricordato come un anno di svolta anche per il ruolo internazionale del renminbi: non soltanto per una rinnovata attrattività in termini di rendimenti obbligazionari relativamente elevati, supportati da una sempre più ampia inclusione negli indici finanziari globali, ma anche e soprattutto per i processi politici di promozione della valuta cinese come nuovo riferimento internazionale, sia interni, come ben indicato nel 14esimo piano quinquennale, sia esterni, come potrà essere la minore avversione della nuova amministrazione statunitense.

Siamo oggi in un mondo multipolare, dove non c'è più un solo paese nettamente più grande e potente degli altri, come siamo stati abituati con gli Stati Uniti per tutto il secolo scorso, ma tre aree economico-regionali. Uno degli ultimi passi nel consolidamento di questa nuova realtà è stato intrapreso il 15 novembre, con la ratifica del *Regional Comprehensive Economic Partnership* (RCEP), il più grande accordo di libero scambio multilaterale nell'area asiatica ed il primo accordo multilaterale di libero scambio ad includere la Cina.

Figura 5: Quota percentuale del PIL mondiale, in Parità di Potere d'Acquisto (PPP)



Fonte: Fondo Monetario Internazionale, *World Economic Outlook*, Ottobre 2020. Note: Eurozona: composizione ad oggi; per l'anno 1980 i valori di Estonia, Lettonia, Lituania, Slovenia e Slovacchia sono stati sostituiti con primi valori disponibili negli anni successivi (tra il 1992 e il 1995), per un totale di 0,34%





## Il livello dei tassi: calma piatta (prima della tempesta?)

a cura di Mario Baronci (Responsabile Area Multi Asset e Senior Portfolio Manager)

L'attuale livello dei tassi di rendimento, con la notevole eccezione della Cina e di molti paesi emergenti, avrebbe sedato sul nascere le accese diatribe filosofiche medievali sul "giusto prezzo del denaro": difficile adesso intravedere tassi da usura.

I banchieri centrali hanno da sempre un mandato simmetrico: impedire sia la deflazione, che l'inflazione fuori controllo. Lo strumento principale però, la leva dei tassi, è asimmetrico: funziona al rialzo ma è limitato al ribasso.

Finché l'utilizzo di circolante digitale rimarrà un'ipotesi, il costo opportunità di detenere moneta sarà prossimo allo zero ed i tassi nominali non potranno scendere più di tanto: infatti, per non subire la "tassa" imposta dai saggi di interesse negativi, alla peggio si possono sempre tramutare i depositi bancari in banconote o strumenti al portatore, il cui valore non viene decurtato da questi tassi negativi. I banchieri centrali per ancorare le aspettative di inflazione quando il tasso nominale non può scendere sotto una soglia limite hanno escogitato manovre non convenzionali di politica monetaria: *Quantitative Easing* (ormai noto come QE), *Forward Guidance*, *Operation Twist*, *Lending Facilities* e così via.

Ma quanto valgono queste manovre creative, una volta tradotte in termini di tasso? Qui viene in soccorso il concetto di *Shadow Rate* (il c.d. "tasso ombra") con il quale "trasformare" gli effetti delle politiche monetarie non convenzionali in decrementi equivalenti del tasso amministrato: in altri termini è uno strumento teorico che serve a tradurre l'entità di una manovra di QE in termini di un ipotetico taglio di tassi equivalente.

Applicando il modello proposto da Wu-Xia<sup>2</sup>, la figura 6 mostra come lo *Shadow Rate* per la zona euro sia molto negativo e perfino molto più basso di quanto prescriverebbe la regola di Taylor<sup>3</sup>, un altro strumento a disposizione delle banche centrali per cercare di individuare il saggio di interesse "ottimo" da applicare.

Le istituzioni europee, soprattutto quelle politiche, sono spesso criticate per immobilismo e mancanza di sussidiarietà fra i membri: critiche forse sottoscrivibili, ma per quanto riguarda le istituzioni monetarie, è obiettivamente difficile accusare di inerzia la Banca Centrale Europea (BCE) che, utilizzando lo stesso modello di riferimento, è stata più "attivista" delle altre principali banche centrali.

**Figura 6: Confronto tra Shadow Rate e livello dei tassi suggerito dalla regola di Taylor per l'Eurozona**



Fonte: Bloomberg - rielaborazione Quaestio

Passando da un'analisi quantitativa ad una disamina più qualitativa, gli effetti collaterali delle politiche non convenzionali non sono trascurabili: i rendimenti negativi dei titoli governativi dell'area Core europea rendono paradossalmente tali attività finanziarie simili ai cosiddetti beni di Giffen. Sono quei beni denominati inferiori, come la margarina o le patate, caratterizzati da una curva di domanda invertita: ad un aumento del prezzo consegue un aumento della quantità richiesta e viceversa.

Le motivazioni sono semplici: le esigenze di finanziamento di Stati (e società) combinate con la discesa dei tassi hanno creato una notevole divergenza, che recentemente si è acuita, tra ammontare delle attività finanziarie esistenti e proventi che ne derivano (flussi cedolari), entrambi riportati in figura 7.

**Figura 7: Confronto per l'Eurozona, tra ammontare del debito in circolazione ed interessi che questo paga**



Fonte: Bloomberg - rielaborazione Quaestio

Le caratteristiche stesse del mercato tendono a peggiorare la situazione, rendendo lecito l'accostamento dei titoli governativi tedeschi - oppure olandesi - ai beni di *Giffen* sopra citati:

- da un lato la crescente "fame" di garanzie a tutela degli scambi (c.d. collateral), necessarie per facilitare le transazioni reali e finanziarie, permette a chi può esercitare il "signoraggio" di finanziarsi senza problemi a qualunque livello di rendimento;
- dall'altro, le variabili demografiche spingono ad un aumento delle allocazioni obbligazionarie, deprimendo ancora di più i rendimenti. Infatti, sia nei paesi sviluppati che in quelli emergenti, con la notevole eccezione dell'Africa, l'età media della popolazione si sta alzando. Avvicinandosi all'età della pensione si ricerca quindi un flusso certo di reddito, rappresentato meglio dalle cedole dei titoli obbligazionari che dall'alea del mercato azionario. Tuttavia i flussi cedolari che si stanno prospettando saranno insufficienti per i futuri pensionati.

<sup>2</sup> Wu, J. C., & Xia, F. D. (2016). Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the zero lower bound. *Journal of Money, Credit and Banking*, 48(2-3), 253-291.

<sup>3</sup> Regola di Taylor: enunciata dall'economista John Taylor nel 1993 si propone di individuare ed indicare alla Banca Centrale il tasso di politica monetaria ottimo, sulla base degli scostamenti dei valori di inflazione e disoccupazione dai rispettivi livelli ritenuti "normali" o di lungo periodo.

La causa del basso livello dei tassi nominali è imputabile sia all'inflazione, che è ovunque al di sotto degli obiettivi di politica monetaria, sia soprattutto al livello dei rendimenti reali.

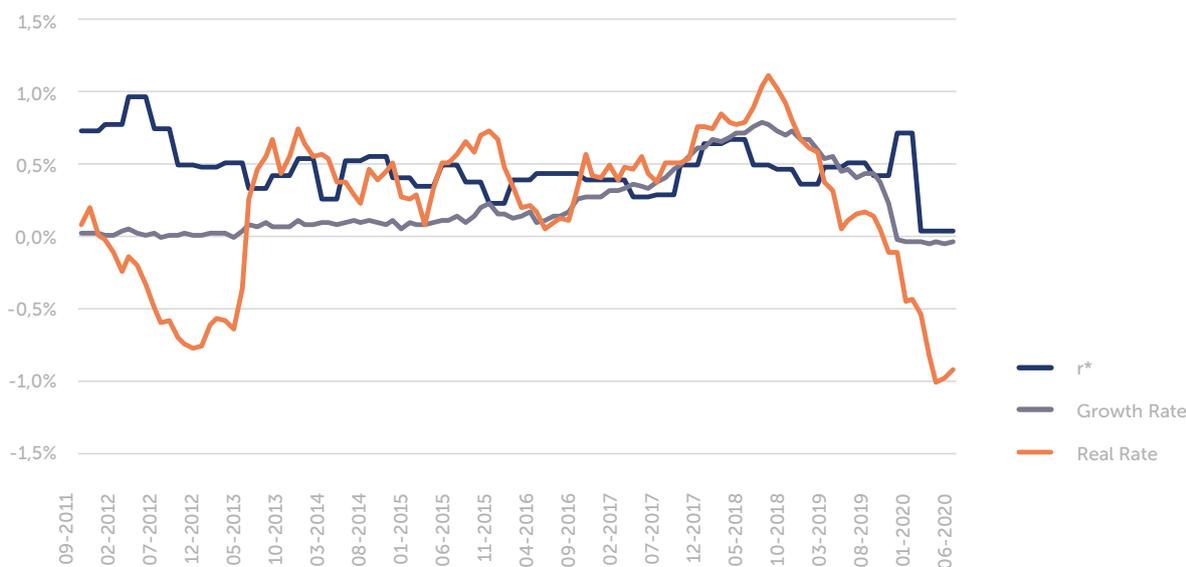
Semplificando un poco, da un punto di vista macroeconomico i rendimenti reali non sono altro che il riflesso della crescita attesa: scenari caratterizzati da una crescita impetuosa, come alla fine degli anni novanta, sono contraddistinti da tassi reali elevati, mentre la situazione attuale, segnata da minore produttività, da una domanda aggregata poco vivace e da un tasso di risparmio innaturalmente alto, richiede necessariamente rendimenti reali estremamente contenuti.

Vi sono svariati approcci quantitativi per calcolare il tasso reale, i più utilizzati sono:

- il tasso naturale ( $r^*$ ) che rappresenta quel particolare livello del tasso reale a breve termine coerente con il livello potenziale di attività economica ed in linea con l'obiettivo di inflazione;
- il tasso medio atteso di politica monetaria, che corrisponde al saggio di crescita atteso dell'economia reale, ricavato per via statistica dal livello corrente del rendimento del T-Note (titolo governativo decennale emesso dal Tesoro USA).

Questi due livelli sono rappresentati nella figura 8, assieme al rendimento di mercato dei titoli governativi legati all'inflazione, il *Real Rate* dei *TIPS-USA*.

**Figura 8: USA: Tasso Naturale, Crescita Attesa, Tasso Reale**



Fonte: Bloomberg - rielaborazione Quaestio

Qualunque sia la natura della variabile reale considerata, sia essa di mercato (rendimento dei *TIPS*), di equilibrio potenziale ( $r^*$ ) o ricavata implicitamente dalla scomposizione del livello attuale del rendimento del *T-Note* (crescita attesa), si nota una preoccupante diminuzione nella stima della crescita dell'economia reale, giunta ai livelli più bassi dalla data della creazione dei *TIPS* (1999).

Come notò Robert Kennedy nel famoso discorso del 1968 agli studenti dell'Università del Kansas, la crescita del Prodotto Interno Lordo (PIL) è un indicatore molto opinabile sul grado di benessere di una nazione; tuttavia, all'estremo opposto, i propugnatori della "decrescita felice" sostengono politiche utopistiche che incrementerebbero di fatto la disoccupazione. Per restare nel concreto ed ovviare alla stasi della crescita, è molto probabile che nel corso del 2021 assisteremo ad un passaggio del testimone dalla politica monetaria, ormai esausta negli effetti, a quella fiscale.

Come nei fantastici anni cinquanta e sessanta, quando però vigevano gli accordi di *Bretton Woods* ed i tassi di cambio erano fissi. Tuttavia, nello scenario attuale gli accordi valutari non esistono più: i tassi di cambio sono anzi diventati uno strumento ottimale per trovare nuovi equilibri.



## Valute: la valvola primaria di sfogo dei disequilibri macroeconomici

a cura di Mario Baronci (Responsabile Area Multiasset e Senior Portfolio Manager)

Gli squilibri di tipo macroeconomico vantano un tempo di risoluzione lento, quasi per definizione, mentre quelli di ordine monetario possono essere riassorbiti più velocemente, ma non immediatamente.

Le tensioni, di solito, trovano una composizione più veloce attraverso il riaggiustamento dei tassi di cambio, la variabile che trova meno attrito nei rigidi sistemi macroeconomici. A volte la facilità di riaggiustamento fa sì che l'impeto superi l'obiettivo di equilibrio, creando ulteriore volatilità (c.d. *overshooting*): esempi di scuola sono gli accordi "del Plaza" e "del Louvre" che negli anni ottanta indirizzarono il valore del dollaro USA, prima in un senso e successivamente nell'altro, sempre oltrepassando le attese.

Con queste premesse, dalla figura 9 si evince che guardando invece ai paesi emergenti il quadro delle valutazioni dei tassi reali non appare così desolante.

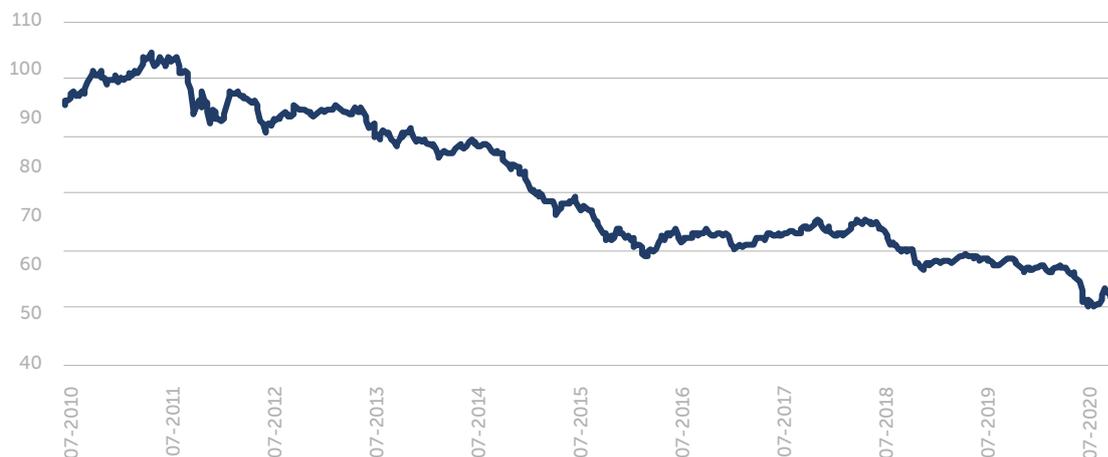
**Figura 9: Confronto di tassi reali, nominali ed inflazione tra paesi sviluppati ed emergenti**

	Rendimento Reale	Rendimento Nominale	Inflazione
Paesi Sviluppati	-0,21%	0,51%	0,72%
Paesi Emergenti	1,51%	4,64%	3,13%

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Quaestio

Il livello del tasso reale è una delle determinanti fondamentali del valore delle valute: nonostante i tassi reali siano notevolmente più elevati nei paesi emergenti, le valute emergenti sono tuttora trascurate dagli investitori e costituiscono una delle rare asset class lontane dai massimi relativi, come evidenziato anche dall'indice delle emissioni obbligazionarie di questo tipo, rappresentato in figura 10.

**Figura 10: Andamento dell'indice delle obbligazioni emesse da paesi emergenti in valuta locale**

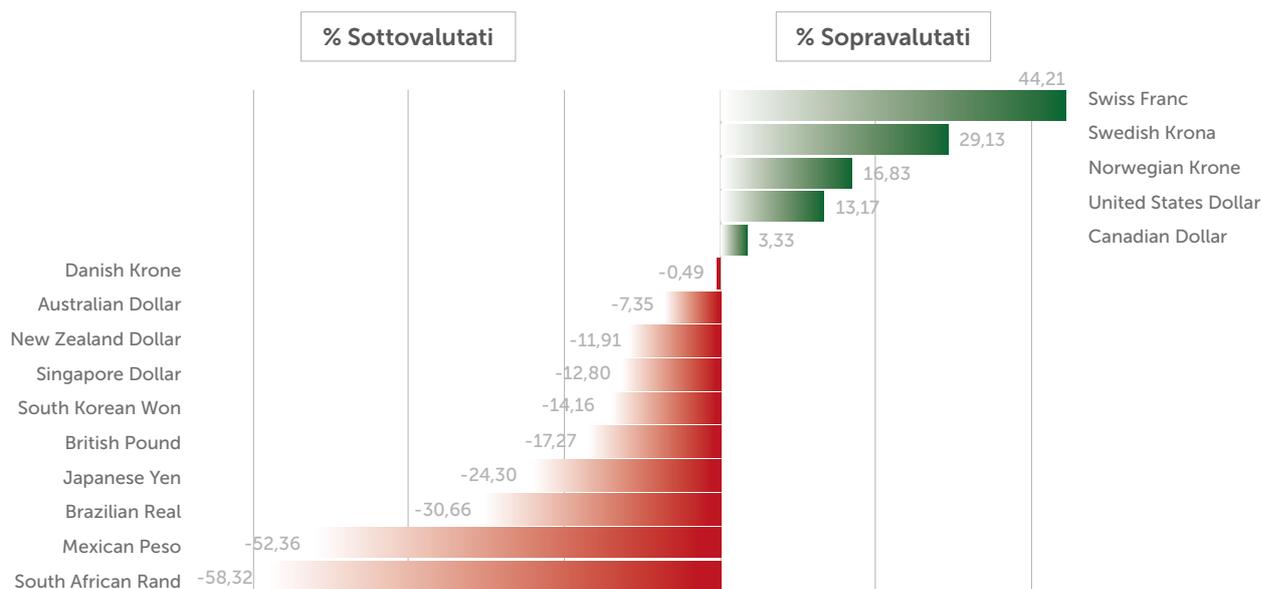


Fonte: Bloomberg - rielaborazione Quaestio

Il fatto di essere lontane dai massimi di per sé non è sufficiente per postulare una sottovalutazione: potrebbe anche essere, di logica, una Value Trap, proprio come la merce di poco pregio vanta di solito prezzi allettanti.

A questo proposito viene in aiuto un metodo comune per la valutazione del grado di sopra o sottovalutazione delle valute: il metodo PPP (noto anche come *Parità del Potere d'Acquisto*), dal quale effettivamente si evince una sottovalutazione marcata di molte valute emergenti.

**Figura 11: Il potere d'acquisto di valute differenti, spiegato dal costo di un Big Mac® (Purchasing Power Parity Big Mac vs EUR)**

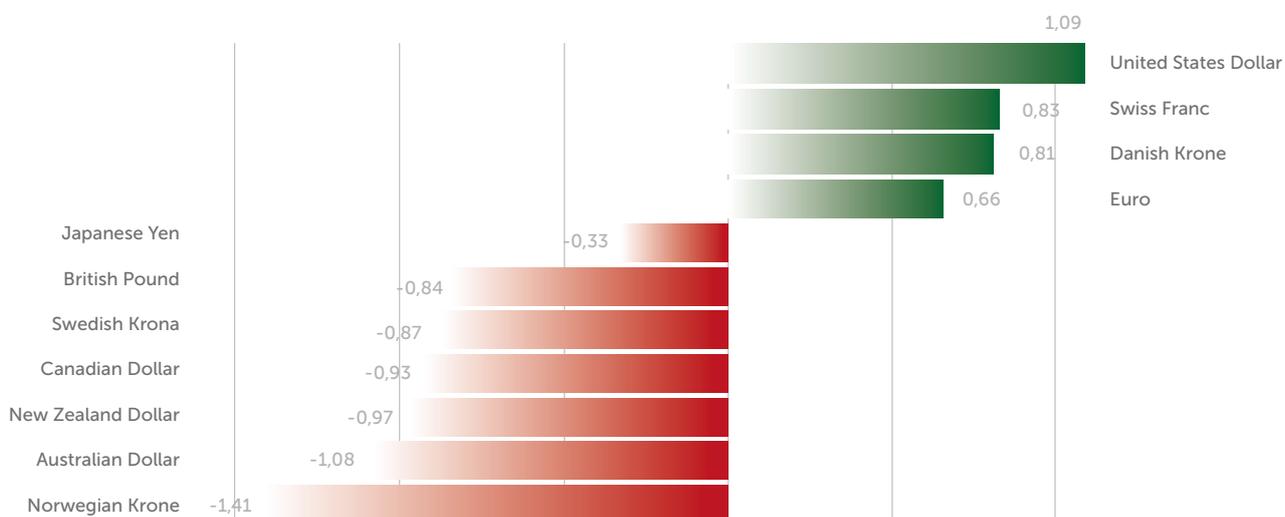


Fonte: Bloomberg - rielaborazione Quaestio

La figura 11 rappresenta una misura sviluppata dall'Economist della Parità del Potere d'Acquisto molto particolare, quella rappresentata dal costo in termini reali di un bene disponibile ovunque e la cui composizione è costante nel tempo e nello spazio: il Big Mac di McDonald's. Altre stime sono sicuramente più sofisticate dal punto di vista statistico: questa ha il pregio dell'immediatezza e della facile comprensione a tutte le latitudini.

Passando a considerare i paesi del G10 ed utilizzando un metodo di raffronto differente (i tassi di cambio reali) si ottiene una scala di valutazione che, fra le valute di riserva, premia lo yen a scapito di dollaro USA, euro e franco svizzero. La figura 12 evidenzia precisamente questo fenomeno.

**Figura 12: Indice di valutazione del tasso di cambio reale, che tiene conto anche dei differenziali di inflazione: gli scostamenti attuali dal valore mediano (Real Effective exchange Rate - Z-Score)**



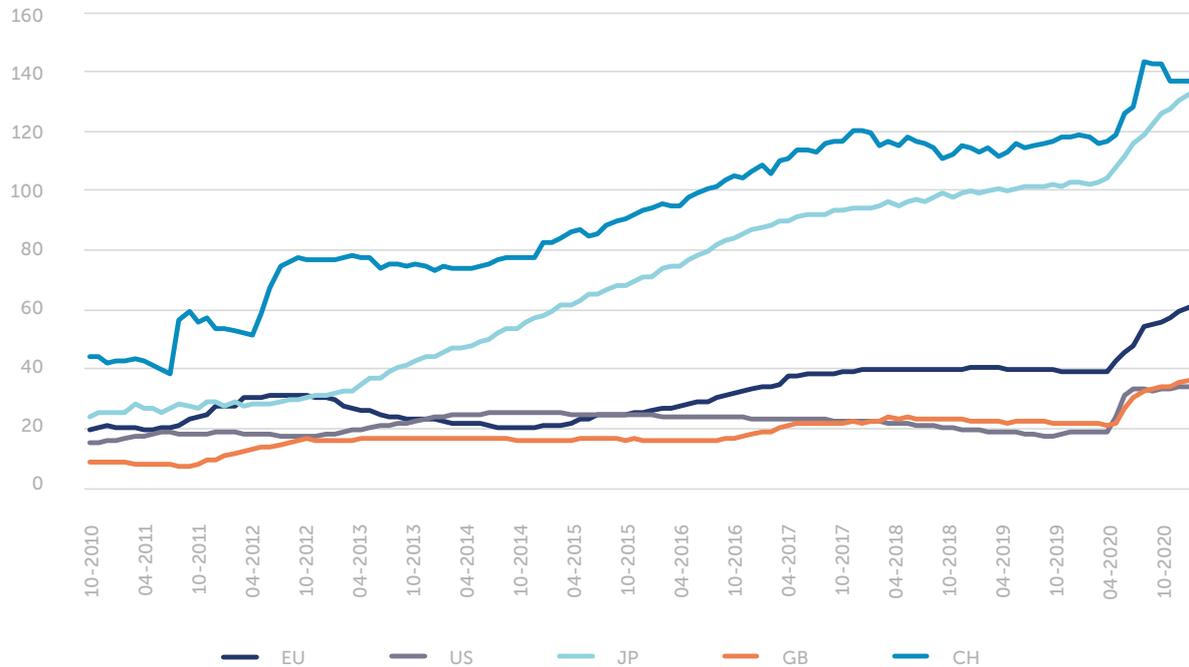
Fonte: Bloomberg - rielaborazione Quaestio

Il dollaro statunitense rappresenta la valuta preferita per scambi, fatturazione delle merci e riserva di valore mentre il franco svizzero gode soltanto di quest'ultima prerogativa.

Il vero problema del franco risiede nel fatto che il bilancio della Banca Nazionale Svizzera (BNS) è il più alto fra le altre banche centrali: nonostante la massa monetaria non sia cresciuta in modo consistente gli attivi della BNS si sono incrementati per le riserve in valuta estera, aumentate per contenere la forza del franco, bene rifugio per eccellenza. La figura 13 rappresenta l'evoluzione del bilancio delle principali banche centrali.

Questa strategia di sterilizzazione non è sostenibile nel lungo periodo: già in un'occasione – nel gennaio 2015 - la BNS fu costretta dal mercato a interrompere la stabilizzazione del franco, che si rivalutò del 20% in pochi minuti: la storia si ripeterà?

Figura 13: Totale attivi delle banche centrali come % del PIL



Fonte: Bloomberg - rielaborazione Quaestio

Se quindi le valutazioni di molte *asset class* sono ai massimi, come il mercato azionario statunitense, o simmetricamente ai minimi, come i rendimenti obbligazionari governativi tedeschi, per i tassi di cambio la situazione è più variegata: se per i primi due esempi si può ipotizzare un lento ritorno alla media, sempre difficile da cogliere nel timing, per le valute viene più facile ipotizzare una serie di aggiustamenti veloci, che potrebbero caratterizzare l'intero 2021.





## Consumer Credit

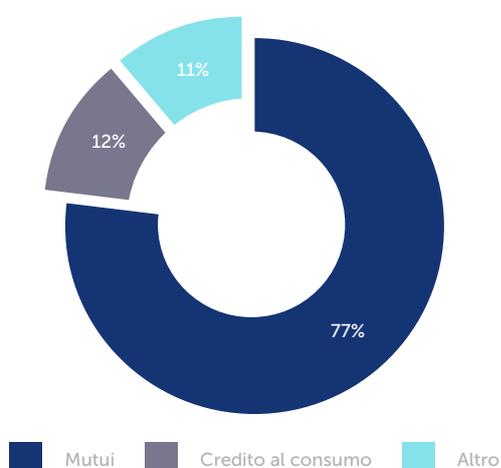
a cura di Federico Valesi (Responsabile Credito e Senior Portfolio Manager)

### La situazione dei consumi in Europa: qualità del credito e trend

Nell'anno dell'esplosione della pandemia da Covid-19 nei mercati occidentali, l'impatto economico di primo ordine è stato indubbiamente quello sui consumi delle famiglie.

Se è vero che i dati in nostro possesso sono difficilmente comparabili con i precedenti *shock* economici e finanziari, vista la rapidità con cui si è manifestata la crisi, ciò che possiamo analizzare ex-post sono gli effetti e quanto i sistemi economici siano stati in grado di recuperare dai minimi della scorsa primavera.

Figura 14: Composizione del debito dei consumatori europei



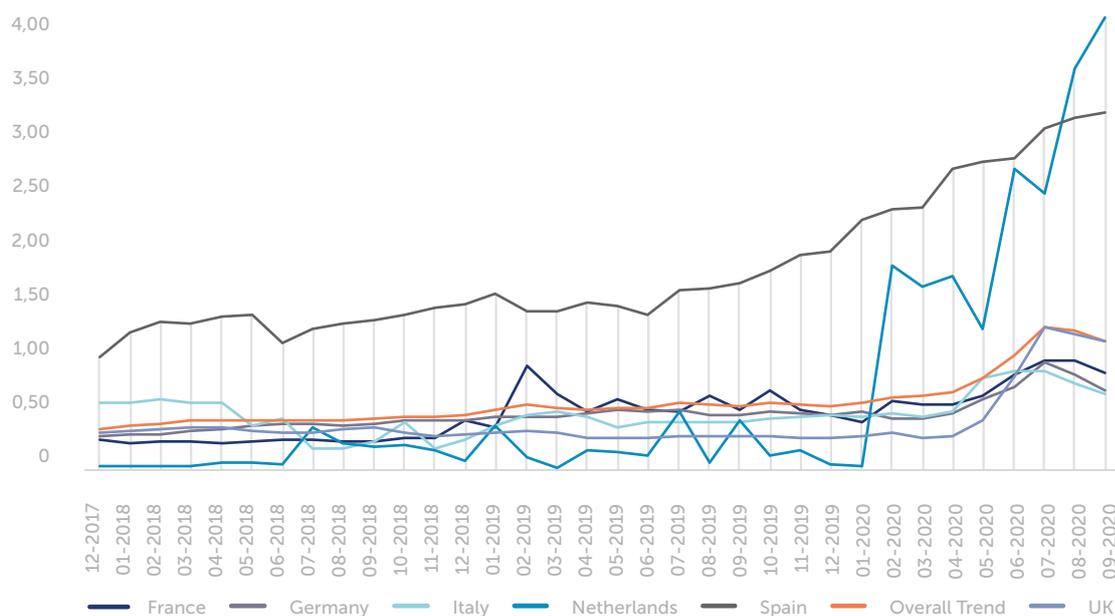
Fonte: Moody's Investor Service

Un primo sguardo alla composizione del debito delle famiglie ci indica un alto grado di concentrazione verso i mutui (intorno all'80%, figura 14). Data questa peculiarità esso è molto rigido, ma al contempo anche il meno costoso in termini di tasso nominale. Ciò può rappresentare un primo segnale positivo per l'intero sistema. Nello spettro dei beni e servizi a disposizione dei consumatori possiamo altresì distinguere la porzione di quelli che, durante i *lockdown*, sono andati totalmente persi, da quelli che presumibilmente potrebbero essere stati solo ritardati. Tra i primi, che rappresentano circa un quarto dei consumi delle famiglie dell'UE, troviamo le attività relative al turismo, ai trasporti, alle attività culturali e ricreative, alla ristorazione.

Dall'altro lato, i consumi relativi a beni durevoli, che rappresentano circa il 20% dei consumi, potrebbero invece essere semplicemente ritardati fino al momento in cui la fiducia dei consumatori ritorni a crescere. La parte rimanente, data la natura dei beni che la compone (quali ad esempio cibo alcol e tabacco, comunicazione, elettricità, gas, istruzione, ecc.) si è dimostrata molto resistente all'impatto della crisi. Sulla base dell'esposizione dei paesi europei a questi settori, l'impatto peggiore della pandemia sarebbe su Spagna, Grecia, Italia e Regno Unito che rispetto a Francia e soprattutto Germania, hanno una composizione del prodotto interno lordo sfavorevole in termini di settori (turismo, trasporti) e più concentrata sul consumo delle famiglie rispetto a quello industriale. In particolare, è utile focalizzarsi sul mercato dell'auto, settore tra i più colpiti durante la crisi.

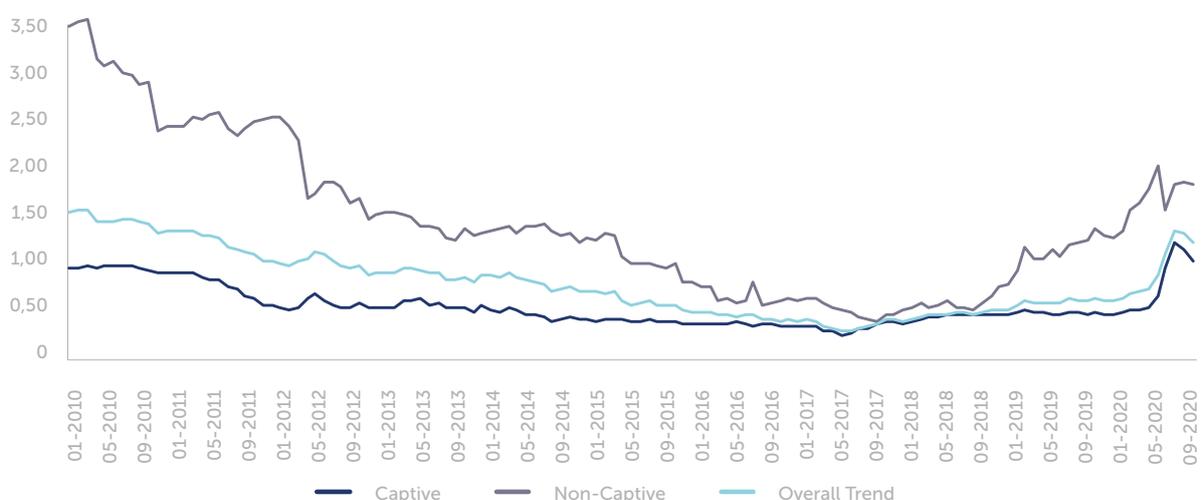
Attraverso l'analisi dei dati forniti dai portafogli cartolarizzati, possiamo notare come vi sia un indubbio deterioramento nelle metriche di rischio più comuni relative a ritardi nei pagamenti e *default trend* (si veda ad esempio l'andamento delle insolvenze nel settore rappresentate nelle figure 15 e 16), ma al contempo che il settore stia dimostrando una certa robustezza a fronte della crisi, dato che i valori medi rilevati sono ancora migliori rispetto ai livelli storici.

**Figura 15: Valore percentuale insolvenze su comparto prestiti e leasing auto: dettaglio per singolo paese**



Fonte: Moody's Investor Service, elaborazione Quaestio.

**Figura 16: Valore percentuale insolvenza su comparto prestiti e leasing auto, dettaglio per diversa tipologia di emittente (dati area Europa, Medio Oriente e Africa - EMEA Auto Loans and Auto Leases ABS 60+ Days Delinquency - trend by originators)**



Fonte: Moody's Investor Service, elaborazione Quaestio.

## La leva finanziaria e le manovre di supporto al credito

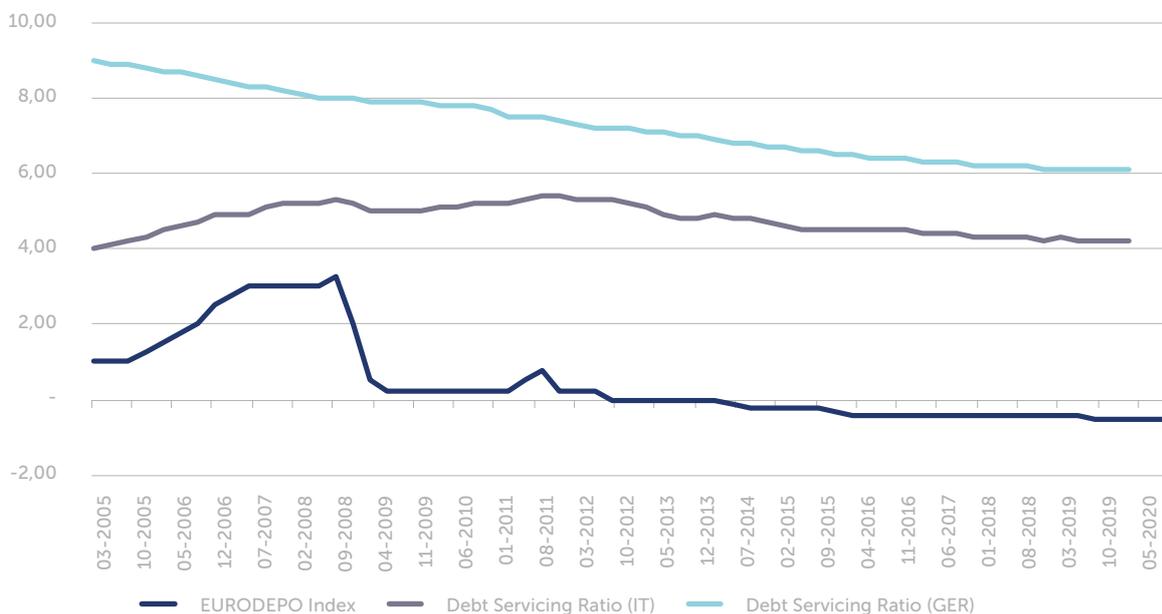
Sul tema dei consumi è fondamentale l'aspetto della leva finanziaria e delle possibilità di indebitarsi minimizzando i costi per le famiglie europee. L'esplosione della pandemia nel primo quadrimestre dell'anno ha dettato una immediata diminuzione della domanda di credito al consumo, come evidenziato in figura 17, ma le azioni intraprese dalla BCE hanno avuto un ruolo centrale nel sostegno della leva creditizia, riducendo il costo del credito anche al dettaglio (figura 18).

**Figura 17: Tasso di crescita annuale dei prestiti alle famiglie: credito al consumo**



Fonte: Bloomberg e Moody's Investor Service, Elaborazione Quaestio.

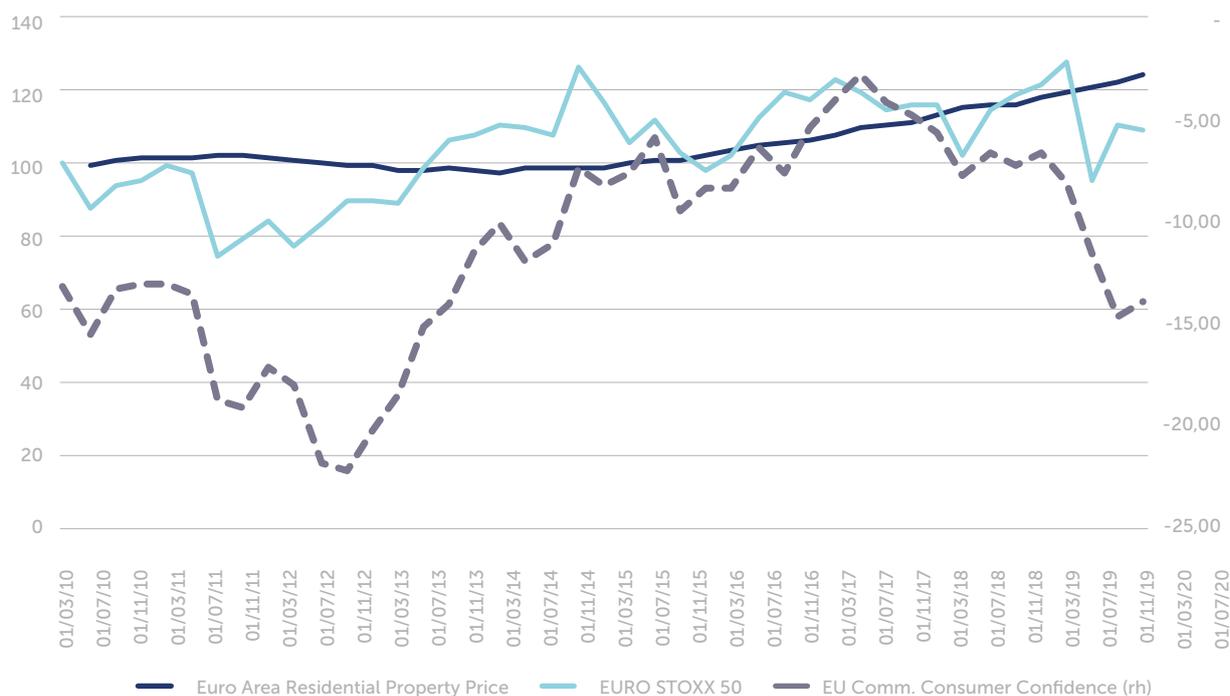
**Figura 18: Costo del credito al dettaglio e tasso sui depositi praticato dalla BCE**



Fonte: Bloomberg e Moody's Investor Service, Elaborazione Quaestio.

Se andiamo ad analizzare più da vicino il rapporto tra l'indebitamento familiare ed il reddito lordo disponibile, esso ha raggiunto valori ampiamente sopra al 100% e rimane per questo elevato rispetto alla media storica; ciò che ci aspettiamo tuttavia è che esso venga in qualche modo mitigato dalla diminuzione dei costi connessi: le spese per interessi ne rappresentano la prima e la più significativa componente. Le condizioni creditizie vanno inoltre valutate nel più ampio contesto dei mercati finanziari e del mercato immobiliare, sui quali si riverbera il valore degli attivi finanziari detenuti dai consumatori. Sappiamo che dopo i minimi raggiunti nel periodo di marzo-aprile, quasi tutti gli indici dei maggiori mercati mobiliari europei sono riusciti a recuperare terreno e questo ha comportato una diminuzione del livello di leva finanziaria valutata sull'intero patrimonio del debitore. Teniamo inoltre presente che nonostante tutto, il 2020 ha visto ancora una moderata crescita dei prezzi immobiliari (rappresentati in figura 19 insieme all'andamento di un indice azionario e di un indice di fiducia dei consumatori), il che, unitamente a condizioni di assoluto vantaggio dettate dalla Banca Centrale Europea (e dai governi locali) potrà ragionevolmente sostenere un livello di indebitamento elevato e in questo senso riuscire a supportare una ripresa graduale dei consumi.

**Figura 19: Andamento dei prezzi degli immobili residenziali, confrontati con l'indice azionario (Eurostoxx 50) e l'indicatore della fiducia dei consumatori nell'eurozona**



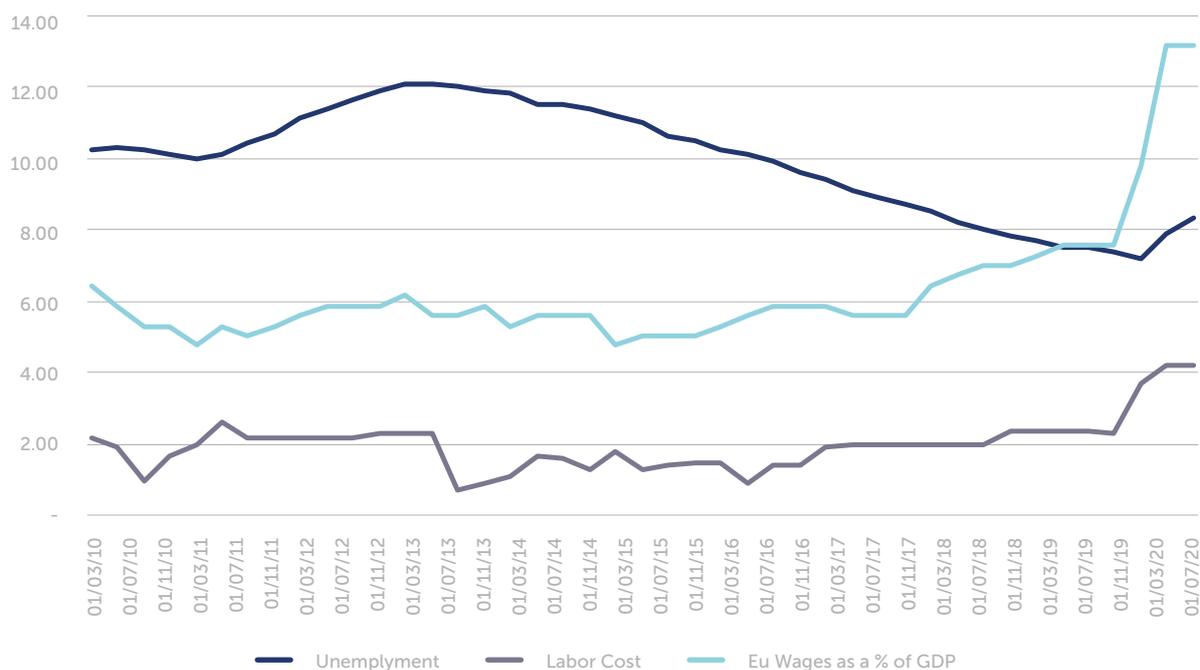
Fonte: Bloomberg, Elaborazione Quaestio

## Mercato del lavoro: costi, programmi statali e differenza

Parallelamente a ciò che abbiamo appena visto in merito alla salute del credito al consumo, affrontiamo il tema del mercato del lavoro e dell'andamento dei salari nell'Eurozona. Ciò che ci appare fondamentale al fine di fornire la completa rappresentazione economica delle famiglie europee è valutare l'evoluzione attesa per il 2021. Se da una parte, infatti, abbiamo assistito a un periodo probabilmente senza precedenti in quanto a facilitazione delle condizioni creditizie e accesso al credito, dall'altra tutto questo è stato necessario a fronte di profonde preoccupazioni per il mercato del lavoro, sovente sorretto da misure straordinarie e temporanee, quali divieti di licenziamento. L'Europa ancora una volta sembra profondamente divisa tra quello che succede nei paesi dell'area mediterranea e i paesi nordici con la Francia a fare da spartiacque.

L'obiettivo principale è evidentemente quello di preservare la stabilità dei salari delle categorie più deboli. La strada intrapresa tuttavia, non sembra aver sortito gli stessi effetti verso tutte le categorie. Dalla parte dei lavoratori, nei settori più esposti alla crisi economica portata dal virus, notiamo una diminuzione dei salari e allo stesso tempo, dalla parte delle imprese, si può notare un aumento del costo del lavoro (figura 20).

Figura 20: Costo del Lavoro e Disoccupazione nell'Eurozona



Fonte: Fonte: Bloomberg, Elaborazione Quaestio

Nell'Eurozona, infatti, abbiamo assistito ad un aumento generalizzato del costo del lavoro nel secondo trimestre, in particolare proprio nei settori più esposti alle chiusure dettate dal coronavirus. I programmi di sussidi e anti-licenziamento dei governi hanno mantenuto le persone sui libri paga, ma sovente vi è stata un'effettiva perdita di ore lavorate. Ciò ha fatto aumentare i costi salariali orari su base annua del doppio rispetto al tasso medio registrato durante tutto il 2019 (fonte Eurostat).

Il tasso di disoccupazione in Europa era al 7,9% a luglio per poi tornare a salire nel terzo quadrimestre e le previsioni per fine 2020 sono di una ascesa fino al 9,4% entro la fine dell'anno. Questa cifra non sembra fornire una fotografia reale del mercato del lavoro, dato che molti paesi – tra i quali l'Italia – continuano a gestire programmi di sussistenza e blocco dei licenziamenti.

## **Cosa ci aspettiamo dal 2021 nel settore del credito?**

Le nuove restrizioni indotte al contenimento del Coronavirus rappresentano l'ennesimo ostacolo al rilancio delle economie europee. Le rinnovate regole di distanziamento sociale e le chiusure massive che ne derivano, unite ai programmi di moratoria sui pagamenti, potrebbero causare un'inversione della tendenza positiva vista sui pagamenti dei prestiti e sull'aumento dei consumi riscontrati fino ad ottobre. La percentuale di prestiti in moratoria, infatti, ha continuato a scendere dal picco dell'estate e - sebbene la seconda ondata autunnale stia provocando un'inversione di tendenza - sono ora quasi un terzo di quelli osservati durante il picco estivo. Non tutti i mercati, tuttavia, hanno registrato lo stesso andamento e alcune distinzioni vanno operate a seconda del tipo di prestito che stiamo osservando.

Da una parte il mondo mutui e prestiti al consumo ha reagito molto positivamente allo *shock*, dall'altro l'universo delle piccole e medie imprese rimane ancorato su livelli molto più preoccupanti. Per quello che riguarda il 2021, ci aspettiamo un andamento molto simile dettato dalla prudenza nelle riaperture e da un cauto ritorno ai consumi "normali". Sarà importante monitorare costantemente il progressivo deterioramento della qualità dei crediti previsto nei prossimi mesi nel momento in cui le misure di sostegno dei governi inizieranno ad indebolirsi. L'ultima osservazione che ci sentiamo di condividere riguarda il comportamento futuro dei consumatori più che il volume dei consumi stessi. Sappiamo che durante i *lockdown* le famiglie hanno sviluppato una forte inclinazione al consumo attraverso le piattaforme digitali piuttosto che attraverso il canale del negozio fisico: questo può essere un punto fondamentale per le economie più legate a piccole imprese locali che non hanno accesso diretto a piattaforme digitali di *e-commerce*, perché potrebbe portare a riflessioni molto più ampie in merito al valore degli immobili commerciali e degli affitti nelle zone delle città commercialmente più appetibili.





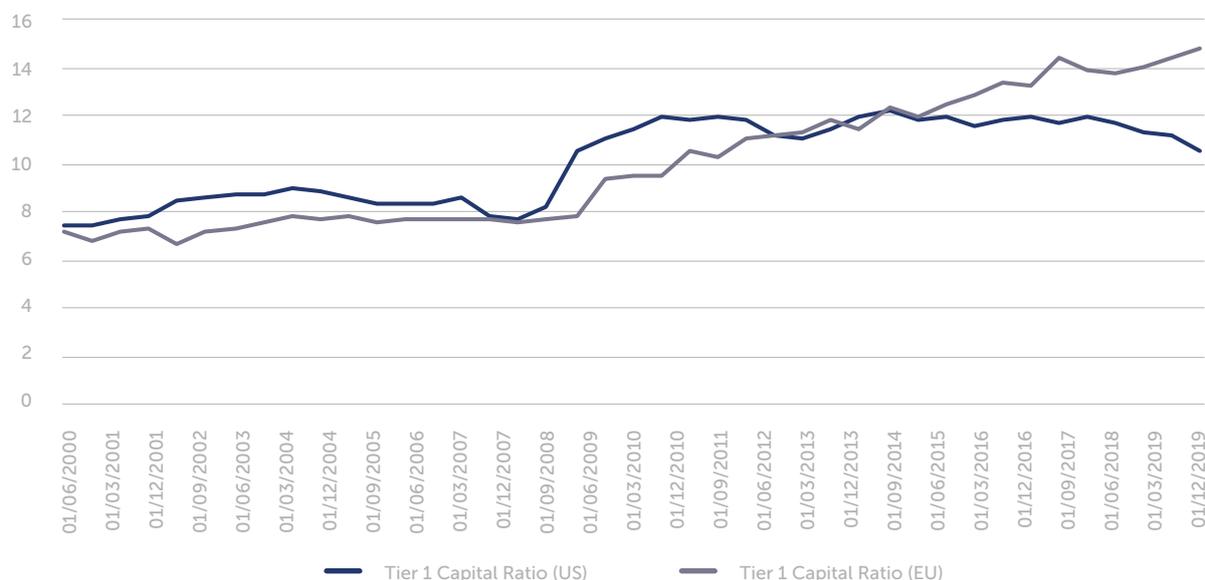
## Credito – Sistema bancario evoluzione dal 2000 ad oggi

a cura di Federico Valesi (Responsabile Credito e Senior Portfolio Manager)

La crisi del 2007-2009 ha marcato uno spartiacque per il settore bancario mondiale, facendo emergere una cattiva abitudine di molti banchieri dell'epoca: un'eccessiva propensione al rischio. Livelli patrimoniali inadeguati, *buffer* di liquidità insufficienti ed evidenti lacune nel quadro delle misure macroprudenziali, sono stati gli altri elementi che hanno contribuito a far detonare la miccia accesa dal forte ribasso dei corsi del mercato immobiliare americano. La prima fase della crisi è stata superata con massicce iniezioni di capitale pubblico nelle banche e il ricorso a uno strumento di politica monetaria che non ci avrebbe più abbandonato fino ai giorni nostri, il *Quantitative Easing*. Si trattava ora di sistemare le falle del sistema che avevano permesso l'eccessivo "*risk taking*". I regolatori hanno risposto in modo coordinato richiedendo un rafforzamento dei coefficienti patrimoniali e di liquidità, stringendo le maglie in materia di vigilanza e disegnando un quadro normativo in merito di insolvenza bancaria più chiaro. Lo scenario operativo è mutato radicalmente, anche a causa di un prolungato periodo di crescita economica anemica, del "*deleveraging*" del settore privato e di un regime di tassi di interesse mai visto in precedenza. A tutto ciò bisogna aggiungere un cambiamento nei trend della globalizzazione e dell'economia reale e la tecnologia che ha prodotto un nuovo fattore di rischio: quello della competizione di gruppi non bancari. Per far fronte a tutti questi cambiamenti e fornire una guida, il *Committee on the Global Financial System* (CGFS) ha elaborato una serie di misure atte a garantire la stabilità del sistema bancario e mantenere aperti i canali dell'erogazione a supporto della crescita economica del credito in periodi di stress economico:

- aumento della quantità e della qualità del capitale richiesto;
- introduzione di misure specifiche per le banche di importanza sistemica globale (*G-SIBs*);
- riduzione del rischio di liquidità con la creazione di misure quantitative come *LCR* (*Liquidity Coverage Ratio*) e *NSFR* (*Net Stable Funding Ratio*);
- implementazione di uno schema regolamentato a livello globale per la risoluzione degli istituti di credito con il fine di impedire la necessità di ricorrere ad interventi pubblici (*TLAC*, *Total Loss Absorbing Capital*).

Le mutate condizioni di mercato e i cambiamenti nel quadro normativo hanno prodotto un significativo impatto sul settore bancario a livello globale. In risposta al nuovo scenario operativo, le banche hanno aggiornato la propria strategia operativa e i loro modelli di rischio. Nei mercati sviluppati un numero significativo di sistemi finanziari si è trovato a confrontarsi con bassi livelli di profittabilità e con la gestione dei postumi della crisi nei loro bilanci. La trasformazione del modello operativo bancario avvenuta nell'ultimo decennio ha determinato un trasferimento di valore dal conto economico allo stato patrimoniale, favorendo gli investitori attivi nel debito a discapito di quelli attivi nel capitale azionario. Il rafforzamento patrimoniale è evidente analizzando l'evoluzione dei *ratio* patrimoniali. A titolo illustrativo riportiamo in figura 21 il *total capital ratio* per il mercato europeo e statunitense.

**Figura 21: Total Capital mediano del settore bancario in Europa (EuroStoxx Banks) e negli Stati Uniti (S&P 500 Banks)**

Fonte: Bloomberg. Elaborazioni Quaestio.

Le banche hanno rivisto il proprio business model e la propria strategia per fronteggiare il nuovo contesto operativo, aggiornando le stime di crescita, la composizione del loro stato patrimoniale, la struttura dei costi, la struttura organizzativa, la presenza geografica e il capitale allocato alle diverse linee di business. La redditività di molti gruppi bancari dipende oramai in maniera sempre maggiore da risparmio gestito e servizi assicurativi. E questo comporta un peso sempre maggiore dell'azionista banca nei processi decisionali di molti grandi *asset managers captive*, vere vacche grasse sempre più asservite a sovvenzionare altre linee di business che faticano a rimanere a galla, come per esempio la tradizionale attività di credito e di intermediazione bancaria.

La comparsa del Covid-19 ha costretto le autorità di vigilanza a rilassare alcune delle misure introdotte in precedenza, seppur temporaneamente, per permettere alle banche di continuare a foraggiare l'economia reale con la concessione del credito.

L'aumento coercitivo dei requisiti patrimoniali, il miglioramento della qualità degli attivi tramite la gestione dello stock di *Non Performing Loans (NPL)* e la significativa riduzione del *leverage ratio* hanno in un contesto di tassi discendenti contribuito ad un cambiamento strutturale nella redditività, con livelli di *Return of Equity (ROE)* quasi dimezzati in un ventennio sia in Europa, che negli Stati Uniti, come evidenziato in figura 22. La valutazione di mercato guardando a multipli come *Price/Earnings (P/E)* o *Price to Book Ratio (P/B)* incorpora basse prospettive reddituali presenti e future e forse anche un eccessivo pessimismo sulla qualità degli attivi.

Figura 22: Return of Equity medio del settore bancario in Europa e Stati Uniti



Fonte: Bloomberg. Elaborazioni Quaestio.

Quel che è certo è che tutti i cambiamenti avvenuti a livello patrimoniale e regolamentare sono andati nella direzione dei portatori di capitale di debito e a discapito degli azionisti. Un *trend* che merita attenzione in quanto non unico ma sicuramente isolato all'interno dei settori non finanziari negli ultimi dieci anni. La diminuzione del costo del denaro, la scarsa crescita economica e la maturità di molti settori hanno spinto i manager a politiche aggressive dato che il tanto atteso super-ciclo del *capex* (*CAPital EXpenditure*, cioè le spese in conto capitale) non si è mai verificato e - in compenso - abbiamo assistito all'aumento del ricorso al debito per finanziare la crescita inorganica o il riacquisto di azioni proprie, innalzando la leva finanziaria, con un peggioramento della struttura patrimoniale per i creditori.

In tale contesto l'investimento nel debito bancario in tutte le sue diverse declinazioni di rischio dai bond senior (*preferred* o non), ai *Tier 2*, agli *AT1 Coco's* risulta presentare un grado di rischio decisamente inferiore alla media storica.



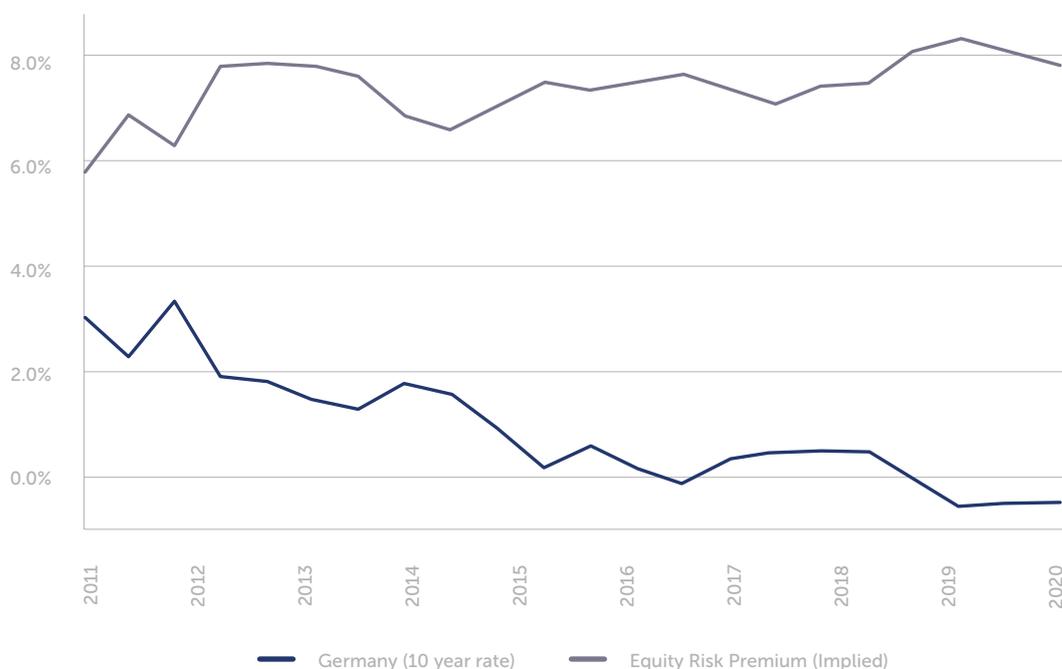
## Azionario Europa: il nuovo value investing nell'era dei tassi a zero

a cura di Umberto Sagliaschi (Responsabile Equity e Senior Portfolio Manager)

Del *doman* non v'è certezza, ma le probabilità di osservare una ripresa dei rendimenti dei titoli governativi sono pressoché nulle in Europa, specie nell'Eurozona. Infatti, gli stati possono permettersi di pagare rendimenti più elevati soltanto a fronte di entrate maggiori. In questo senso, soltanto una forte crescita macroeconomica potrebbe permettere la sostenibilità di rendimenti significativamente al di sopra dello zero *lower bound*, uno scenario poco plausibile nel breve e medio periodo. Le politiche monetarie ultra-espansive sono destinate a perdurare nel tempo, con il doppio scopo di incentivare le imprese ad investire di più e di sostituirsi (indirettamente) agli investitori privati nella detenzione delle obbligazioni di stato, permettendo così a sua volta l'afflusso dei capitali privati alle imprese. È un percorso lungo e non privo di intoppi, come dimostra l'esperienza della pandemia e come descritto largamente nelle sezioni precedenti.

I rendimenti attesi del mercato azionario europeo rimangono elevati, nonostante il basso livello dei tassi di interesse. Questo per due ordini di motivi. Da un lato, le aziende quotate in borsa sono molto diverse dalle piccole e medie imprese. Grazie ad una dimensione internazionale, le prime riescono infatti a crescere sfruttando la propria presenza in mercati diversi da quello europeo, ed in particolare dell'Eurozona. Dall'altro, il livello dei tassi di interesse corrente riflette un'avversione al rischio maggiore, legata almeno in parte all'invecchiamento della popolazione, ma anche ad una percezione di un maggior rischio sistemico rispetto al passato. Per tale motivo, il premio per il rischio azionario rimane sufficientemente elevato da compensare la compressione dei tassi governativi. La figura 23 mostra un confronto tra l'andamento, nel tempo, dei tassi di interesse e del premio per il rischio richiesto agli investimenti azionari<sup>4</sup>.

**Figura 23: Confronto tra i tassi di interesse ed Equity Risk Premium**

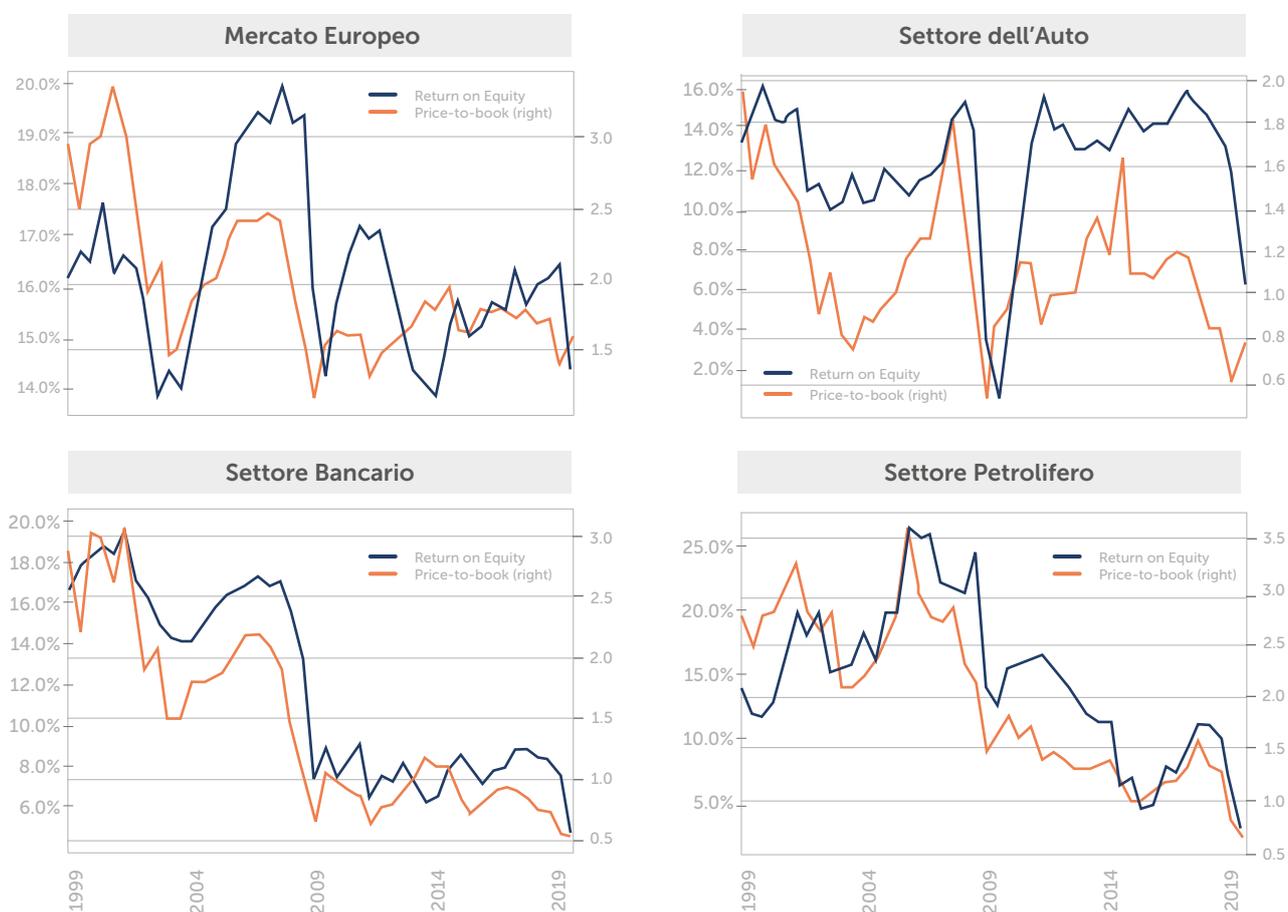


Elaborazioni Quaestio su dati Factset.

<sup>4</sup>Per Equity Risk Premium si intende la differenza tra il rendimento atteso del mercato azionario e il tasso di interesse risk-free. Si veda anche il nostro recente articolo a cura di Umberto Sagliaschi, "Quali sono le determinanti dell'Equity Risk Premium?", disponibile al link: <https://www.quaestiocapital.com/it/news-ita/202010-equity-risk-premium/>

Non tutti gli investimenti azionari sono uguali però ed è importante scegliere in modo accurato a quali rischi esporsi. Nel corso del tempo, i settori ciclici, tra cui finanziari, petroliferi e auto, sono diventati sempre più a sconto rispetto agli altri settori. Diversamente da quanto si possa pensare, questi settori non sono diventati più *value*, ovvero caratterizzati da rendimenti attesi superiori rispetto al passato. Semplicemente, la loro marginalità ed efficienza del capitale investito si è ridotta enormemente, per via della maggior concorrenza (settore auto), obsolescenza tecnologica (petroliferi) e del mix di *regulation* e crescita domestica stagnante (settore bancario e finanziario in genere).

Figura 24: Return on Equity e Price-to-Book in Europa: Mercato vs. Settori Ciclici



Nel corso del tempo i tre settori menzionati non sono sicuramente divenuti meno rischiosi. Quindi, in base a quanto visto anche nella figura 23, nel caso migliore il loro costo del capitale è rimasto stabile. Per comprendere la relazione inversa tra l'andamento temporale della redditività del capitale investito e i multipli di mercato, basta fare quindi un semplice esempio. Considerate una società del settore petrolifero, senza debito e liquidità per semplicità, che genera un dividendo atteso costante nel tempo pari al 5% del proprio capitale investito. Se, data la rischiosità dei flussi di cassa operativi, il mercato ritiene opportuno domandare un rendimento atteso del 10%, il valore di mercato dell'azienda e delle sue azioni sarà pari soltanto alla metà del suo valore di libro. Invece, se il ritorno sul capitale fosse stato pari al 20%, lo stesso multiplo sarebbe stato quattro volte superiore. Sostenere quindi la possibilità di conseguire maggiori rendimenti attesi rispetto al passato sui titoli ciclici europei appare abbastanza illusorio.

Altra cosa, invece, è chiedersi se all'interno dei settori ciclici - e non solo - ci siano delle società i cui rendimenti attesi sono per qualche motivo superiori o inferiori a quello che dovrebbe essere un ragionevole tasso di sconto per il rischio associato all'investimento. Questa è l'essenza del vero *value investing*, che significa in primis escludere dal proprio portafoglio titoli con rendimenti attesi inappropriati a fronte della rischiosità del business model dell'azienda in cui si investe. Un autentico *value investing* deve essere necessariamente orientato a capire la relazione tra valutazioni e sostenibilità delle performance operative. Un aspetto troppo spesso trascurato da molte gestioni *value* tradizionali, focalizzate più sul confronto storico dei multipli di mercato e su scelte settoriali, che come mostra la figura 24 può essere quantomeno fuorviante e incompleto come approccio.

In passato, il vecchio approccio al *value investing* basato sull'analisi dei multipli poteva anche funzionare, in quanto l'universo investibile era sicuramente meno eterogeneo in termini di marginalità e redditività delle aziende. Oggi, con l'emergere di *business models* disancorati dagli asset "tangibili", è chiaro che non ci si possa più limitare a questo tipo di analisi. Il nuovo *value investing* è un ritorno alle origini, ovvero all'analisi dei fondamentali delle aziende e dei rendimenti attesi impliciti nei prezzi di mercato, che devono risultare più elevati a fronte di un maggior rischio ciclico. Tutte le strategie azionarie di Quaestio si propongono l'obiettivo di allocare capitale soltanto a titoli le cui valutazioni sono riconducibili ad una generazione di cassa coerente con la tipologia di prodotto o servizio offerto dalla società, permettendoci anche di prendere posizione in titoli ciclici, con rendimento atteso strutturalmente più elevato a seconda delle fasi di mercato, e senza correre il rischio di pagare premi poco monetizzabili. In questo contesto di mercato infatti, il rischio maggiore è quello di pagare in molti settori dei premi legati ad aspettative di un ritorno a livelli più elevati di marginalità come quelli conseguiti nel passato. In molti casi si tratta più di speranze, e alle speranze è meglio non far troppo affidamento.

Quanto appena espresso ha una conseguenza importante anche per quegli investitori che stanno riorientando i propri portafogli alla ricerca di nuove fonti di flussi "cedolari". Più volte ci è capitato nel corso dell'anno di riflettere con diversi investitori sull'appropriatezza di un portafoglio azionario caratterizzato da titoli con dividend yield elevato. L'errore in questo caso è doppio, se non triplo in alcuni casi.

In primo luogo, quello che conta per un azionista non sono i dividendi pagati, ma il totale dei flussi di cassa disponibili per pagare dividendi, aumentare le disponibilità liquide o riacquistare azioni proprie sul mercato (*shares buybacks*). Nel mondo ideale di Franco Modigliani e Merton Miller, tutte queste scelte sono equivalenti, anche se nella realtà, e lo abbiamo imparato proprio a marzo di quest'anno, avere delle riserve liquide permette di attenuare gli effetti di lungo periodo legati a eventi particolarmente avversi. Questo è il primo errore: pagare troppi dividendi può portare ad una gestione subottimale per gli azionisti, e quindi a rendimenti complessivi inferiori, specie se il mercato non sconta questa inefficienza in modo corretto.

Il secondo errore è pensare che l'incasso di un flusso cedolare sia in qualche modo "migliore" o disancorato dal capital gain ottenuto su un titolo. Il pagamento dei dividendi equivale ad una riduzione delle disponibilità liquide dell'azienda, che sono parte del valore di mercato dell'equity. In altre parole, subito dopo il pagamento del dividendo, il prezzo del titolo si riduce del dividendo per azione pagato. Quello che conta dunque è il rendimento del titolo tra due date di stacco dividendi successive, che a sua volta dipende dalle performance operative dell'azienda a parità di condizioni di mercato. In questo senso, il dividend yield è una misura di rendimento attesa incompleta, tanto più per le società che preferiscono fare uso di share buybacks, che possono essere anche fiscalmente più efficienti nel complesso per un investitore istituzionale, oltre che avere un valore segnaletico non indifferente.

Il terzo errore, e forse il più nascosto, è legato a come vengono calcolati i dividend yield. Se sul denominatore non c'è ombra di dubbio (prezzo del titolo), il numeratore invece è soggetto a vari tipi di distorsione. Per esempio, se gli analisti allineano le proprie aspettative alla guidance della società, e quest'ultima non viene rivista tempestivamente nel corso di un semestre difficile, il rischio è quello di osservare un prezzo calante e una stima di dividendo stabile, con conseguente aumento del dividend yield atteso. Il mercato, o meglio, la maggior parte degli investitori, starebbero in questo caso anticipando una riduzione dei dividendi rispetto ai numeri di guidance, probabilmente allineandosi ad un'aspettativa più corretta. Sarebbe quindi errato pensare ad un'opportunità di rendimento atteso più elevato.

La scelta di lasciarsi guidare da un fattore o da un multiplo nei propri investimenti di lungo periodo può essere dunque molto rischiosa. Proprio per questo, il valore di una gestione azionaria attiva deve essere in primis quello di fornire un processo chiaro e trasparente di come vengono selezionati i titoli in portafoglio, tenendo conto della relazione tra performance operative e borsistiche. Soltanto in questo modo gli investitori possono acquisire fiducia nelle proprie posizioni in portafoglio, e scegliere la strategia di gestione che più si adatta alle proprie necessità e appetito per il rischio. Per noi questo è il vero significato di *value investing*, ed è l'unico modo di convivere con l'inevitabile volatilità del mercato.





## Investimenti illiquidi

a cura di Christian Prinoth (Responsabile investimenti)

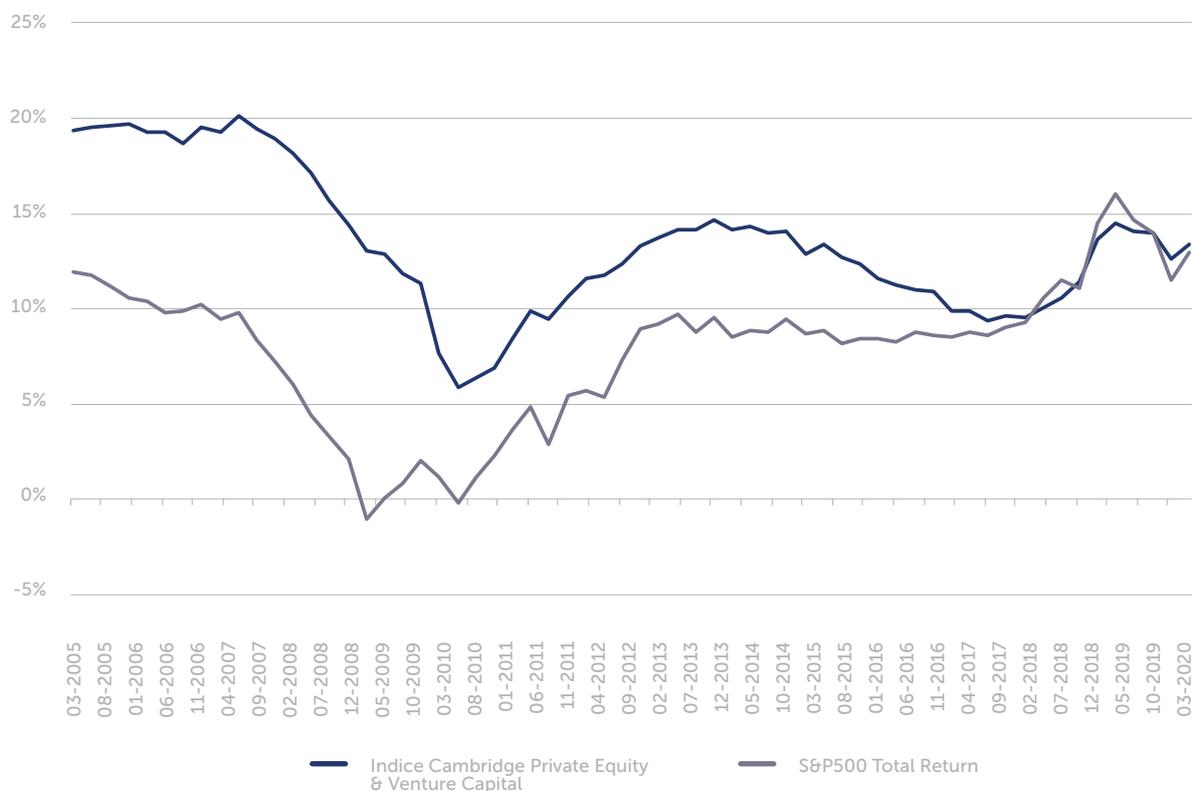
In un mondo senza *risk-free asset* gli investitori sono spinti ad assumere più rischio per far fronte alle loro esigenze di rendimenti. Lo fanno in due direzioni: da un lato, assumendo più rischio di mercato e dall'altro accettando di vincolare il patrimonio per un periodo lungo, con l'obiettivo di incassare il cosiddetto "premio di liquidità". Gli ingenti capitali in circolazione a caccia di rendimenti fanno sorgere il dubbio se il premio incassato da investimenti illiquidi come i fondi chiusi sia ancora effettivamente sufficiente per compensare l'impossibilità o quasi di uscirne in caso di necessità oppure se la domanda elevata non abbia eroso almeno in parte l'appel di questi strumenti.

Dati pubblicati da Preqin e S&P Capital IQ ci dicono che il multiplo pagato in transazioni *Leveraged Buy-Out (LBO)* da parte di fondi di *private equity* ha raggiunto nel 2020 livelli massimi, superando un valore pari a 11x sia negli Stati Uniti che in Europa. Inoltre, vi è chiara evidenza che tale incremento dei multipli è generalizzato, e non riconducibile ad una prevalenza di operazioni nei settori ad elevata crescita, quali *tech* e *health care*.

Contemporaneamente, ha raggiunto livelli massimi la disponibilità di capitale che i fondi non sono riusciti ad impiegare, così come la percentuale di operazioni di investimento che hanno coinvolto azioni quotate (c.d. *PIPE: Private Investment in Public Equity*).

È chiaro che l'aumentare dei capitali in cerca di investimento, così come l'inaridimento delle opportunità di investimento, stiano portando pian piano ad una convergenza dei rendimenti tra *Private* e *Public Equity*, ovvero ad una sparizione del premio per la liquidità (figura 25).

**Figura 25: Rendimenti medi annualizzati calcolati su finestre di 40 trimestri (10 anni) per l'indice dei fondi Private Equity & Venture Capital costruito da Cambridge e per l'indice S&P 500**

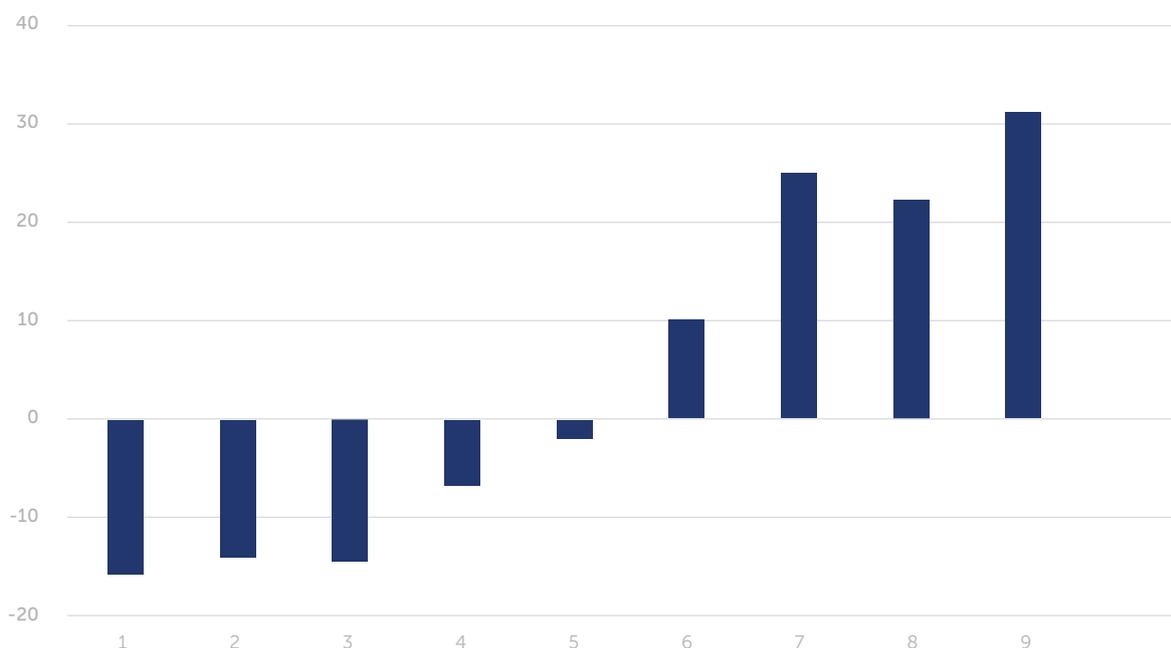


Fonte: Cambridge Associates ed elaborazioni Quaestio

Ma tralasciando per ora questa osservazione, i due indici sono veramente confrontabili? Dal 2000 ad oggi l'indice di fondi Private Equity pubblicato da Preqin ha avuto un rendimento medio annualizzato pari a +9,3% contro +7,9% dell'indice S&P500 nello stesso periodo. Tralasciando considerazioni relative al rischio, ne deriva un "premio" di +1.4%. Ma la performance di fondi chiusi viene solitamente rappresentata attraverso il cosiddetto *Internal Rate of Return (IRR)*, una misura che tiene conto della distribuzione dei flussi di cassa durante la vita di un fondo. Questa misura ha alcuni problemi rilevanti. Innanzitutto, assume che qualsiasi importo distribuito dal fondo venga reinvestito immediatamente ottenendo il medesimo rendimento di tutti gli altri flussi di cassa prodotti dal fondo. In secondo luogo, ciascun fondo chiuso non investe mai l'intero importo impegnato. Se facessimo il confronto con un fondo aperto "tradizionale", la *performance* di un investimento in un fondo chiuso è per certi versi assimilabile ad un fondo bilanciato, dove una parte del patrimonio è investita in obbligazioni prive di rischio, e solo il complemento negli attivi più "ricchi" di rendimento. Dunque, un investitore che alloca 10 milioni a *private equity*, e sulla base delle statistiche storiche riportate sopra si attende di incassare 930 mila euro all'anno invece dei 790 mila che avrebbe ottenuto da un investimento azionario tradizionale, probabilmente rimarrà deluso.

Approfondiamo questo punto con un esempio concreto. Prendendo i dati forniti da Preqin relativamente a 600 fondi delle annate 2009, 2010, 2011 e 2012, possiamo ricostruire una curva dei *cashflow* medi su queste *vintage*, rappresentata nella figura 26. Calcolando l'IRR di questi flussi di cassa si arriva ad un valore di 9,9%, che sembra confermare i numeri decisamente accattivanti citati poco fa. Ipotizziamo però di non essere in grado di reinvestire i proventi del fondo immediatamente in un altro fondo con un rendimento equivalente, ma di impiegarli in un deposito con rendimento nullo. L'IRR sotto questa ipotesi scende a 6,7%. Se facciamo un passo ulteriore e consideriamo anche il fatto che avendo impegnato un determinato importo, solo una parte di questo verrà utilizzato, mentre il resto dev'essere tenuto prontamente disponibile (anche qui ipotizziamo un deposito con rendimento nullo) per far fronte a ulteriori richiami, allora l'IRR scende ulteriormente a 3,9%. In sostanza, è estremamente difficile "accedere" ai rendimenti di un fondo chiuso senza annacquareli.

**Figura 26: Flussi di cassa netti medi per 600 fondi di Private Equity Americani ed Europei delle annate 2009, 2010, 2011, 2012, ipotizzando un impegno iniziale pari a 100**



Fonte: Preqin ed elaborazioni Quaestio

L'appeal dell'investimento in fondi di *private equity* derivante da rendimenti superiori si sta riducendo. Perché allora bloccare i propri patrimoni in investimenti poco trasparenti, dove le commissioni sono ancora di diversi ordini di grandezza superiori a quelli applicati ad investimenti tradizionali? Se è vero che guardando gli indici il rendimento da attendersi non è più significativamente diverso da quello dell'*equity* pubblico, va ricordato che, storicamente, la distribuzione dei rendimenti nello spazio dei fondi/gestori è stata molto più piatta ovvero meno concentrata intorno alla media che nei fondi di *public equity*. In altre parole, se un investitore riesce ad "indovinare" un gestore bravo, è possibile che possa conseguire rendimenti significativamente superiori alla media, e di conseguenza anche al *public equity*.

Infine, la mancanza di *mark-to-market*, per quanto rappresenti una mancanza di trasparenza, e quindi da valutare negativamente, ha il vantaggio di "proteggere" gli investitori dalla volatilità di breve periodo, impedendo riallocazioni inappropriate, che spesso si trasformano in "cristallizzazione di perdite". Chiaramente questo argomento ha senso solo se l'investimento in *private equity* è ben diversificato, in modo che singole posizioni "sbagliate" non possano compromettere l'argomento di investire per il lungo periodo che deve sostenere il portafoglio nel suo complesso.



## Investimenti ESG: un punto di vista differente

a cura di Mario Baronci (Responsabile Area Multiasset e Senior Portfolio Manager)

Lo storico discorso di Bob Kennedy precedentemente ricordato sulla limitatezza del calcolo del PIL quale indice del benessere e della felicità era rivoluzionario ai tempi: ma Kennedy era un politico. Il famoso richiamo di Milton Friedman al grado zero della funzione dell'impresa, ossia la pura ricerca del profitto, senza distrazioni derivanti dall'impegno sociale era anch'esso logicamente coerente: ma Friedman era un teorico puro.

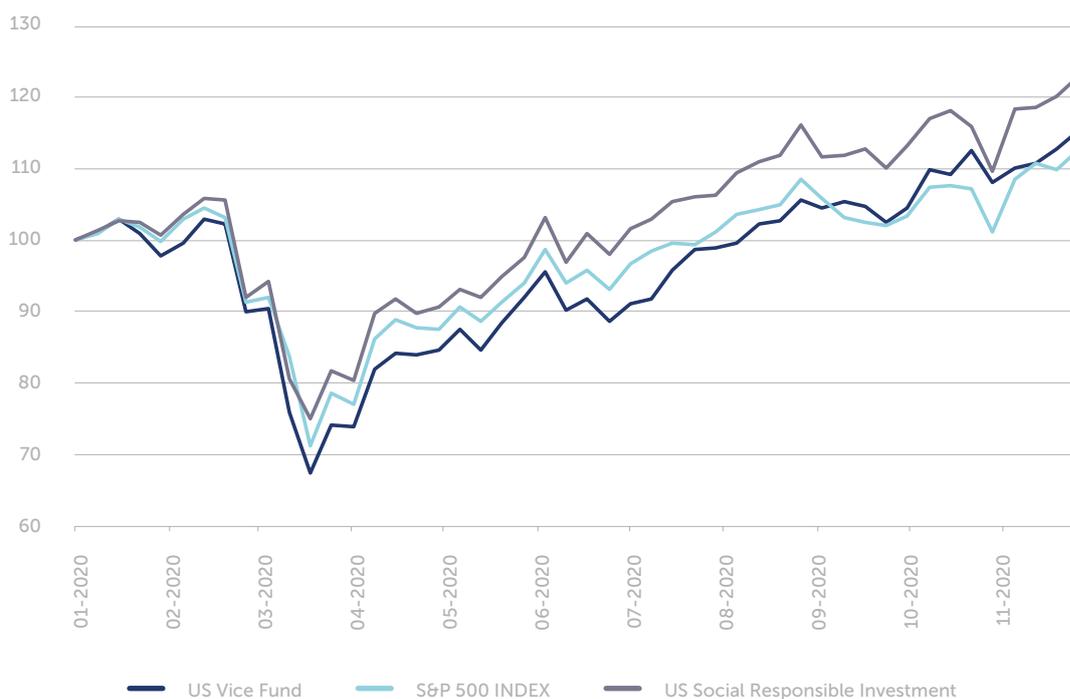
Oggi il trade-off tra benessere materiale e benessere della collettività appare datato.

"*Doing good doing well*" coniuga il meglio dei due mondi distanti: il profitto, perseguito dall'azienda e le esternalità positive che ne possono derivare.

Recentemente ci si è dedicati a calibrare e ridefinire il focus sugli investimenti etico-sostenibili: ferma restando l'attenzione a dove non si può investire (che si traduce operativamente in liste di esclusione, ovvero l'individuazione di emittenti non investibili), l'enfasi è passata a dove si vuole investire (che si traduce, operativamente, nell'integrazione di criteri ESG nei processi di investimento e nella definizione di investimenti ad alto impatto ESG). Dalla Difesa all'Attacco, insomma.

Questo in via teorica: ma in pratica quanto hanno reso gli investimenti sostenibili nel 2020, in assoluto e rispetto ad un *benchmark* di riferimento?

Figura 27: Vizi (Vice Fund), Virtù (indice MSCI US SRI) e S&P 500: l'andamento YTD



Fonte: Bloomberg e rielaborazioni Quaestio

Nel grafico appaiono gli andamenti *year-to-date* di tre indici ben distinti: lo S&P500, l'indice principe della Borsa USA, l'indice MSCI USA SRI che comprende un paniere rappresentativo dell'universo azionario USA, ripesato secondo metriche di tipo etico-sostenibili e il *Vice Fund*, un veicolo di investimento che investe soltanto in tematiche diametralmente opposte all'indice precedente, fra le quali le più rappresentate sono alcool, tabacco e gaming (case da gioco e resort in località come Las Vegas e Macao).

L'andamento del 2020 vede la prevalenza dell'indice ESG, come negli anni passati: la preponderanza nell'indice del settore "verde" e tecnologico e la scarsa rappresentanza di quello energetico legato ai combustibili fossili hanno fatto la differenza.

Più interessante notare che dopo parecchi anni di sottoperformance, l'indice non etico ha raggiunto quest'anno un sostanziale pareggio con l'indice tradizionale.

Lungi dall'inferire un invito a investire nel vizio, la deduzione forse meno immediata ma più rilevante è la presenza nell'indice tradizionale di una cospicua porzione di società poco efficienti: se infatti quelle "virtuose" sovraperformano il mercato e quelle "viziose" performano come il mercato nel suo complesso, allora di necessità una fetta di società né virtuose né viziose sottoperformano nettamente il mercato generale.

Da questa visuale lo sviluppo delle tematiche ESG-sostenibili aiuta a modificare l'assunto iniziale. Ferma restando l'attenzione a dove non si può investire, l'enfasi è passata a dove si vuole investire per arrivare finalmente a dove non si deve investire.

Quanto descritto, ha guidato Quaestio ad innovare in due direzioni.

Innanzitutto, la cifra dello stile di gestione di Quaestio è caratterizzata dall'impronta "*quality*", che per costruzione e filosofia è altamente correlata con le tematiche etico-sostenibili: la recente inclusione di gestioni, interne ed esterne, dichiaratamente ESG non ha fatto che migliorare la qualità complessiva della nostra offerta.

In secondo luogo, ci si allontana sempre di più dal vecchio mondo "pilatesco" delle liste di esclusione. L'enfasi non dev'essere più sull'allontanamento da investimenti espressione di realtà non desiderabili, bensì sull'utilizzo di questi stessi investimenti come leva per esercitare attivamente pressioni su realtà economiche, incentivandole a reindirizzare la propria attività in senso virtuoso. A tal fine, Quaestio ha attivato, per un sottoinsieme dei propri clienti, programmi di copertura dell'esposizione finanziaria a titoli emessi da entità con carenze ESG, accompagnati da *active engagement*, dove, avendo titolo di azionista, Quaestio partecipa ad attività di lobbying e votazione in sede assembleare.





## Le view dei gestori delegati

a cura di Davide Saccone (Responsabile Supervisione Gestori Delegati)

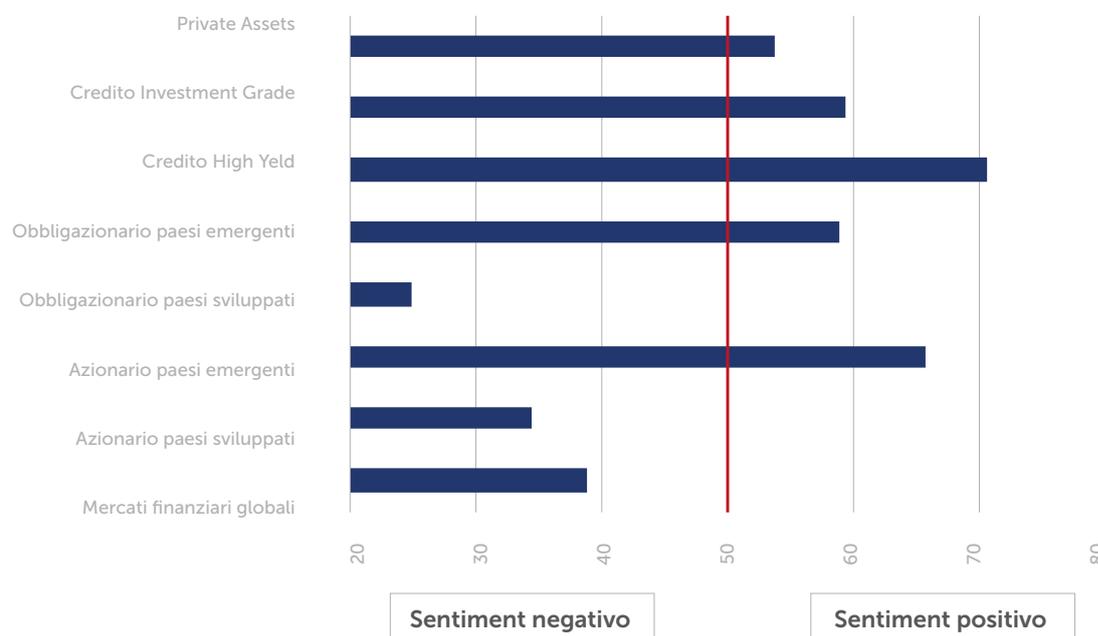
Grazie alla propria piattaforma Multi Asset Multi Manager, Quaestio ha sviluppato e consolidato nel tempo le relazioni con i propri gestori delegati. Il continuo dialogo e l'evoluzione costante di queste interazioni ci ha permesso di implementare nuovi strumenti a supporto del processo di investimento. Tra questi vi è anche una raccolta sistematica delle indicazioni di mercato dei gestori delegati: un indicatore semplice ed intuitivo che permette di avere un ulteriore strumento di supporto al processo di *asset allocation*.

L'indicatore proprietario sviluppato da Quaestio si basa sulla raccolta puntuale delle *view* di breve periodo<sup>5</sup> dei gestori delegati sulle diverse asset class sotto osservazione. Questa raccolta di informazioni ci permette di esplicitare un *sentiment index* complessivo attraverso il consolidamento e l'elaborazione dei dati ricevuti. L'indice viene pubblicato sotto forma di indice di diffusione, in modo da rilasciare una valutazione positiva in caso di indicatore superiore a 50 e valutazione negativa in caso di indicatore inferiore a 50.

### L'attuale view di breve periodo

La figura 28 rappresenta l'attuale *sentiment* di mercato dei 28 gestori delegati attualmente attivi sulla piattaforma Quaestio tramite mandati e mostra come vi sia un posizionamento favorevole dei gestori verso *asset class* quali il credito *high yield*, l'azionario dei paesi emergenti e l'obbligazionario dei paesi emergenti.

Figura 28: Quaestio Multi Manager Sentiment Index



Fonte: Elaborazioni Quaestio

<sup>5</sup> La raccolta avviene su base mensile e guardando ai 3 mesi rolling

Il posizionamento positivo verso i mercati emergenti (sia lato azionario, sia obbligazionario) rispecchia tendenzialmente tre diversi fattori:

1. la forte resilienza dimostrata da questi mercati durante gli eventi pandemici;
2. le prospettive di crescita sicuramente maggiori rispetto alla gran parte dei paesi sviluppati;
3. l'ortodossia delle banche centrali dei mercati emergenti vs quelle dei paesi sviluppati.

Per quanto riguarda la componente di credito *high yield*, la view positiva è riconducibile al fatto che sia una delle poche categorie di attivi con rendimenti allettanti e che i timori di default sembrano per ora - se non scongiurati - almeno rinviati. Il forte supporto e l'enorme liquidità fornita dalle banche centrali dei paesi sviluppati, pur non puntando direttamente ad acquisti di obbligazioni *high yield*, per ora paiono attutire il ciclo di *default*.

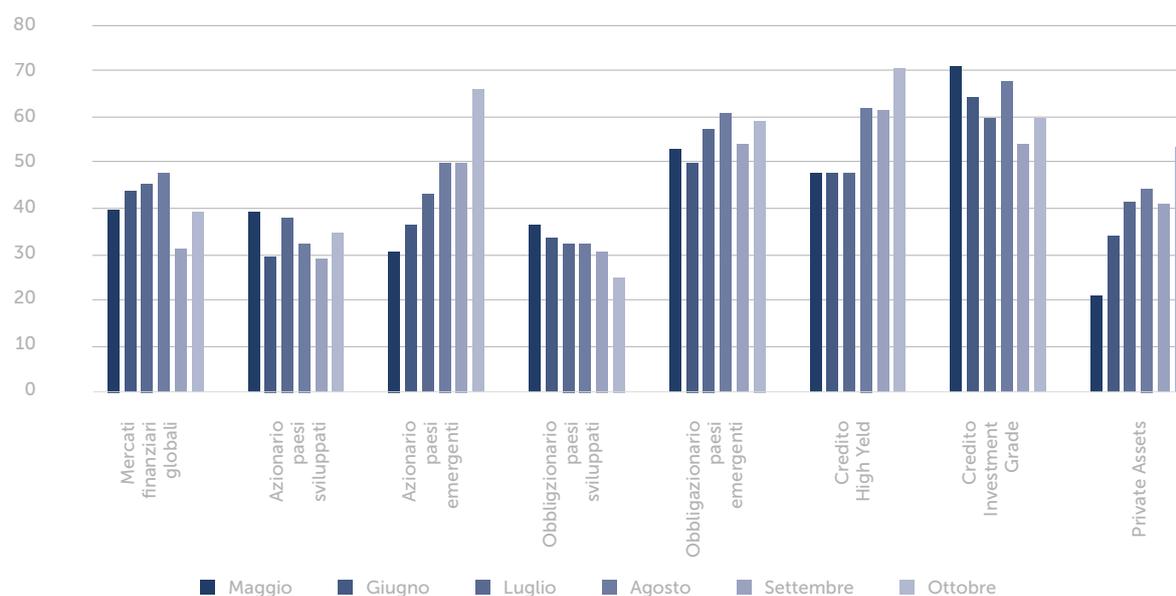
Un sentiment negativo è stato invece espresso per la componente obbligazionaria ed azionaria dei paesi sviluppati. Questa *view* rispecchia le nuove incertezze che incombono sul debito sovrano - specialmente in Europa - e sulle valutazioni azionarie statunitensi nuovamente ai massimi nonostante gli eventi pandemici.

Queste *view* permettono al team multi-asset di integrare le valutazioni relative all'*asset allocation* tattica e strategia sviluppate in seno al Comitato Investimenti. Inoltre, laddove siano presenti valutazioni diametralmente opposte tra Quaestio ed i gestori delegati, questo indicatore ci permette di discutere con il singolo gestore le motivazioni sottostanti alle sue valutazioni ed ottenere una prospettiva di valutazione aggiuntiva.

## Cos'è successo nel 2020?

Il 2020 si è dimostrato un anno molto robusto per lo sviluppo di questo indicatore. Un anno in cui gli aggiustamenti di *asset allocation* dovevano essere estremamente ponderati per proteggere il portafoglio da fattori di liquidità e *momentum* che hanno caratterizzato il 1° e il 2° trimestre del 2020. La figura 29 rappresenta l'evoluzione dell'indice a partire dalla prima raccolta dati effettuata nel mese di maggio 2020.

Figura 29: L'evoluzione dell'indice di sentiment nelle sue sottocategorie



Fonte: Elaborazioni Quaestio

L'immagine riporta dei chiari trend su specifiche asset class. Risulta evidente come vi sia un netto consolidamento delle *view* positive verso l'esposizione azionaria in paesi emergenti che mostrano prospettive di crescita più attraenti ed una riduzione delle tensioni tra USA e Cina.

La componente obbligazionaria *investment grade* è risultata, sin dalle fasi preliminari del *drawdown*, il *safe asset* insieme alla componente obbligazionaria americana. Il parziale allargamento degli spread che ha coinvolto anche questa componente del credito ed il supporto dimostrato dalle banche centrali hanno di fatto ulteriormente aumentato l'interesse verso questa asset class in cui vi sono ancora nicchie di valore per un potenziale ulteriore restringimento degli spread. Il *trend* negativo riscontrato è principalmente legato al *rally* avvenuto nel periodo di luglio-agosto 2020.

Tornando alla componente obbligazionaria dei paesi sviluppati, il posizionamento attuale dei gestori delegati della piattaforma di Quaestio rispecchia un *trend* negativo in fase di consolidamento durante tutto il 2° e 3° trimestre del 2020. Vi è di fatto poco interesse e poco valore intrinseco in questa *asset class* considerati i livelli dei tassi e l'ammontare del debito che, durante la fase pandemica, è stato ulteriormente aumentato al fine di supportare le economie locali.







## Chi Siamo

Quaestio Capital SGR S.p.A. è una società di gestione italiana dedicata agli investitori istituzionali che opera con una prospettiva globale e ha l'obiettivo di investire per i propri clienti coniugando capacità di ricerca ed esperienza diretta sui mercati. Quaestio offre agli investitori istituzionali 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 tutti gli investimenti e i rischi finanziari in portafoglio. Grazie alle sue competenze, Quaestio è in grado di offrire soluzioni su misura diversificate e all'avanguardia.

Dal novembre 2019 Quaestio è parte della Piattaforma di asset management di DeA Capital che è entrata nell'azionariato della SGR affiancando gli altri azionisti storici quali Fondazione Cariplo, Cassa Geometri, Opere Don Bosco e Fondazione CariForli. La Piattaforma di DeA Capital, con oltre 23 miliardi di euro di asset in gestione, fornisce un'ampia gamma di prodotti e servizi di investimento, includendo le principali strategie di investimento "alternative", dal real estate, al credito, al private equity.



Signatory of:





## **IMPORTANTI AVVERTENZE LEGALI**

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.

Copyright © 2020 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

**[quaestiocapital.com](http://quaestiocapital.com)**