

# Investment Insights 2022



**QUAESTIO**  
CAPITAL MANAGEMENT

*Signatory of:*

 **PRI** | Principles for  
Responsible  
Investment



# Investment Insights 2022

---

Introduzione	2
2022 Attese di rendimento	3
Premessa	3
Azioni	3
Tassi di interesse	6
Credito	9
Altre asset class	12
Investment Insights – Raccolta 2021	20
Il declino dei tassi di interesse: troppo risparmio?	20
Private Equity e aspettative di rendimento	24
L'inflazione: prospettive nel 2021	27
Shock da Domanda, shock da Offerta e le vicende del Risk Free Asset	33
Efficienza Aziendale e Investimenti ESG	40
Passivo è sempre meglio di attivo?	42
Tassi&Tasse	46
Credito strutturato: l'eredità del 2021 e prospettive	47
Tapering Talks – Raccolta 2021	54
Quando le Banche Centrali smetteranno di comprare...	54
Too much ado about QE?	56
Come (non) cambierà il mondo con la (non) fine del quantitative easing	58
Banche Centrali: ripresa economica e revisione degli stimoli monetari	60
World War FED	62
The Great Exit	63
Inflazione e tassi di interesse: un rialzo significativo sarebbe sostenibile?	64
Cambiare tutto, per non cambiare nulla: boutades oltre il QE	66
Chi Siamo	69
Contatti	69
IMPORTANTI AVVERTENZE LEGALI	69

## Introduzione

Il 2021 si avvia alla conclusione su note decisamente differenti da quelle che hanno accompagnato gli anni precedenti. Si parla ormai apertamente di *tapering*, scenari potenzialmente inflattivi, rotazione verso *value stocks*, valutazioni elevate con asset class "rischiose" decisamente esposte a revisioni "sensibili" dei tassi d'interesse. Rimane tuttavia forte l'inerzia dei flussi finanziari, con investitori fermamente in preda al "*Fear of Missing Out*", termine che descrive il costo opportunità, correntemente elevatissimo, di posizionare il proprio portafoglio all'insegna della prudenza. E quindi l'allocazione alle azioni *growth*, al credito speculativo e in misura crescente ai private assets non accenna a rallentare.

Suggerire un alleggerimento dell'allocazione alle azioni rimane perciò estremamente pericoloso, anche se è inevitabile che prima o poi vi sarà un'esplosione di volatilità. Evento che di fatto non si vede da parecchi anni, se ignoriamo il caso altamente specifico e rapidamente riassorbito del febbraio 2020. Allo stesso modo, per l'ennesima volta si dirà che le obbligazioni, sia governative che societarie non speculative, non meritano alcuno spazio nell'allocazione di portafoglio. Forse il 2021 si rivelerà, ex post, come una cartina tornasole a questo riguardo?

Quel che è certo è che la prossima esplosione di volatilità sarà prima di tutto un'esplosione di correlazione, e non ci sarà una facile rifugio. Diventerà quindi più che mai fondamentale ragionare in ottica di lungo periodo, e ciascun investitore dovrà valutare attentamente la volatilità che è in grado di sopportare nel breve periodo. Il contesto di mercato per un investitore istituzionale che deve allocare il proprio patrimonio è quindi (nuovamente) molto complesso. Il tradizionale portafoglio bilanciato non è più una soluzione, e le energie andranno focalizzate su due aspetti. Da un lato l'inclusione dei private assets nei propri portafogli, in maniera organica, coerente, e cercando di farsi un quadro comprensivo del rischio di portafoglio, senza cedere alla tentazione di trattare i fondi chiusi come "qualcosa di cui ci preoccuperemo tra dieci anni". Dall'altro la consapevolezza che tradizionali misure di rischio saranno, probabilmente, poco efficaci negli anni a venire, drogate da dati storici caratterizzate da volatilità artificialmente bassa, correlazioni distorte, azioni e soprattutto obbligazioni governative riduci da trend che non è ovvio estrapolare anche per il futuro.

In questa pubblicazione vogliamo allontanarci un po' dai dibattiti che dominano la ricerca sell side e la stampa specializzata, e fare delle valutazioni di lungo periodo. Nella prima parte verranno presentate le stime dei rendimenti attesi prodotte da Quaestio, sulla base di valutazioni prevalentemente fondamentali, per poi dare spazio ad una raccolta dei contributi prodotti dal team di gestione di Quaestio nel corso dell'anno, che spaziano sui principali temi di interesse per investitori istituzionali.

*Il team di gestione di Quaestio:*

*Christian Prinoth*

*Mario Baronci*

*Franca Pileri*

*Federico Valesi*

*Valentino Ceccherini*

*Giacomo Saibene*

*Oscar Soppelsa*

*Davide Saccone*

*Stefano Anesi*

*Domenico Fretti*

*Tommaso Manara*

*Francesco Legnani*

# 2022 Attese di rendimento

## Premessa

Quaestio svolge periodicamente studi e analisi sull'evoluzione dei mercati finanziari, al fine di determinare i parametri (principalmente rendimenti e correlazioni) necessari per definire l'allocazione strategica dei propri portafogli.

Questo lavoro prende spunto da più direzioni. Innanzitutto, si osservano le valutazioni implicite nei prezzi di mercato, al fine di determinare cosa è "scontato". I dati di mercato sono poi uno degli input di modelli interni, sviluppati in Quaestio nel corso degli anni, i quali hanno lo scopo di contestualizzare le informazioni raccolte dai mercati e di metterle in relazione tra di loro, al fine di stabilire, principalmente quali sono le condizioni di equilibrio che rendono sensate quanto si sta osservando e, in alcuni casi, anche di fare inferenza o "previsioni", per quanto questo termine sia complicato in finanza.

Le sezioni che seguono affronteranno, una per una, le principali classi di attivo che fanno parte dell'allocazione di portafoglio di un tipico investitore istituzionale. Si darà una spiegazione circa i principali input osservati, come questi vengono utilizzati in un modello e/o in un approccio valutativo, ipotesi applicate, e infine qual è l'output, in termini di quei parametri che poi potranno essere utilizzati in un qualsivoglia processo di allocazione di portafoglio.

Si noti che le valute non compaiono come asset class indipendenti. In questo contesto adottiamo l'approccio diffuso nella prassi di coprire il rischio cambio solo ove questo contribuisca in maniera significativa alla volatilità dell'asset class in esame. Per questo motivo, gli indici azionari utilizzati sono sempre a cambi aperti, mentre quelli obbligazionari, con l'eccezione di quelli relativi a paesi emergenti denominati in valuta locale, sono a cambio coperto.

## Azioni

### Mercato e Prospettive

Il 2021 è stato un anno intenso, caratterizzato da una corsa quasi implacabile dei mercati sviluppati, spesso attribuita all'intervento delle banche centrali sul mercato obbligazionario.

Analizziamo più in dettaglio tale corsa (cf. **Tabella 1**) e, applicando la metodologia Quaestio per il calcolo del costo del capitale (cf. paragrafo successivo), abbiamo stimato che la performance dei principali mercati sia riconducibile alla crescita di fatturato (+13.6% a livello globale) e utili (+38.3% a livello globale), in quanto i rendimenti attesi ("costo del capitale") sono rimasti pressoché invariati da inizio anno (cf. **Figura 2**). Difficile quindi parlare di una bolla del mercato. Infatti, i rendimenti attesi a 12 mesi, calcolati sulla base di multipli e aspettative di consenso per utili, *Return on Equity* e crescita del fatturato, rimangono nell'intervallo 8-9% (cf. **Tabella 1**), con la sola eccezione del Giappone (+7.4%), in linea con la media storica degli ultimi 10 anni. E a tal riguardo, va notato come i rendimenti attesi da noi calcolati siano in linea con quelli verificatisi in media negli ultimi 25 anni. A titolo esemplificativo, la performance dell'indice MSCI AC World a 10, 20 e 25 anni in valuta locale è stata pari rispettivamente a +13.14%, +8.05% e +8.04%. Simili risultati sarebbero stati ottenuti anche considerando l'effetto dei tassi di cambio, con una differenza pari ad un punto percentuale per un investitore basato nell'Eurozona dall'orizzonte temporale di 20 o 25 anni, a riprova che nell'attuale contesto di mercato l'andamento dei tassi di cambio sia un problema di second'ordine per un investitore azionario.

Il minor costo del capitale per il Giappone è anch'esso immediatamente spiegabile, si tratta infatti dell'unico mercato dove è presente un intervento sostanziale da parte dell'autorità monetaria sul mercato azionario. L'effetto è paragonabile a quello del classico *Quantitative Easing* sui mercati obbligazionari, con rendimenti attesi che vengono distorti dalla presenza di un "investitore" con preferenze "non-convenzionali" in termini di rischio e rendimento. Venendo proprio al tema "rischio", e prendendo di nuovo il caso dell'indice MSCI AC World, la volatilità del mercato è stata mediamente attorno al 14% sia in valuta locale che in euro, che riteniamo una stima realistica an-

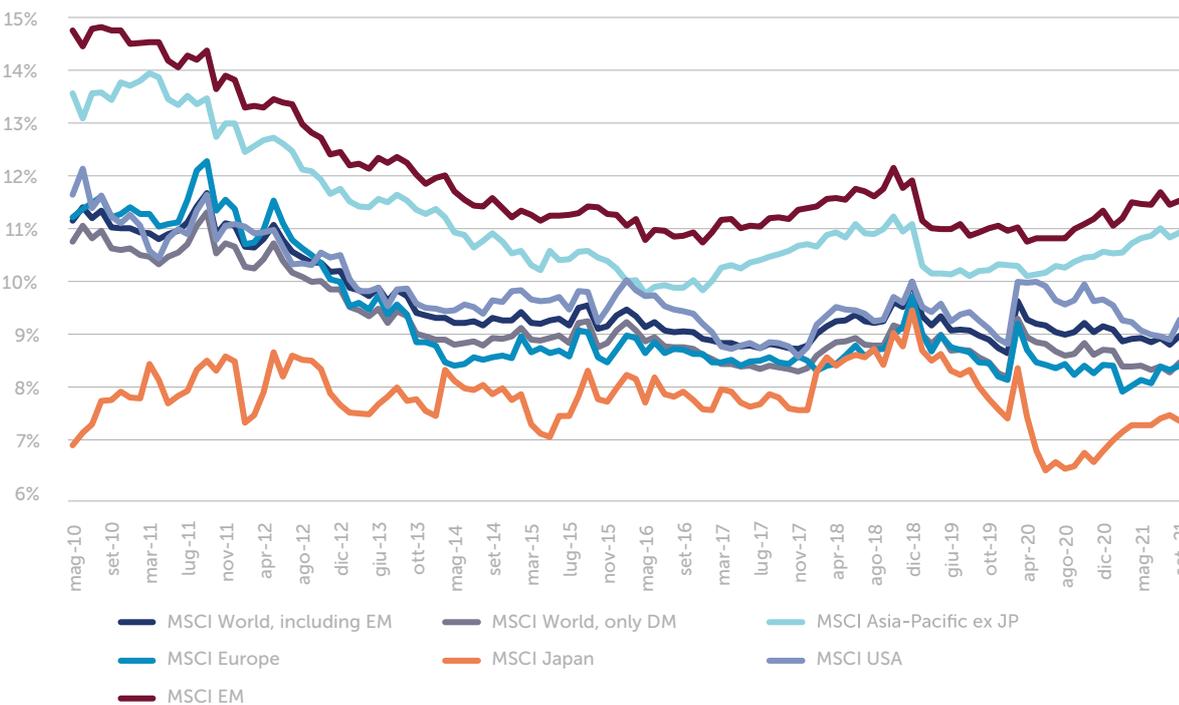
che per il 2022, anche se si potrebbero verificare episodi sporadici di elevata volatilità in funzione di banche centrali e *sentiment*. In ogni caso questo non dovrebbe spaventare un investitore con un orizzonte d'investimento di 3 o più anni, specie a fronte del sostanziale premio per il rischio e dell'elevata liquidità dei mercati azionari.

**Figura 1 - Indice MSCI All-Country World - Total Return**



Fonte: dati MSCI, elaborazioni Quaestio

**Figura 2 - Andamento Storico Rendimenti Attesi a 12 mesi**



Fonte: dati MSCI, elaborazioni Quaestio

Tabella 1 - Aspettative di Rendimento e Key Performance Indicators prospettici

Main Global and Regional Indices	Exp. Stock Return NTM	Sales Growth NTM	Sales Growth STM	EPS Growth NTM	EPS Growth STM	RoE NTM	Ebit/Sales NTM	P/E NTM	P/B NTM
MSCI World, including EM	8.9%	7.5%	5.0%	13.6%	38.3%	15.4%	16.3%	18.17x	3.05x
MSCI World, only DM	8.4%	7.0%	4.6%	13.5%	36.7%	15.8%	16.2%	19.23x	3.28x
MSCI Asia-Pacific ex JP	11.0%	10.0%	8.1%	13.3%	33.1%	12.0%	16.4%	14.61x	2.04x
MSCI Europe	8.5%	6.5%	3.6%	13.5%	45.2%	13.0%	15.6%	15.26x	2.15x
MSCI Japan	7.4%	4.9%	2.5%	13.9%	22.8%	9.0%	9.2%	15.17x	1.51x
MSCI USA	9.2%	8.0%	5.8%	13.4%	36.4%	20.4%	17.5%	21.81x	4.80x
MSCI EM	11.5%	10.3%	7.3%	14.3%	47.5%	13.4%	17.0%	12.74x	1.99x

Fonte: stime Factset, elaborazioni Quaestio

## Metodologia

Uno dei vantaggi "nascosti" dei mercati azionari è quello di offrire tutte le informazioni necessarie per calcolare i rendimenti attesi di un titolo o un paniere di titoli. Il punto di partenza non può che essere la definizione di rendimento, a cui si aggiungono alcune considerazioni di natura contabili e altre di natura economica. In generale, il rendimento di un titolo azionario tra due date è dato dal rapporto tra la somma del prezzo alla data finale e dei dividendi ottenuti su tutto il periodo, diviso il prezzo alla data iniziale. Rappresentando il dividendo pagato in funzione di utili e variazione del patrimonio netto, si ha che il rendimento di un titolo è pari al rapporto tra utili conseguiti tra le due date e il prezzo alla data di partenza, più la crescita percentuale del valore "intangibile" del titolo tra le due date moltiplicata per un certo coefficiente.

Per valore "intangibile" di una società si intende la differenza tra il valore di mercato e quello di libro del suo capitale azionario. Il "coefficiente" menzionato invece è pari alla differenza tra 1 e l'inverso del multiplo *Price-to-Book* alla data iniziale. Per quanto tutto questo possa sembrare astratto, è in realtà una pura conseguenza dell'applicazione di identità contabili. Il punto successivo è quello di fissare la data iniziale ad oggi, e considerare tutto in termini di valori attesi a 12 mesi. Per quanto riguarda il *Price-to-Book* è sufficiente "aggiornare" il dato relativo all'ultimo patrimonio netto disponibile in funzione di utili e dividendi previsti per l'anno fiscale in corso. Anche il calcolo del valore atteso tra utili a 12 mesi e prezzo odierno è semplice, in quanto può essere ben approssimato utilizzando le aspettative di consenso degli analisti per gli utili dei prossimi 12 mesi (c.d. "NTM" earnings).

La parte più difficile è quella legata al calcolo dell'apprezzamento del valore intangibile, in quanto non sono certo disponibili stime di consenso. Facendo leva sui dati a nostra disposizione, abbiamo testato il modello proposto da Sagliaschi e Savona (2021). Il modello, partendo dai presupposti che le aziende cerchino di creare valore per i propri azionisti e che i margini siano una conseguenza di elementi quale la "forza" dei *brand* e la concorrenza, mostra come in un mercato "efficiente" l'apprezzamento atteso del valore intangibile di un titolo dovrebbe essere ben approssimabile dalla crescita attesa del fatturato aggregato per il settore/industria di riferimento nei cosiddetti "secondi 12 mesi" (STM), ovvero il periodo intercorrente tra la 12 mesi e i 24 mesi da oggi. Utilizzando più di 20 anni di dati, e un universo investibile composto in media da 5.000 titoli quotati sulle borse di tutto il mondo, abbiamo verificato empiricamente la bontà di questa ipotesi, che ci permette di applicare il modello sia a livello di indici che di singoli titoli.

Questa metodologia ha due notevoli vantaggi, oltre alla sua semplicità e solidità, sia da un punto di vista di realismo che di rigore scientifico. In primo luogo, non richiede di stimare elementi quali la redditività del capitale investito o il tasso di crescita del fatturato nel lungo periodo. In secondo luogo, permette di catturare i rendimenti attesi per uno specifico periodo di tempo e che includono tutto il set informativo di "consenso" sul mercato. Più che rendimenti attesi soggettivi, si tratta di rendimenti attesi oggettivi. Infatti, per ottenere veri e propri rendimenti attesi soggettivi l'analisi empirica dimostra che sarebbe necessario avere aspettative diverse dal "consenso" per utili e crescita, che, salvo casi eccezionali, è però il lavoro di un gestore *bottom-up* e non quello di un *asset allocator*.

## Tassi di interesse

Per quanto riguarda i tassi di interesse, suddividiamo le nostre analisi e stime dei rendimenti attesi nelle due macroaree relative a mercati sviluppati e mercati emergenti.

### Mercati sviluppati

#### Mercato e Prospettive

Negli ultimi decenni si è assistito ad un graduale declino dei tassi di interesse a lungo termine nelle economie avanzate, fino al nuovo e deciso taglio dei tassi a breve termine avvenuto nel 2020, in seguito alla pandemia Covid-19. Nel corso del 2021 invece i tassi sono gradualmente saliti, seppure con notevole volatilità, a fronte di avvisaglie di *tapering* da parte delle principali banche centrali.

Figura 3 - Tasso di interesse nominale governativo a 10Y; US e EU



Fonte: Fred, Eurostat; dati aggiornati al 15-nov-2021.

In base alle nostre stime abbiamo definito delle aspettative di variazione dei tassi piuttosto contenute su un orizzonte di medio periodo (circa tre anni): un leggero rialzo negli Stati Uniti, verso il valore di 2.5% per il tasso decennale, ed una variazione sostanzialmente nulla per l'Area Euro, con valori marginalmente in crescita rispetto allo -0.5% odierno. Tali stime sono frutto di un semplice approccio econometrico che cerca di individuare l'impatto prospettico di alcuni delle determinanti più importanti per i tassi di lungo periodo, come ad esempio la crescita del PIL o la componente demografica.

Per stimare il rendimento delle obbligazioni governative delle aree dollaro e euro, siamo partiti dal valore *market-implied* dato dallo *yield to maturity* (YTM) corrente dei tassi a 10 anni, a cui abbiamo aggiunto due contributi addizionali, limitati al 25%: il primo è dato dalle nostre stime sull'evoluzione dei tassi di interesse nel medio termine, mentre il secondo corrisponde al rendimento atteso incrementale ottenibile dal *roll-down* sulla curva dei tassi. Nel complesso, ci aspettiamo un rendimento positivo in area USD (pari a 1.26%) ed un rendimento negativo in area EUR (pari a -0.53%); si veda **Tabella 2**.

**Tabella 2 - Rendimenti attesi per aree USD e EUR**

Area	Rendimento atteso	Contributo yield futuro	Contributo roll-down	Yield 10Y corrente	Yield 10Y stimato	Yield 7Y corrente
	$E[\text{return}]$	$E[r_{y_{t+3}}]$	$E[r_{\text{roll-down}}]$	$y_t$	$y_{t+3}^{\text{exp}}$	$y_t^{\text{7y}}$
US	1.26%	-2.96%	1.77%	1.56%	2.56%	1.45%
EU	-0.53%	-0.31%	-0.08%	-0.43%	-0.34%	-0.58%

Fonte: Quaestio

## Metodologia

Il valore di riferimento per stimare il rendimento atteso sui titoli governativi è il tasso di interesse corrente. A partire dal valore YTM del tasso decennale, noi andremo ad includere due componenti addizionali: (i) il rendimento atteso conseguente alla variazione attesa di prezzo in base alla stima nel medio periodo del tasso di interesse, e (ii) rendimento atteso conseguente al *roll-down* sulla curva dei tassi, ipotizzando tassi invariati. In particolare, il rendimento annuale atteso risulta essere, a partire dal valore dello YTM corrente sul titolo governativo a 10 anni ( $y_t$ ):

$$E[\text{return}] = y_t + \frac{1}{4}E[r_{y_{t+3}}] + \frac{1}{4}E[r_{\text{roll-down}}]$$

dove il contributo di entrambe queste componenti addizionali è limitato al 25%, in modo da non discostarsi eccessivamente dal valore implicito dato dallo YTM. Il primo componente incrementa o diminuisce il rendimento atteso in funzione delle aspettative sul tasso nominale futuro: se maggiori rispetto a quello corrente, l'incremento è negativo in quanto ci si aspetta un deprezzamento del prezzo dei titoli. Invece, il secondo componente porta ad un incremento (decremento) del rendimento atteso se il tasso corrente è positivo (negativo), in quanto l'ipotesi è che a scadenza il prezzo arrivi a 100.

La stima del tasso di interesse futuro è, tra le due componenti, quella che richiede un'analisi più approfondita. Noi siamo partiti dal fatto che in molti modelli macroeconomici, dove spesso vi è un agente rappresentativo à la *Ramsey*, il tasso di interesse naturale<sup>1</sup> di equilibrio ( $r^*$ ) è funzione del tasso di crescita dell'economia e di una componente legata alle preferenze dell'agente rappresentativo (i.e. il tasso di sostituzione intertemporale del consumo ed il tasso di preferenza temporale). Per tradurre queste intuizioni teoriche nella pratica, abbiamo individuato delle variabili empiriche, oltre al tasso di crescita del PIL pro-capite, che possano approssimare queste preferenze: variabili demografiche e sociali, che possano catturare le variazioni nel tempo della composizione della società, in termini di profili di età e di disuguaglianza. Inoltre, dato che andremo a stimare una variabile nominale, includeremo anche il tasso di inflazione corrente. Si veda **Tabella 3**.

Note: stima effettuata il 15 novembre 2021

<sup>1</sup>Definito come il tasso di interesse reale di breve termine tale per cui l'output è al suo livello "naturale" e l'inflazione è costante. Tuttavia, questo tipo di modello è in realtà silente sull'orizzonte temporale, anche solo per mancanza di una differenziazione temporale dei titoli. Di conseguenza, ci concentreremo sul tasso a lungo termine nominale "naturale" in relazione a due aspetti. In primo luogo, di lungo termine e non di breve perché lo riteniamo più importante a livello economico. Secondo, nominale e non reale in considerazione delle problematiche di stima di quest'ultimo, soprattutto su orizzonti temporali storici: ad esempio, quali aspettative di inflazione utilizzare? Quanto è corretto / sbagliato utilizzare come proxy l'inflazione passata (o una sua previsione)?

Tabella 3 - Variabili utilizzate per la stima del tasso nominale, suddivise per aree

Variabile teorica	Proxy empirica		Impatto atteso
	US data	EU data	
Tasso di crescita PIL	Real GDP per capita growth rate		+
Employment ratio	Employment-ratio		-
Age-dependency ratio	Age dependency ratio (pop. >64y / pop. 15-64y)		-
Disuguaglianza di reddito	Real median family income	Income quintile (80/20) ratio	+
Tasso di investimento	Investment rate (% PIL)		+
Tasso di inflazione	Core inflation (%)	Inflation (%)	+

Note: i dati US sono disponibili dal 1962 (fonte Fred); i dati EU dal 2009 (fonte Eurostat).

Per effettuare la stima a tre anni (medio termine) del tasso di interesse di lungo periodo, stimeremo prima la relazione econometrica (tramite OLS) tra il valore della variabile dipendente (i.e. il tasso nominale) e la matrice dei regressori indicati in tabella, con lag temporale di 3 anni. Una volta stimati i coefficienti della regressione, questi verranno successivamente utilizzati per predire il tasso di interesse futuro il quale, combinato al valore dello YTM a 10 anni corrente (come descritto in precedenza) produce la stima finale del rendimento atteso.

## Mercati Emergenti

Per le stime di rendimento atteso del debito dei mercati emergenti, partiamo sempre dalle stime market-implied, quindi i valori di *yield to maturity* (YTM) correnti. In particolare, utilizziamo come proxy la media pesata di due indici ICE BofA: debito estero sovrano in *hard currency* (20%) e debito sovrano in valuta locale (80%). Effettuiamo i seguenti aggiustamenti a partire dai valori YTM:

- per il debito sovrano estero, teniamo in considerazione la probabilità di default (stimata a 1.1% con recovery rate al 65%) su cinque anni ed aggiungiamo il costo di copertura del tasso di cambio USD/EUR;
- per il debito sovrano in valuta locale, teniamo invece conto del differenziale di inflazione atteso (2021-23; stime Factset) dei paesi appartenenti all'indice EMs rispetto all'area euro, che risulta essere pari a 0.87%, al fine di stimare un rendimento atteso reale.

In **Tabella 4** riassumiamo i valori stimati. Il rendimento atteso risulta quindi essere 3.26%.

Tabella 4 - Rendimento atteso debito mercati emergenti

Asset class	Peso	Yield corrente	E[Return]
EMs External Sovereign (Hard)	20%	3.87%	2.74%
EMs Sovereign Bond (Local)	80%	4.26%	3.39%
EMs Debt			3.26%

Fonte: stime Quaestio in base a dati FactSet; valori al 15 novembre 2021.

## Credito

### Mercato e Prospettive

Così come per i tassi, gli spread hanno vissuto un decennio che, pur in presenza di qualche episodio più o meno acuto di volatilità, è terminato con i mercati sia *Investment Grade* (IG) che *High Yield* (HY) vicino ai minimi storici. Tuttavia, nella seconda metà dell'anno si è assistito a un modesto allargamento degli *spread* contestuale all'aumento della volatilità sui tassi d'interesse. Le valutazioni permangono comunque all'interno dei percentili più cari su base storica, con l'eccezione del mercato *Investment Grade* europeo che è tornato a scambiare in prossimità della mediana storica. In aggiunta, può risultare interessante un sovrappeso di *loans* rispetto ai *bond* all'interno del comparto *High Yield*, grazie anche alle favorevoli prospettive sui tassi di interesse.

Le **Tabelle 5 e 6** riportano i rendimenti attesi per IG europei e statunitensi, nonché per emissioni speculative globali, determinati sulla base della metodologia descritta nella sezione seguente.

Tabella 5 - Rendimenti Attesi a 12 mesi Investment Grade

	Europe	US
Yield-to-Worst	0.32%	2.13%
<b>Expected Return in LC</b>	<b>0.32%</b>	<b>2.13%</b>
Hedging Cost vs EUR	0.00%	0.89%
<b>Expected Return EUR Hedged</b>	<b>0.32%</b>	<b>1.24%</b>
Weight	25.00%	75.00%
<b>Expected Return Global IG Eur Hedged</b>		<b>1.01%</b>

Fonte: elaborazioni Quaestio

Tabella 6 - Rendimenti Attesi a 12 mesi High Yield

	Global Yield	High
Yield-to-Worst	4.71%	
Probability of Default	3.48%	
Recovery Rate	45.10%	
<b>Exp Ret in LC</b>	<b>2.64%</b>	
Hedging Cost	-0.71%	
<b>Expected Return Global HY Eur Hedged</b>	<b>1.93%</b>	

Fonte: elaborazioni Quaestio

### Metodologia

Come da tradizione, il mercato del credito viene diviso nelle due macro-componenti, titoli *Investment Grade* (IG) e *High Yield* (HY), in funzione del loro rating. A onor del vero, sarebbe in alcuni casi auspicabile una maggior granularità, in quanto la maggior customizzazione degli strumenti creditizi può avere effetti tangibili sui rendimenti e rischi dell'investimento. Le stesse considerazioni valgono per i mercati azionari, dove ad esempio in Europa risulterebbe di grande utilità una netta distinzione tra titoli finanziari e non. Tuttavia, affinché un processo di asset allocation sia efficace, non ci si può permettere di inserire troppe categorie di "primo livello", rischiando di allontanarsi eccessivamente dalla necessaria visione di insieme. Data la struttura dei rispettivi mercati, ci limitiamo dunque a distinguere tra Europa e Stati Uniti nel caso delle obbligazioni IG, mentre invece consideriamo un indice globale per l'obbligazionario HY.

Per quanto riguarda il segmento IG, è indubbio che nell'attuale contesto di mercato i rendimenti siano guidati essenzialmente dalla dinamica dei tassi d'interesse e, di conseguenza, dall'intervento delle banche centrali (**Figura 4**). Anche se teniamo conto di una riduzione degli stimoli monetari messi in atto durante la pandemia, non ci aspettiamo sostanziali cambiamenti nella qualità del cre-

dito degli emittenti IG. Da un lato, anche negli Stati Uniti sono stati introdotti recentemente limiti alla deducibilità degli interessi passivi da parte delle società, riducendo quindi l'incentivo ad emettere debito in periodi di crescita economica (c.d. *leverage ratchet effect*, si veda He & DeMarzo 2021 per un riferimento accademico). Dall'altro, in assenza di sconvolgimenti sui mercati azionari, il valore *unlevered* delle aziende (valore netto attualizzato dei flussi di cassa futuri) dovrebbe essere tale da rendere il *default* un'ipotesi remota e comunque calata in contesto di elevati livelli di recupero. Ciò detto, abbiamo attribuito gli spread di credito correnti sul mercato IG in buona parte a costi di transazione e altre imperfezioni nella microstruttura del mercato del credito, essendo esso per la maggior parte *over-the-counter*. Così facendo, il rendimento atteso della componente IG risulta pari allo *yield-to-worst* (YTW), per tener conto dell'effetto di eventi, quali *call* di emissioni in corso di validità, nel modo più conservativo dal lato di chi investe.

Il segmento HY necessita invece di una maggior attenzione al dettaglio, in quanto mostra un andamento meno ancorato al livello dei tassi (**Figura 5**). Come nel caso dei mercati azionari, abbiamo quindi cercato di far leva sul mix di competenze fondamentali e quantitative del team di Quaestio. Le nostre stime partono da un approccio KMV per calcolare la probabilità di *default* "neutrale" rispetto al rischio, vale a dire quella probabilità di *default* "soggettiva" che permette di riconciliare gli *spread* di credito con il prezzo che per un investitore *risk-neutral*. Ovviamente, tale probabilità deve risultare superiore a quella "oggettiva", in quanto in genere gli investitori sono avversi al rischio e quindi scontano i flussi di cassa attesi da qualsiasi investimento rischioso ad un tasso superiore a quello privo di rischio. Per ricostruire la probabilità oggettiva di default siamo partiti dal legame con il rendimento atteso di un investimento azionario comparabile, utilizzando un risultato noto in matematica finanziaria come Teorema di Girsanov. Nella pratica, si aggiusta la probabilità soggettiva per ottenere un rendimento atteso pari a quello di un investimento azionario a parità di volatilità. Lo stesso metodo è stato peraltro applicato anche agli emittenti IG, in modo da verificare che effettivamente il rischio di default prezzato dal mercato sia trascurabile, così come ipotizzato nel paragrafo precedente. I risultati del modello per HY sono mostrati nella **Tabella 7**. Considerata la composizione del mercato HY globale (80% US circa), la probabilità di *default* stimata è pari al 3.48%, in linea con la media storica che risulta pari a 3.66% (dati Moody's). Anche in termini di *recovery value*, i nostri modelli prevedono un valore intorno al 45%, non lontano dalla media storica (45.1%).

Tabella 7 - Probabilità di Default Stimate

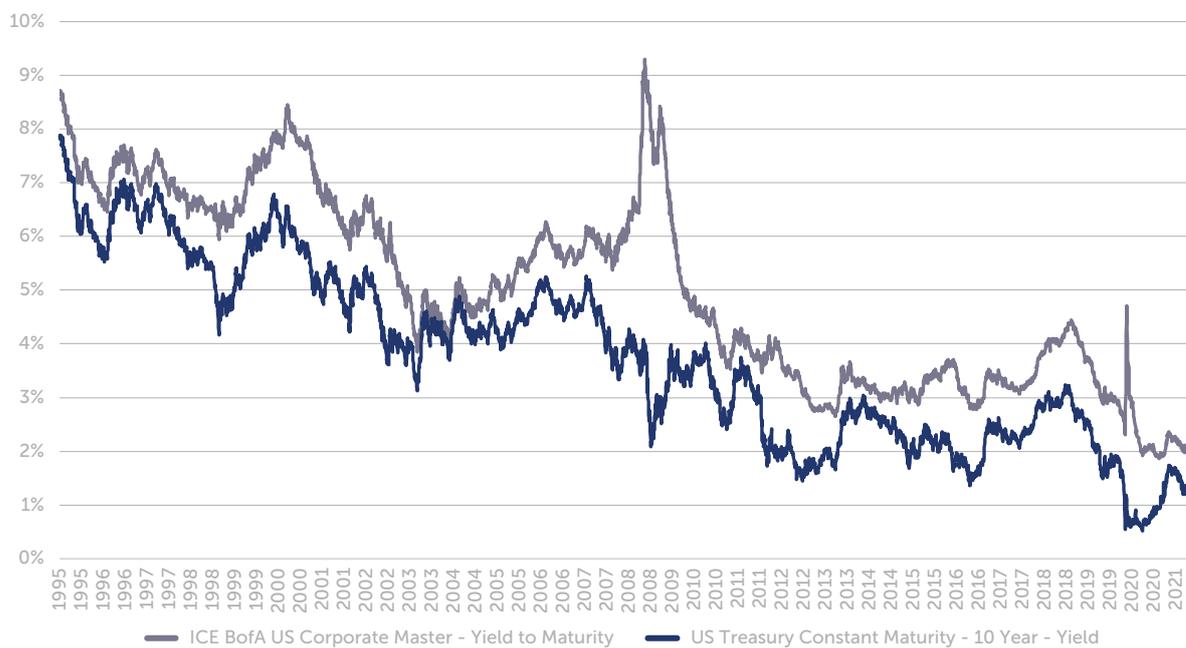
Investment Grade	Weight	Prob. Oggettiva	Prob. Soggettiva
US	75%	0.28%	0.36%
Europe	25%	0.03%	0.05%
<b>Global</b>		<b>0.23%</b>	<b>0.30%</b>

High Yield	Weight	Prob. Oggettiva	Prob. Soggettiva
US	80%	3.56%	4.45%
Europe	20%	3.18%	3.97%
<b>Global</b>		<b>3.48%</b>	<b>4.35%</b>

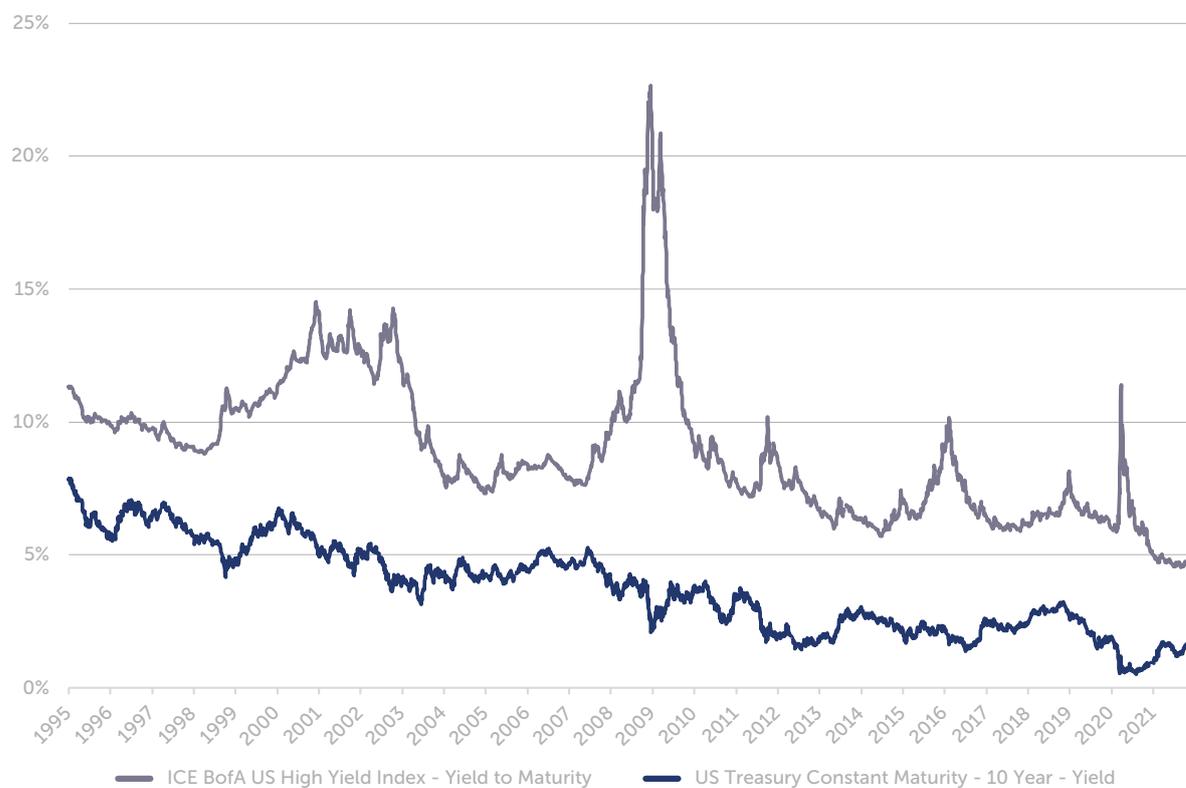
Fonte: elaborazioni Quaestio

Figura 4 - Yield to maturity US Investment Grade vs 10y Treasury rate



Fonte: dati ICE, elaborazioni Quaestio

Figura 5 - Yield to maturity US High Yield vs 10y Treasury rate



Fonte: dati ICE, elaborazioni Quaestio

## Altre asset class

Definiamo ora le aspettative di rendimento per alcune asset class alternative, di cui riportiamo la sintesi in **Tabella 8** e che descriviamo nel dettaglio in seguito.

**Tabella 8 - Rendimenti attesi per asset class alternative**

Asset class	Rendimento atteso
Commodities	2.4%
Oro	-5%
Real Estate	9%
Bitcoin	Elevato <sup>2</sup>

### Commodities

Le *commodities* sono spesso considerate come un elemento di diversificazione e protezione all'interno di un portafoglio (e.g., dall'inflazione, da *equity bear market*, etc.). Rispetto ad altre asset class, dove domina un *risk factor* comune, i prezzi delle varie *commodities* hanno andamenti decisamente più eterogenei, anche se tale proprietà si è ridotta negli ultimi anni, verosimilmente a causa del crescente peso degli investimenti "finanziari" rispetto a quelli "industriali". Questa diversificazione all'interno dell'asset class ha fatto sì che gli indici di commodities siano caratterizzati da una *skewness* molto elevata: rari casi di rendimenti estremamente elevati che "allungano" la distribuzione dei rendimenti verso destra, alzando così il valore della media al di sopra della mediana. Per confronto, il mercato azionario è invece caratterizzato da una dinamica opposta, con il valore medio abbassato rispetto alla mediana da rari eventi negativi (si veda **Tabella 9**).

**Tabella 9 - Statistiche di rendimento storiche; calcolate su variazioni % annuali dal 1970-2020**

	Media	STD	Skew	Kurt	Sharpe	Min	P05	P10	P25	P50	P75	P90	P95	Max
Equal weights	8.3	17.3	0.74	0.82	0.48	-20.4	-16.0	-12.6	-4.3	7.7	17.6	29.6	35.8	61.0
Energy bias	10.1	26.2	0.85	0.98	0.39	-38.6	-24.9	-21.2	-3.5	7.4	17.4	44.8	60.7	84.3
Metal bias	9.3	20.8	0.75	0.64	0.45	-27.1	-18.4	-15.3	-5.4	6.3	20.7	33.8	49.3	72.4
S&P 500 NR	8.9	16.4	-0.76	0.41	0.54	-38.5	-20.4	-11.5	0.0	12.3	19.9	27.3	30.3	34.1

Note: i tre indici di commodities qui considerati sono rappresentativi di tre diverse strategie: (i) equal weights, (ii) maggior peso sulla componente energetica (come l'indice SP GSCI) e (iii) maggior peso sulla componente metalli (come l'indice BCOM); l'indice S&P 500 è calcolato qui al netto dei dividendi, per renderlo "più simile" agli indici delle commodities. Fonte: Factset, stooq.

In altre parole, nonostante il fatto che le *commodities* non paghino alcun dividendo, questa esposizione a rari eventi di performance molto positiva, insieme ad una correlazione con il mercato azionario che è stata storicamente molto bassa (seppur con forte ciclicità), ha garantito una certa notorietà all'asset class. Tuttavia, la presenza di una evidente ed accentuata ciclicità nei rendimenti storici (come per i cosiddetti "supercicli" delle *commodities* degli anni 1970 e degli anni 2000), rende la stima di un rendimento atteso futuro estremamente dipendente dallo scenario che si verificherà nel prossimo decennio. Avendo avuto due "supercicli" decennali dagli anni '50 ad oggi, potremmo così definire una probabilità (pari al 29%, 2 decenni su 7) da moltiplicare al rendimento storico (8.3%) per ottenere il rendimento atteso pari al 2.37%. Il tutto ben consapevoli che, a seconda dello strumento utilizzato, un investimento in commodities può avere un costo (per esempio in termini di *futures roll*) elevato.

<sup>2</sup> Le previsioni del modello "Stock-to-Flow" utilizzano come unico predittore la "scarsità" dei Bitcoin alla stregua di quanto si potrebbe fare per i metalli preziosi. È quindi evidente che le previsioni formulate sono rebus sic stantibus: è pacifico assumere l'esistenza di variabili esogene nascoste che il modello Stock-to-Flow ignora completamente, ma che potenzialmente possono incidere significativamente sulla valutazione finale. Il livello dei tassi di interesse e le dinamiche della massa monetaria, ad esempio, non trovano spazio nel modello ma riteniamo possano giocare un ruolo non marginale nell'influenzare la quotazione del Bitcoin.

## Oro

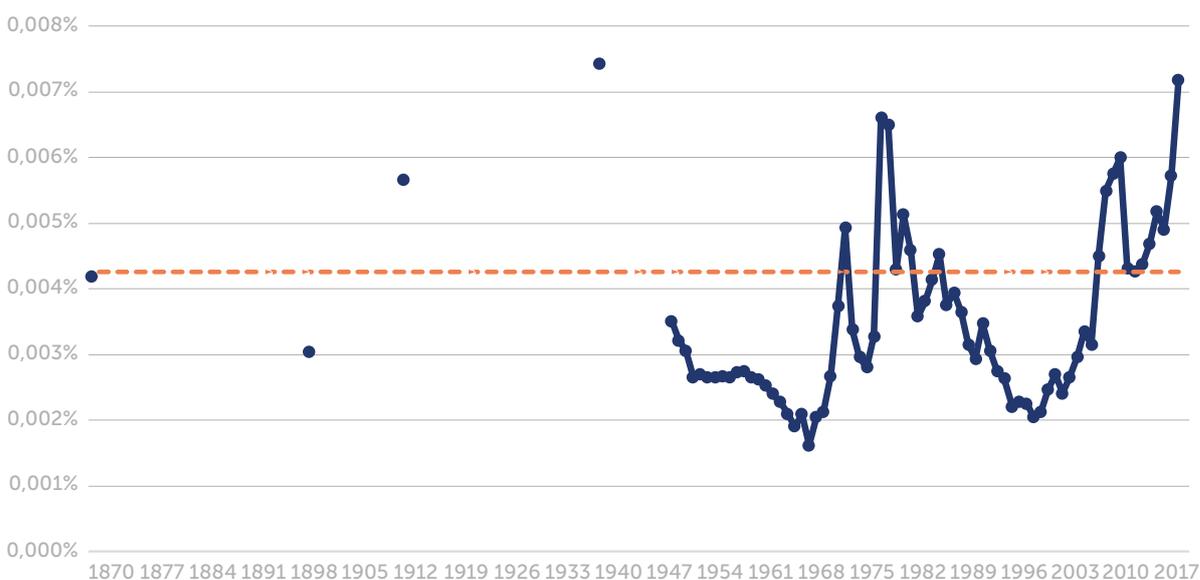
Tra le varie *commodities*, una particolare attenzione è da dedicarsi all'oro, metallo nobile e da sempre "riferimento" quando si parla di allocazione dei risparmi. Non vi è purtroppo un modello teorico sufficientemente condiviso ed accettato per definire quale sia il prezzo di equilibrio dell'oro, per cui ne deriva una sostanziale difficoltà nel determinarne il rendimento atteso. Inoltre, anche in questo caso è presente una forte componente ciclica nei rendimenti storici, soprattutto su un orizzonte di medio-lungo periodo.

Quello che qui possiamo provare a determinare è un riferimento di prezzo di lungo periodo, in base ad ipotesi di natura economica. In particolare, nel lungo periodo, si può ipotizzare che il valore della produzione annua di oro sia pari ad una quota costante del PIL mondiale:

*Valore della produzione annua di oro ~ % World GDP*

dato che nelle comuni funzioni di produzione/consumo utilizzate in ambito economico, la spesa totale (prezzo x quantità) del consumatore rappresentativo verso un dato bene è pari ad una quota costante del reddito, ipotizzando preferenze invariate (e.g. utilizzo dell'oro come bene di lusso, come input industriale, come riserva di valore, ecc) e un'offerta caratterizzata da produzione concorrenziale e senza limiti stringenti. Storicamente (1870-2020), tale quota è stata pari al 0.00426% del PIL mondiale.

**Figura 6 - Quota della spesa annua in oro (prezzo x quantità); % PIL mondiale; 1870-2020**



Valore di produzione annuale, ottenuto come prodotto della produzione annuale (mining; tons) x prezzo di mercato (in USD). La linea tratteggiata è la media storica 1870-2020 (pari a 0.00426%).  
Fonte: USGS e clio-infra.eu per la produzione di oro; stooq per il prezzo; World Bank (dal 1960) e Maddison (fino al 1960, aggiustato con un tasso di inflazione al 2%) per il PIL mondiale.

Utilizzando quindi i valori correnti di produzione (2020) e di prezzo dell'oro, possiamo valutare lo scostamento di tale prezzo rispetto al prezzo di equilibrio coerente con l'ipotesi appena fatta, che risulta pari a 1128 USD/oz: esso è inferiore rispetto al valore corrente di mercato (novembre 2021), pari a 1860 USD/oz. Ipotizzando un orizzonte di 7 anni (considerato sufficientemente rappresentativo del lungo periodo), un tasso di inflazione al 2% e dei tassi di crescita di PIL e produzione identici, la convergenza al valore di equilibrio si tradurrebbe in un rendimento atteso annuo pari a -5%.

Tuttavia, deviazioni da questo valore di "equilibrio" sono assolutamente lecite e razionali: prima di tutto, nel breve-medio periodo, con una offerta di oro relativamente rigida, sono altre le varia-

bili economico-finanziarie che entrano in gioco - più o meno esplicitamente - nella formazione delle aspettative degli operatori e conseguentemente del prezzo di mercato, come ad esempio la reazione a shock geo-politici o all'andamento dei tassi di mercato e di inflazione, in termini di costo opportunità nel detenere oro. In altre parole, una forte deviazione del prezzo dell'oro da tale "equilibrio" è considerabile del tutto normale: l'ipotesi implica che nel medio-lungo periodo si possa tornare ad una quota più o meno costante del consumo di oro (prezzo × produzione) in termini di PIL, anche grazie alle variazioni nell'offerta di oro, che possono ovviamente avere un impatto sui prezzi.

## Real estate

Per quanto riguarda il mondo del *Real Estate* prendiamo come *proxy* un investimento diversificato a livello globale in azioni di REITs quotate, ben consapevoli della presenza di fattori di rischio aggiuntivi rispetto all'investimento immobiliare "diretto". Applicando la metodologia esposta nella Sezione Azioni, otteniamo un rendimento atteso per i prossimi 12 mesi pari a 8.97%. Tale rendimento si compone essenzialmente dell'*earnings yield* atteso (9.95%), in quanto il valore generato dalla crescita risulta marginalmente negativo (-1%). Infatti, il *Price-to-Book* ratio del mercato è leggermente al di sotto di uno (0.91x), ed il RoE atteso sullo stesso periodo di tempo risulta a sua volta in linea con il costo del capitale da noi stimato (8.7%). È anche vero che in genere le aziende scelgono di crescere soltanto quando questa decisione crea valore per i propri azionisti, anche se non mancano casi esemplari che contraddicono questo assunto (e.g. divergenza di interessi tra management e azionisti e strategie di "*empire building*", si veda ad esempio Tirole 2005). Ipotizzando che le stime di consensus sul RoE siano troppo conservative da parte degli analisti, potremmo spingerci ad un rendimento atteso pari all'*earnings yield* a 12 mesi, che si attesta al 9.95%. Incerti sul quale preferire, abbiamo impostato il rendimento atteso per questa asset class pari alla media dei due numeri indicati in precedenza, vale a dire 9.46% per i prossimi 12 mesi.

## Bitcoin

Includiamo per la prima volta quest'asset class in quanto, sebbene sia circondata da polemiche dibattite, essa è in procinto di diventare rilevante non solo in termini di rendimenti conseguiti, ma anche di valore complessivo delle criptovalute. Rimane uno strumento di difficile utilizzo per investitori istituzionali, sia per motivi di *risk budgeting* (sia Bitcoin che Ethereum sono contraddistinti da volatilità superiore all'80%), che per motivi pratici (l'associazione di un *wallet* ad un rapporto di custodia tipico per un'istituzione comporta problemi non secondari).

Il Bitcoin è un "oggetto digitale" ad offerta limitata, caratteristica che, insieme ad un'elevata notorietà tra alcune categorie di investitori, lo ha reso un bene a cui spesso viene associato un "valore". Considerando che il numero massimo di Bitcoin in circolazione è fissato a 21 milioni (attualmente ve ne sono circa 18.8M) ed estrarne di nuovi, oltre a diventare più complicato e costoso, è remunerato con un ammontare di Bitcoin decrescente nel tempo (la ricompensa viene dimezzata ogni 210.000 blocchi estratti, fenomeno noto come *halving*), si è verificata fino ad oggi una dinamica di *stock* crescente rispetto al *flow* di produzione. È possibile, quindi provare a modellare il prezzo del Bitcoin in funzione del rapporto *stock-flow*, ipotizzando tassi di capacità produttiva correnti, come mostrato in **Figura 7**: chiaramente aumentando lo *stock* e diminuendo la produzione in funzione degli eventi di *halving* (il prossimo previsto per il 2024), la dinamica di prezzo non può che risultare crescente. Tuttavia, è ragionevole assumere che le dinamiche di prezzo e gli incentivi relativi all'estrazione cambieranno nel futuro, scongiurando l'ipotesi per cui, nel momento in cui tutti i Bitcoin saranno estratti, il prezzo tenderebbe all'infinito. In definitiva, se da un lato guardare ai prezzi passati del Bitcoin secondo una logica di scarsità poteva risultare efficace, implementando tale ratio tramite una modellazione *stock-to-flow*, sicuramente definire delle aspettative future risulta essere molto più difficile ed aleatorio.

Figura 7 - Previsione del prezzo del Bitcoin sulla base del modello Stock-to-Flow

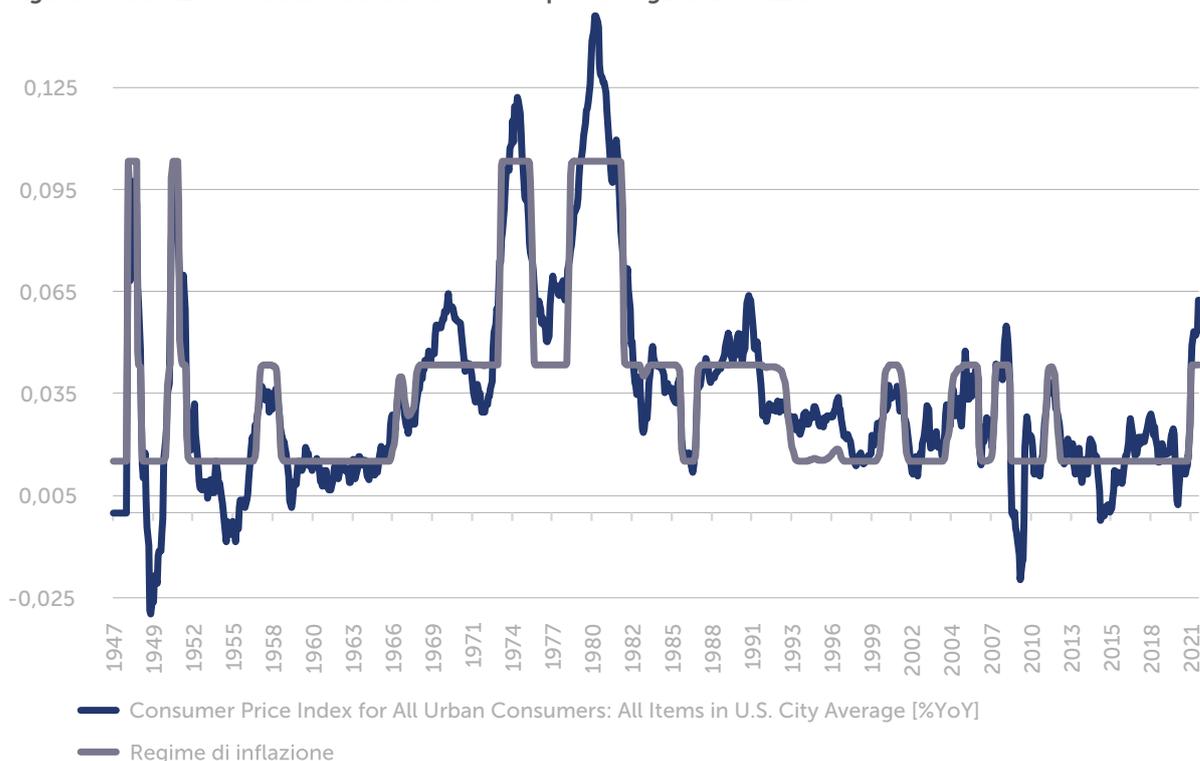


Fonte: Coin Metrics, elaborazioni Quaestio.

## Correlazioni

Lo studio delle correlazioni è ovviamente finalizzato all'esigenza di aumentare in maniera utile la diversificazione di un portafoglio. Viviamo una fase di mercato specifica, in cui le obbligazioni governative, tradizionalmente lo strumento di diversificazione per eccellenza di qualsiasi portafoglio bilanciato, invero hanno assistito ad un *rally* ventennale, avvitandosi su rendimenti quasi ovunque negativi. È dunque lecito chiedersi se l'obbligazione governativa possa ancora svolgere efficacemente questo ruolo. L'evoluzione dei mercati obbligazionari nei prossimi anni sarà fortemente legata al quadro dell'inflazione, la quale tematica risulta l'*hot topic* attuale dei mercati. Per questo motivo abbiamo analizzato quali correlazioni tra asset class hanno caratterizzato differenti regimi di inflazione. I regimi di inflazione sono stati identificati tramite media della variazione su base annua del CPI nei diversi periodi storici esaminati<sup>3</sup> (cfr. **Figura 8**). Dall'analisi è escluso il Bitcoin: la sua breve e turbolenta vita ci induce a non tenerne conto nelle analisi quantitative.

Figura 8 - Variazione su base annua del CPI e rispettivi regimi di inflazione



Fonte: FRED, elaborazioni Quaestio.

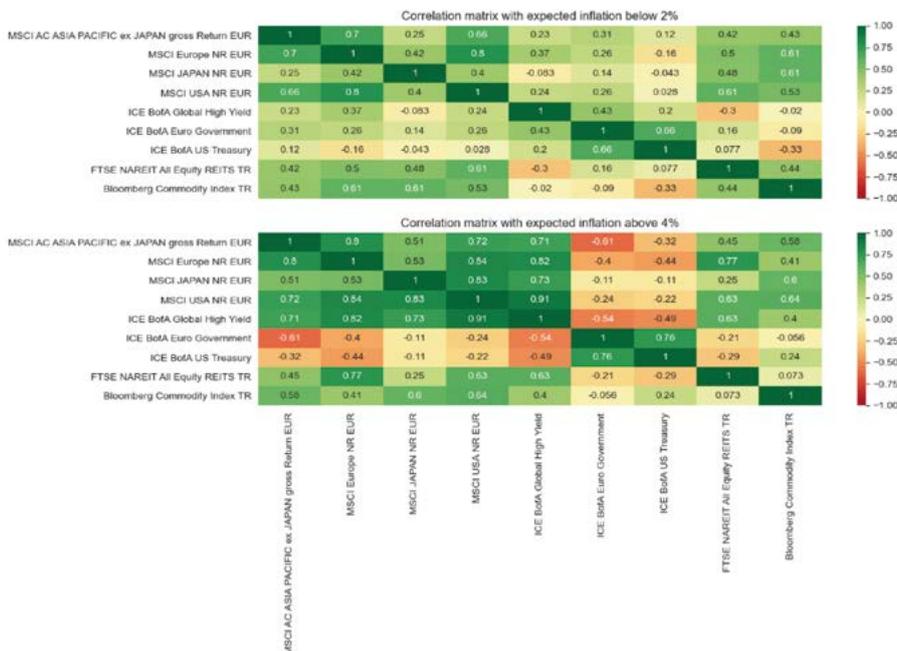
<sup>3</sup> Per ulteriori approfondimenti, un approccio più puntuale e sofisticato potrebbe fare uso della struttura a termine dei break-even inflation rate.

Abbiamo identificato grossomodo tre diversi regimi inflattivi:

- inflazione bassa o nulla, inferiore al 2%;
- inflazione moderata, attorno o di poco superiore al 4%;
- Inflazione elevata, superiore al 10%.

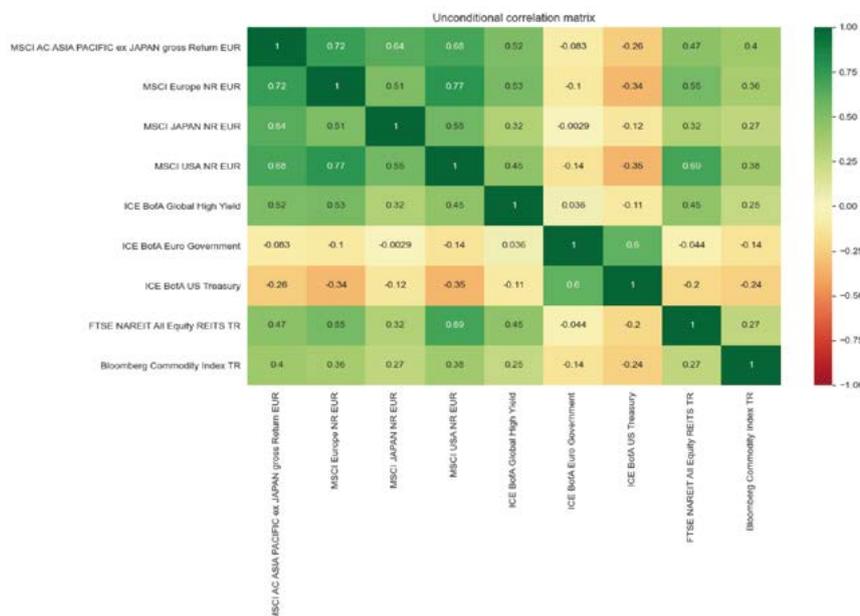
All'interno di ciascun periodo identificato da un diverso regime di inflazione abbiamo prodotto una matrice di correlazione tra asset class; nel seguito ci soffermiamo in particolare su inflazione moderata e in rialzo - come il contesto macroeconomico attuale evidenzia - e su un eventuale esaurimento della spinta inflattiva - come la narrativa delle banche centrali vorrebbe suggerire ai mercati - che riporti il valore a ridosso della soglia target del 2% su base annua (cfr. **Figura 9**).

**Figura 9 - Matrici di correlazione tra asset class per i regimi di inflazione bassa e moderata, rispettivamente al di sotto del 2% e al di sopra del 4% su base annua. La correlazione è ottenuta mediante formula di Pearson canonica e basata sulle variazioni relative di prezzo espresse su base settimanale.**



Fonte: elaborazioni Quaestio.

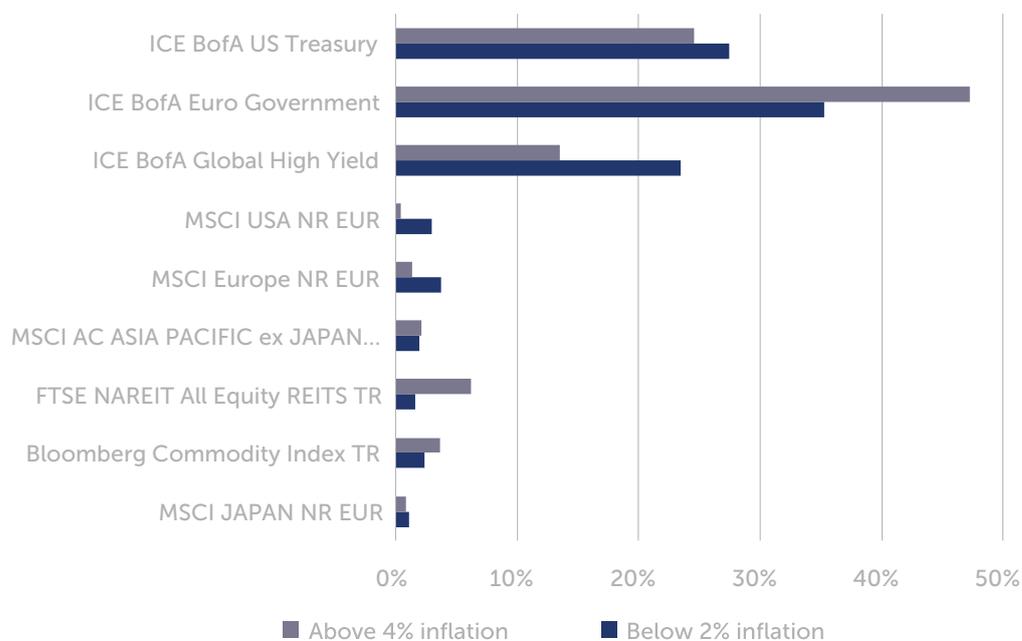
**Figura 10 - Matrice di correlazione tra asset class non condizionata al regime di inflazione. La correlazione è ottenuta mediante formula di Pearson canonica e basata sulle variazioni relative di prezzo espresse su base settimanale.**



Fonte: elaborazioni Quaestio.

Allo stesso modo l'*asset allocation* ottimale non può che risentire delle differenze di regime inflattivo per assicurare la massima diversificazione possibile. Per esemplificare meglio questo concetto, si consideri un'*asset allocation* basata esclusivamente sulla "*Hierarchical Risk Parity*"<sup>4</sup> : questo esperimento è utile perché prescinde dalle ipotesi di rendimento atteso per ciascuna asset class e concentra ogni sforzo di diversificazione sul tentativo di ridurre la concentrazione del portafoglio, come in **Figura 11**.

**Figura 11 - Portafogli ottimizzati tramite Hierarchical Risk Parity in funzione delle matrici di correlazione tra asset class individuate nei regimi di bassa e moderata inflazione.**



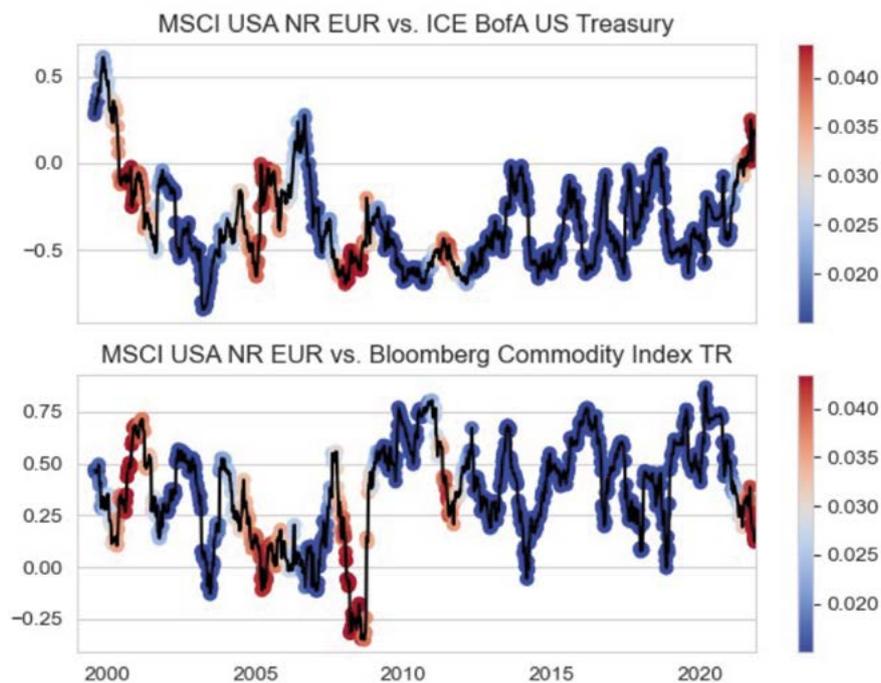
Fonte: elaborazioni Quaestio.

È del tutto evidente che le differenze di correlazione e covarianza tra le varie *asset class* in funzione del regime inflattivo incidono in modo non trascurabile sulla ripartizione della volatilità all'interno di un portafoglio diversificato. In particolare risalta il diverso ruolo del reddito fisso nei due diversi regimi.

<sup>4</sup> López de Prado, Marcos, *Building Diversified Portfolios that Outperform Out-of-Sample* (maggio 23, 2016). *Journal of Portfolio Management*, 2016

In **Figura 12**, in particolare, è possibile osservare come è cambiata la correlazione tra azionario statunitense (qui *MSCI USA*) e altre due *asset class* spesso al centro dell'attenzione nei processi di *asset allocation*: titoli di Stato e materie prime, qui rappresentati rispettivamente dagli indici *ICE BofA US Treasury* e *Bloomberg Commodity Index*. Notasi come il differente regime inflattivo abbia dato luogo a fenomeni di cambio di regime e di persistenza nell'ultimo ventennio.

Figura 12 - Correlazione in finestra mobile di 32 settimane tra MSCI USA e rispettivamente ICE BofA US Treasury e Bloomberg Commodity Index. Il colore è in funzione della transizione di regime di inflazione, come quantificato dalla barra sulla destra.



Fonte: elaborazioni Quaestio.



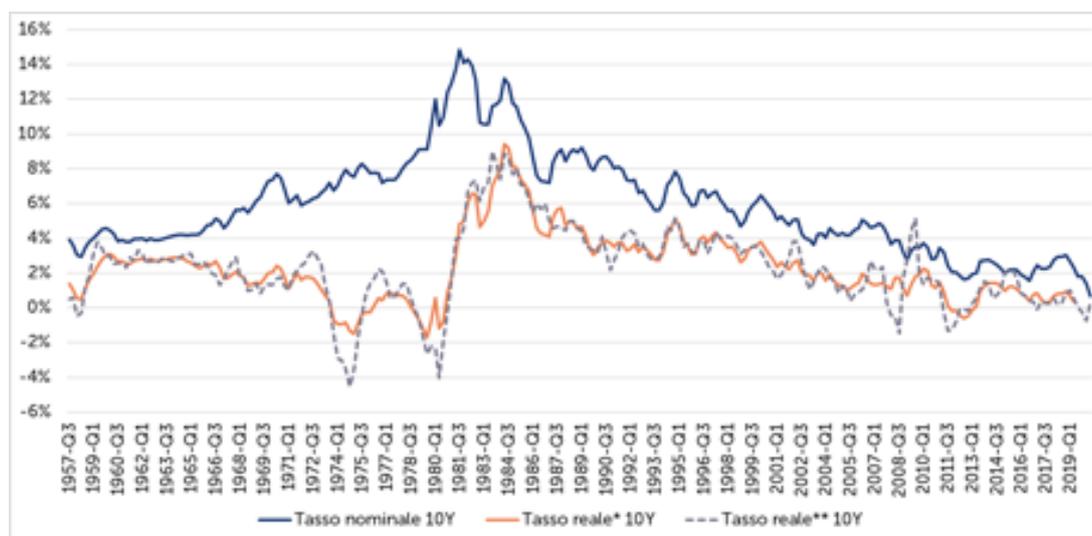
# Investment Insights – Raccolta 2021

## Il declino dei tassi di interesse: troppo risparmio?

di Giacomo Saibene, Ph.D., Portfolio Manager Equity

Negli ultimi decenni, si è assistito ad un marcato declino dei tassi di interesse a lungo termine dei titoli governativi in tutte le principali economie avanzate, sia considerando i tassi nominali sia i tassi reali, al netto dell'inflazione (Figura 1). Non è del tutto chiaro se questo declino dei tassi verso lo zero sia un'eccezione storica oppure la norma: alcuni resoconti<sup>5</sup> argomentano infatti come vi sia stato un declino secolare dei tassi sin dal XIV-XV secolo. In ogni caso, anche disinteressandoci di ciò che succedeva prima del XX secolo, dato che vi erano condizioni ed aspettative di vita molto diverse da oggi, che possono loro stesse influenzare queste dinamiche, il persistente declino dagli anni '80 ad oggi rimane ben evidente e rilevante, sia per comprendere le dinamiche economiche di lungo periodo sia per le nostre scelte di consumo ed investimento. Cosa può aver determinato questo fenomeno e, di conseguenza, cosa potremmo aspettarci nel prossimo futuro?

Figura 1. Tasso di interesse decennale nominale e reale, USA, 1957-2020.



Fonte: OECD (2020). Note: (\*) Tasso nominale al netto dell'inflazione media registrata su tre anni, centrata sull'osservazione; (\*\*) Tasso al netto dell'inflazione media registrata nell'anno precedente l'osservazione.

### Determinanti del tasso di interesse: equilibrio tra risparmio ed investimento.

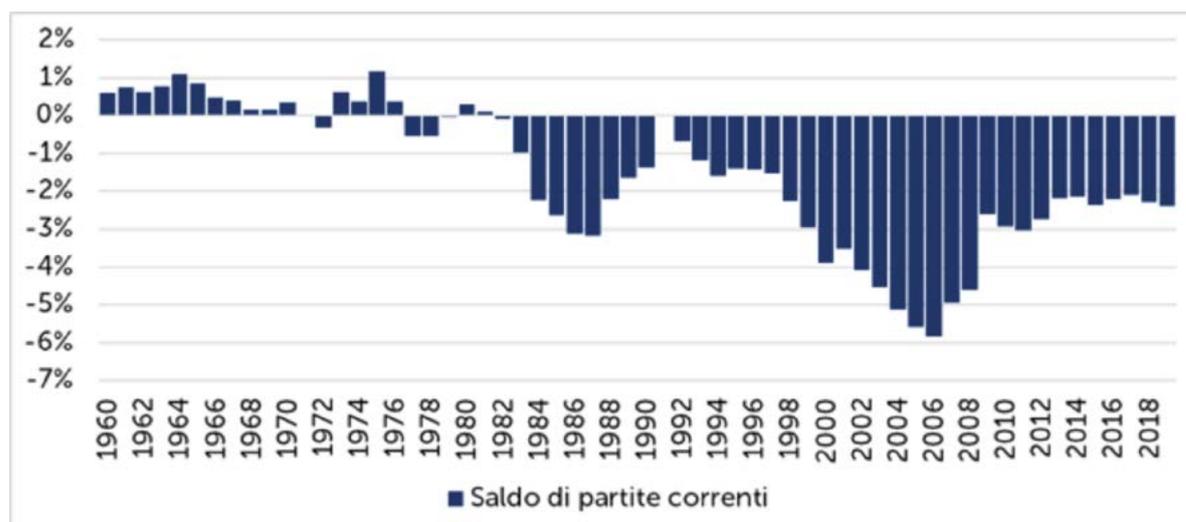
Il tasso di interesse è definito come il costo del denaro e, in prima approssimazione, corrisponde al prezzo del consumo intertemporale: risparmiare equivale a rinunciare al consumo oggi per investire in nuova capacità produttiva e consumare così di più domani. Una fondamentale identità economica è l'uguaglianza tra investimento e risparmio: essendo un'identità, è sempre valida, ma è proprio il tasso di interesse ad essere la variabile principale tramite cui l'offerta di risparmio tende a bilanciarsi con la domanda di investimento. Una diminuzione del tasso di interesse di equilibrio avviene perciò o perché aumenta l'offerta (risparmio) o diminuisce la domanda (investimento) o una combinazione delle due. In effetti, negli ultimi decenni si sono verificate entrambe le cose – anche se in questo breve articolo ci concentreremo sul risparmio soltanto, non perché l'investimento sia irrilevante, anzi, ma per semplici questioni di brevità.

<sup>5</sup> Schmelzing, Paul. "Eight centuries of global real interest rates, RG, and the 'suprasecular' decline, 1311–2018." (2020), Bank of England, Staff Working Paper No. 845.

### L'offerta di risparmio in tempi recenti: le saving gluts

Nel 2005, l'allora presidente della Federal Reserve, Ben Bernanke, tenne un famoso discorso<sup>6</sup> in cui argomentò come i bassi tassi di interesse a lungo termine di allora, soprattutto relativamente ai tassi a breve termine che la FED stava aumentando (cosa che Greenspan definì un *conundrum*), fosse prevalentemente dovuto a dinamiche di risparmio ed investimento al di fuori dei confini statunitensi. Infatti, un'economia aperta può presentare una differenza tra risparmi ed investimenti, che viene compensata dal saldo delle partite correnti, che corrisponde in buona approssimazione al saldo di bilancia commerciale: se l'investimento è maggiore del risparmio, il risparmio mancante è fornito dall'estero, tramite un maggior valore delle importazioni rispetto alle esportazioni, cioè un deficit di partite correnti (o approssimativamente un deficit commerciale). Questa era proprio la situazione che sottolineava Bernanke: Stati Uniti in forte deficit di partite correnti, intorno al 4-6% del PIL tra il 2000 e il 2008, che equivale a dire che importavano risparmio dal resto del mondo (Figura 2). Da dove arrivavano questi risparmi? Da paesi emergenti, come la Cina, ed esportatori di petrolio, come il Medio Oriente, che invece che ricevere risparmi dal resto del mondo per finanziare la propria crescita economica (ciò che si presumeva dovessero fare i paesi in via di sviluppo) ne esportavano in ingenti quantità, accumulando dollari statunitensi ed investendoli principalmente in buoni del Tesoro. Di conseguenza, aumentando l'offerta di risparmio negli Stati Uniti a causa di questa "global saving glut", i tassi di interesse erano mantenuti bassi.

Figura 2. "Global saving glut": saldo di partite correnti, USA, 1960-2019; %PIL.



Fonte: US Bureau of Economic Analysis, Integrated Macroeconomic Accounts (Table S.2.a).

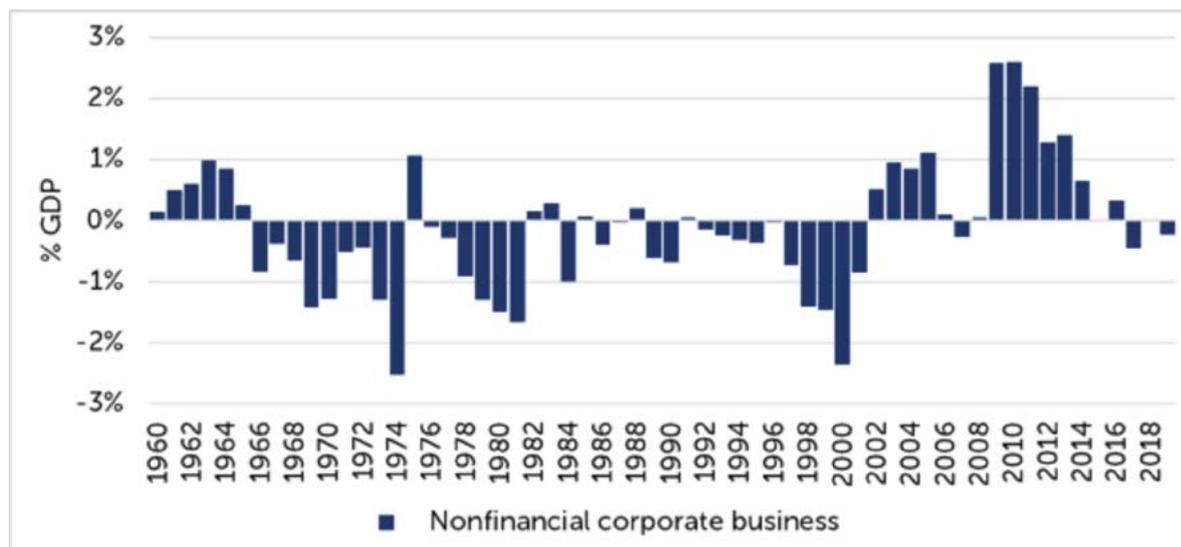
Quali altri attori economici contribuiscono all'offerta di risparmio? Storicamente, il governo è sempre stato un destinatario di risparmio, dato che la spesa pubblica, quasi sempre maggiore delle entrate, deve essere finanziata. Chi invece strutturalmente offre risparmio sono le famiglie ed i consumatori: l'unica eccezione sono gli anni 2005 e 2006, quando anche le famiglie statunitensi smisero di fornire risparmio al resto dell'economia. Erano gli anni del boom del mercato immobiliare, spesso finanziato a debito, e molto probabilmente favorito proprio dai risparmi provenienti dal resto del mondo. Infine, rimane il settore delle imprese, suddiviso a sua volta tra imprese finanziarie e non finanziarie<sup>7</sup>: queste ultime sono spesso viste, idealmente, come un settore che domanda risparmi dal resto dell'economia per finanziare i propri investimenti produttivi. Tuttavia, non è sempre così: tra il 2002-2006 e ancor di più tra il 2009-2016 le grandi imprese americane, invece di domandare risparmi al resto dell'economia per finanziare i loro investimenti, hanno of-

<sup>6</sup> <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>

<sup>7</sup> Vi è anche il problema statistico di come considerare le piccole imprese individuali, se nel settore delle imprese o delle famiglie, problema che qui tralasciamo per concentrarci solo sulle imprese più grandi. Inoltre, vi sono anche due modalità differenti di calcolare il risparmio netto di un settore: a partire dalla contabilità di conto economico (capital account) oppure a partire dalla contabilità delle transazioni finanziarie (financial account). I risultati dovrebbero essere identici, ma spesso vi sono discrepanze anche notevoli. La prospettiva che qua adottiamo, come spesso in letteratura, è la prima: approssimando, il risparmio netto delle imprese sarà quindi uguale ai profitti al netto di dividendi ed investimenti in capacità produttiva.

ferto risparmi ad altri settori dell'economia, per un ammontare di quasi il 3% del PIL: utilizzati prima dalle famiglie, per finanziare gli investimenti immobiliari, e poi dal governo, che si fece carico di mantenere elevata la domanda aggregata statunitense in seguito alla Grande Recessione del 2008-09, con elevati deficit di bilancio. Questo eccesso di risparmio delle imprese venne definito<sup>8</sup> "corporate saving glut."

Figura 3. "Corporate saving glut": Risparmio netto delle imprese non finanziarie, USA, 1960-2019; %PIL.



Fonte: US Bureau of Economic Analysis, Integrated Macroeconomic Accounts (Table S.2.a).

### Disuguaglianze e risparmio

Oltre alle dinamiche intersettoriali che abbiamo descritto, dove i risparmi venivano prima dal resto del mondo e poi dalle imprese, vi sono anche delle importanti dinamiche intra-settoriali, in particolare all'interno del settore delle famiglie. Alcuni economisti hanno recentemente documentato<sup>9</sup> come vi sia una sempre maggiore divergenza tra i risparmi della quota più ricca della popolazione (top 1%) rispetto ai risparmi della maggioranza della popolazione meno ricca (bottom 90%), probabilmente conseguente alla dinamica di ampliamento delle disuguaglianze di reddito. Dagli anni '80 ai 2000, il top 1% ha aumentato di circa 3% di PIL la sua quota di risparmio, arrivando da solo a risparmiare una quota di PIL di entità del tutto simile a quanto proveniente dal resto del mondo (e simile all'ammontare di investimenti annuali nell'intera economia), mentre il bottom 90% ha diminuito il suo risparmio di un'entità addirittura maggiore, rendendolo sempre più negativo: cioè prendendo a prestito, con un reddito inferiore al consumo.

Quindi, anche se il settore delle famiglie non ha modificato, in aggregato, il suo risparmio negli ultimi decenni, l'offerta di risparmio da parte delle famiglie nel top 1% del reddito è aumentata sempre di più, ma in buona parte è stata subito assorbita da una diminuzione del risparmio (i.e. prendere a prestito) del rimanente bottom 90%, nascondendo quindi questa dinamica in aggregato. In breve, il top 1% ha finanziato sempre di più, direttamente o indirettamente (tramite il sistema finanziario), i consumi e gli investimenti immobiliari del rimanente bottom 90%<sup>10</sup>. Questa volta si è fatto riferimento a "saving glut of the rich."

<sup>8</sup> Saibene, G. "The corporate saving glut." *Journal of Macroeconomics* (2019).

<sup>9</sup> Mian, A., Straub, L., & Sufi, A. "The Saving Glut of the Rich." (2020).

<sup>10</sup> Una dinamica simile potrebbe nascondersi dietro agli avanzi commerciali di molti paesi, avanzati e non, come argomentato da Klein e Pettis nel libro "Trade wars are class wars" (2020).

### **Il tasso di interesse nel prossimo futuro**

L'insieme di queste dinamiche, se rimarranno in essere nei prossimi anni, giocheranno certamente un ruolo importante nel determinare quel prezzo di equilibrio che è il tasso di interesse, mantenendolo basso. La dinamica di risparmio divergente tra i più ricchi e i meno ricchi sembra proprio essere un fenomeno con un'alta inerzia, difficilmente reversibile in pochi anni. Cosa potrebbe determinare un'inversione di tendenza?

Prima di tutto, possiamo pensare alla sostenibilità, soprattutto politico e sociale, di tale processo. Da un punto di vista economico<sup>11</sup>, il problema in realtà non si pone, se non per il fatto che accentuate disuguaglianze reddituali possano portare ad una crescita subottimale insieme ad un tasso di interesse permanentemente depresso. Ma da un punto di vista sociale, invece, alcuni teorici<sup>12</sup> ipotizzano che una tale situazione sia insostenibile: una over-produzione di élites, che non riesce ad ottenere un adeguato compenso reddituale, prima o poi porterà ad un periodo di forte instabilità politica e sociale.

In secondo luogo, vi potrebbe essere una variazione strutturale delle dinamiche in essere o l'instaurarsi di dinamiche del tutto nuove. Una di queste potrebbe essere data dalla demografia<sup>13</sup>: il declino della popolazione in età lavorativa potrebbe portare ad una diminuzione del risparmio, dato che la popolazione mondiale, diventando sempre più anziana, dovrebbero consumare i risparmi accumulati, e quindi portare ad un rialzo dei tassi di interesse. Tuttavia, esempi come il Giappone potrebbero farci dubitare di questa ipotesi. Inoltre, sarebbe forse più corretto concentrarci sul risparmio del top 1% e non della popolazione nel suo complesso, perché la famiglia mediana ormai prende sempre più spesso a prestito per sostenere i suoi consumi, invece che accumulare risparmi per la vecchiaia.

*Articolo pubblicato su [quaestiocapital.com](http://quaestiocapital.com)*

---

<sup>11</sup> Si veda a proposito il lavoro degli stessi Mian, Straub, Sufi, "Indebted demand" (2020).

<sup>12</sup> "Ages of discord: a structural-demographic analysis of American history" (2016), di Turchin.

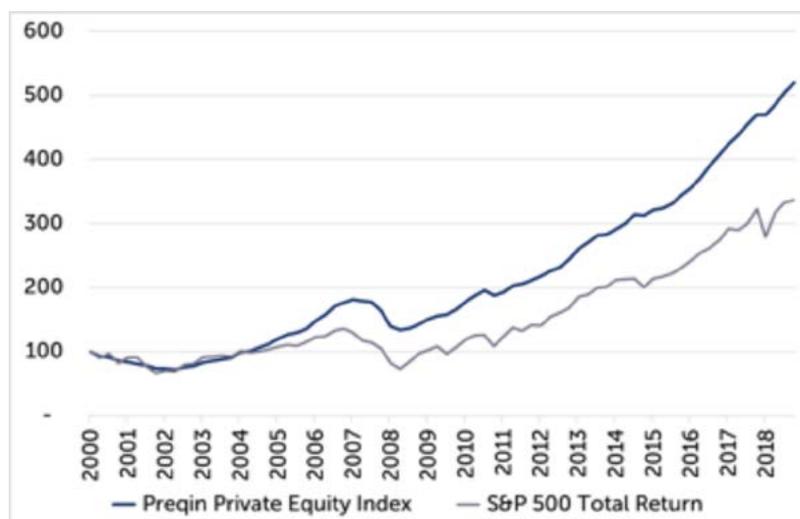
<sup>13</sup> "The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival" (2020), di Goodhart e Pradhan.

## Private Equity e aspettative di rendimento

di Christian Prinoth, Chief Investment Officer

Ormai è raro che una presentazione in materia di investimenti non arrivi, ad un certo punto, a soffermarsi sul "basso livello dei tassi" e sulla "mancanza di investimenti privi di rischio". La discussione che ne deriva porta inevitabilmente a due raccomandazioni: assumere più rischio (più "beta") e ridurre la liquidità del portafoglio. La prima di queste vie è intrapresa malvolentieri dalle istituzioni italiane, sempre avverse a volatilità nei propri risultati. La seconda invece sta seducendo un numero sempre maggiore di investitori, alcuni dei quali si affacciano per la prima volta al mondo dei fondi chiusi. Vale dunque la pena soffermarsi su alcune peculiarità delle metriche e delle argomentazioni spesso portate a sostegno dell'opportunità di inserire fondi chiusi nella propria allocazione.

Figura 1: confronto tra l'indice S&P 500 e l'indice dei fondi Private Equity pubblicato da Preqin

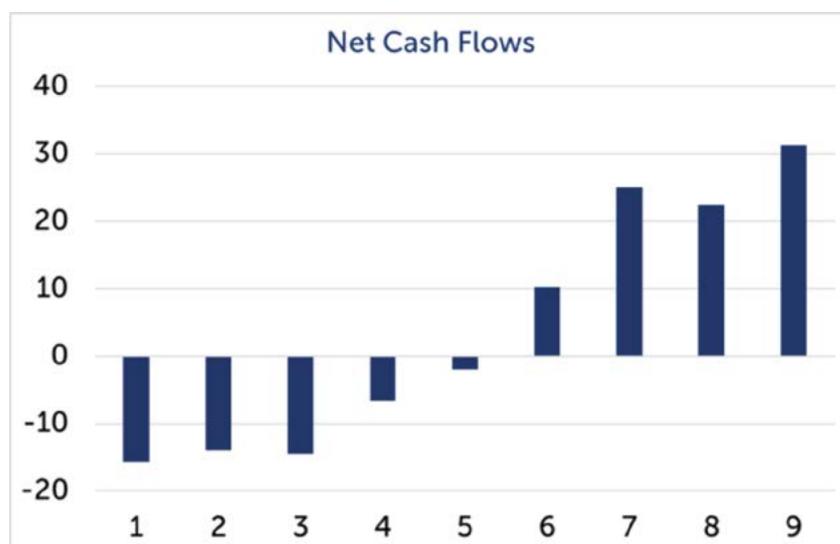


Fonte: Preqin, elaborazioni Quaestio.

Preqin è uno dei principali provider che costruisce indici per il mondo dei Private Assets. Dal 2000 ad oggi il loro indice di fondi Private Equity ha avuto un rendimento medio annualizzato pari a +9,3% contro +7,9% dell'indice S&P500 nello stesso periodo (vedasi figura 1). Tralasciando considerazioni relative al rischio, ne deriva un "premio" di +1.4%. Una differenza appetibile, a maggior ragione se si considera che la distribuzione dei rendimenti tra diversi fondi chiusi è generalmente più dispersa, quindi ci sono più opportunità di creare valore addizionale selezionando gestori "bravi" rispetto al mondo dei fondi aperti, solitamente più schiacciati sul *benchmark*. Ma detto questo, i due indici sono veramente confrontabili? 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 al 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, 2012 possiamo ricostruire una curva dei cashflow medi su queste vintage, rappresentata nella figura 2. 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 annacquarli.

Figura 2: 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

Questo problema, peraltro ben noto nel mondo dei fondi chiusi, viene generalmente affrontato in due modi. Una prima possibilità consiste nell'inserire gli investimenti in fondi chiusi all'interno di programmi pluriennali di investimento, dove diverse *vintage* vengono sovrapposte al fine di creare sinteticamente quello che viene definito un fondo *evergreen*, ovvero senza scadenza. Man mano che un fondo completa i propri investimenti, ed inizia a restituire capitale, si avvia un nuovo investimento, ripetendo nel tempo. Una seconda possibilità consiste nel ricorso al mercato secondario, che consente di entrare in fondi esistenti, dove il periodo di investimento è già avviato, oppure di uscire da fondi prima della loro scadenza. Entrambe le soluzioni però risolvono il problema solo fino ad un certo punto, in quanto difficilmente si andrà ad allocare l'intero capitale impegnato, parte del quale rimarrà dunque "annacquato". Questo sovente porta gli investitori a sovrallocare capitale ai fondi chiusi, con asset allocation inefficienti.

Una terza via viene suggerita da un articolo pubblicato nel 2015 da Erik Stafford della Harvard Business School<sup>14</sup>, che attraverso un'analisi degli indici di Private Equity suggerisce l'ipotesi di poterli replicare con portafogli opportunamente ottimizzati di azioni quotate. Questa idea per certi versi traduce in contesto diverso quanto proposto già molti anni prima nel mondo degli Hedge Fund, quando un famoso articolo di Andrew Lo del MIT introdusse l'idea di replicare i rendimenti degli Hedge Fund con portafogli di attivi molto più liquidi. Difficile estendere il ragionamento in maniera lineare e generalizzata al Private Equity, vista la dispersione decisamente maggiore dei rendimenti lungo il campione di fondi chiusi, rispetto ai fondi aperti alternativi e non.

<sup>14</sup> Erik Stafford, *Replicating Private Equity with Value Investing, Homemade Leverage, and Hold-to-Maturity Accounting*, Dec 2015

Ma le conclusioni di Stafford suggeriscono un modo per “integrare” l’allocazione a Private Assets nel portafoglio di un’istituzione in modo ridurre la perdita di rendimento derivante dagli effetti di annacquamento e reinvestimento descritti in precedenza.

Recenti studi hanno mostrato che è possibile costruire portafogli ottimizzati con algoritmi di *machine learning* il cui obiettivo è proprio quello di replicare al meglio un indice di Private Equity utilizzando strumenti liquidi. Il beneficio è duplice: da un lato fornisce uno strumento che rappresenta il complemento ideale del fondo chiuso in una allocazione di portafoglio, nel contesto dei problemi esposti in precedenza. Dall’altro l’utilizzo di strumenti liquidi consente di applicare una gestione dinamica dell’esposizione al rischio di mercato, al fine di massimizzare la probabilità che il portafoglio rimanga vicino ad un’allocazione ottimale anche in coincidenza dei richiami di capitale. L’utilizzo di attivi liquidi tradizionali, investimenti in fondi chiusi, nonché una porzione di attivi liquidi “funzionali” al completamento della porzione alternativa, consente agli investitori istituzionali di definire un’asset allocation completa, efficiente, ed allineata con le proprie esigenze di *asset-liability management*. In questo contesto si potrebbe affrontare un problema ulteriore, ovvero quello dell’allocazione ottimale tra attivi liquidi ed illiquidi, tenendo conto delle esigenze di “consumo”, ovvero utilizzo dei flussi di cassa generati dal patrimonio. Anche questo è un tema sul quale la ricerca recente ha prodotto numerose innovazioni, che meritano un articolo a parte insieme al tema della valutazione del rischio di strumenti illiquidi.

In conclusione, l’allocazione ottimale all’*asset class* dei fondi chiusi, da parte di un investitore istituzionale, deve inserirsi nel contesto di un rapporto di gestione più ampio, che oltre a prendersi carico degli aspetti amministrativi, liberando l’investitore dal doversi occupare di richiami e gestione dei flussi di cassa, ottimizzi il “complemento” degli importi richiamati dai fondi chiusi, al fine di rendere investito al 100% il commitment per l’intera durata dell’investimento.

*Articolo pubblicato su [quaestiocapital.com](http://quaestiocapital.com)*

## L'inflazione: prospettive nel 2021

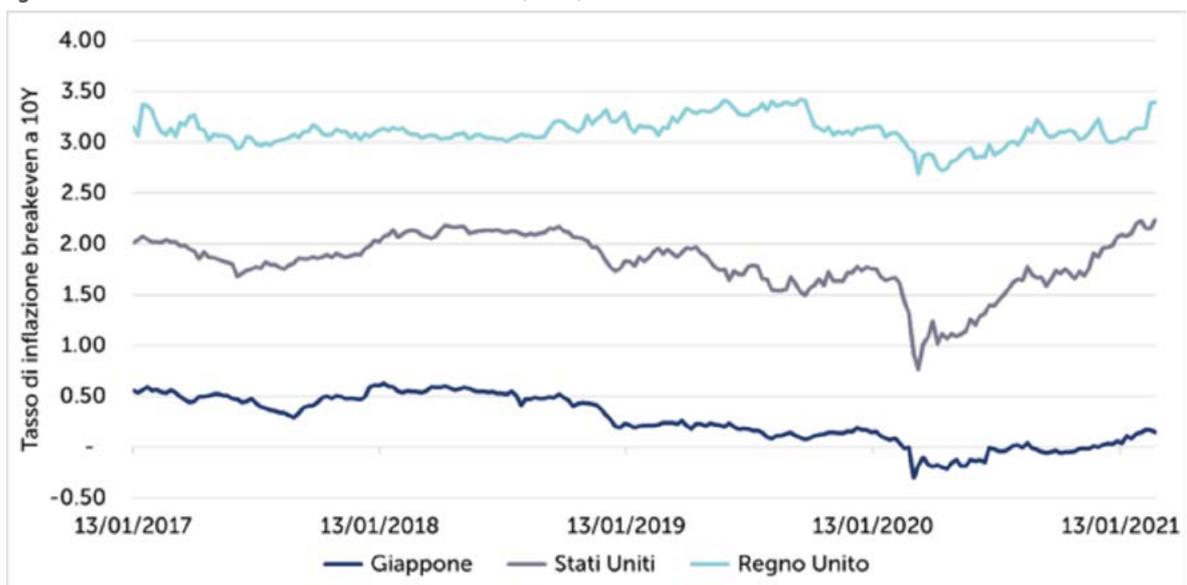
di Mario Baronci, CAIA, Head of Multi-Asset & ESG e Giacomo Saibene, Portfolio Manager Equity

Dall'inizio della pandemia le banche centrali hanno dato corso ad inusitati stimoli monetari in tempo di pace: era accaduto anche in passato meno recente, ma da un lato l'azione del movimento del Tea Party, allora maggioritario al Congresso USA, e dall'altro l'ortodossia di Germania ed Olanda nella zona Euro, avevano controbilanciato lo stimolo monetario con una parziale austerità fiscale, riducendone di fatto la magnitudo.

Oggi le due politiche, monetaria e fiscale, vanno invece di pari passo ed i rispettivi confini e limiti d'azione paiono anzi sbiadirsi. Inoltre, se vi sono sempre stati dubbi sull'efficacia della politica monetaria in una situazione di tassi di interesse a zero, oggi invece quasi non si discute nemmeno sull'efficacia della politica fiscale, come si dibatteva invece negli anni successivi al 2008.

Lo scenario più probabile, anche grazie all'effetto confronto dato dall'inizio degli effetti della pandemia (fine febbraio 2020), è un aumento dell'inflazione attesa, di conserva con l'aumento dell'attività economica. Se sulla direzione dell'inflazione il mercato ha pochi dubbi, sul suo livello invece le informazioni desumibili dall'andamento dei titoli inflation-linked sono molto poco omogenee: l'inflazione media per i prossimi 10 anni è infatti prevista al 3.30% in UK, al 2.20% in USA e marginalmente positiva in Giappone:

Figura 1. Tasso di inflazione di breakeven a 10 anni; USA, UK e JP



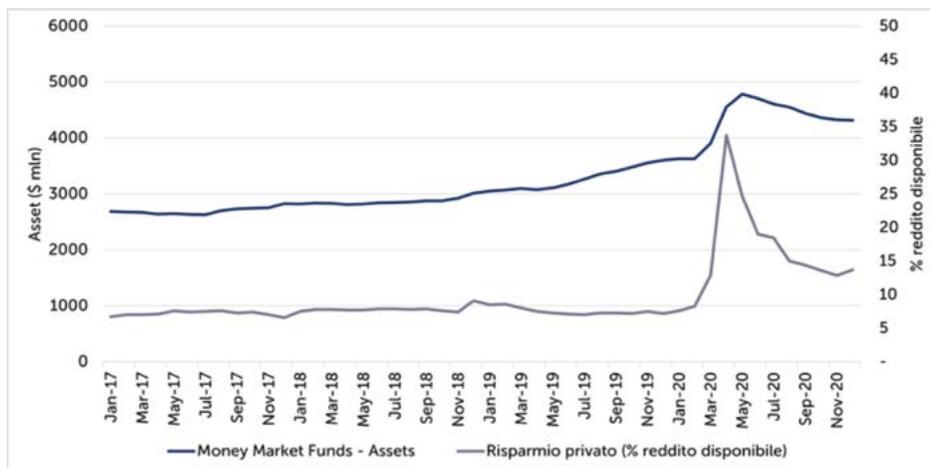
Fonte: Bloomberg.

L'inflazione "potenziale": l'accumulo di risparmio

Partiamo da quella che possiamo chiamare inflazione "potenziale": un incremento dei prezzi non ancora attuale ma che potrebbe realizzarsi qualora la liquidità in eccesso presente nel sistema dovesse riversarsi nell'acquisto di beni (inflazione dei prezzi al consumo) e/o attività finanziarie (inflazione dei prezzi degli asset), ipotizzando un'offerta fissa e prezzi flessibili.

Nel corso del 2020 per motivi oggettivi (lockdown) e soggettivi (aumento del grado di avversione al rischio con conseguente aumento delle riserve liquide precauzionali) la propensione al risparmio delle famiglie è più che triplicata in USA. Questo risparmio in eccesso è stato parcheggiato, in buona parte, nei Money Market Funds (Figura 2), probabilmente in attesa di un suo impiego a più lungo termine sui mercati finanziari o immobiliari, oppure di essere speso per beni o servizi. Tale possibilità è resa ancora più attuale dal fatto che nel recente passato le famiglie americane non sono mai state così poco indebitate, dopo il processo di deleveraging iniziato subito dopo la crisi Lehman Brothers.

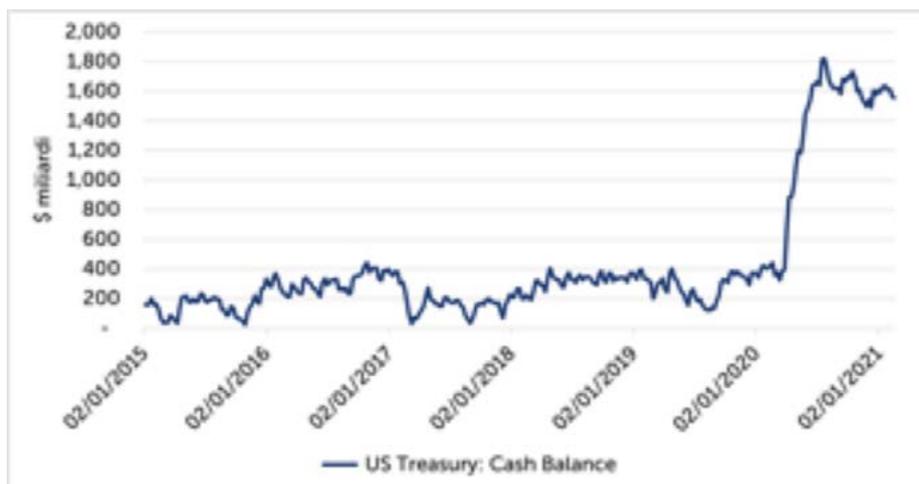
Figura 2. Risparmio privato (% reddito disponibile) e asset in Money Market Funds; USA, 2017-2020.



Fonte: Bloomberg.

Il Tesoro USA, con logiche assimilabili a quelle appena espresse per il settore delle famiglie, ha provveduto a creare ingenti risorse finanziarie (Figura 3) prontamente impiegabili (assegni diretti alle famiglie, sussidi vari, ecc.): il piano da 1.9 trilioni di dollari è infatti in corso di distribuzione da parte della nuova amministrazione.

Figura 3. Liquidità detenuta del Tesoro; USA.



Fonte: Bloomberg (USCBFDRA Index).

Le imprese dal canto loro hanno provveduto a utilizzare le linee di credito disponibili fin dall'inizio della pandemia e successivamente, alla riapertura ordinata del mercato primario, hanno collocato un'ingente quantità di obbligazioni sul mercato ad investitori ansiosi di procedere ad una sorta di "front running" rispetto ai programmi di QE delle banche centrali. Anche queste disponibilità potrebbero presto o tardi essere utilizzate per nuovi acquisti o investimenti o, in alternativa, trasferite alle famiglie, tramite buybacks, o alle banche, tramite la riduzione delle stesse linee di credito, quando non più necessarie.

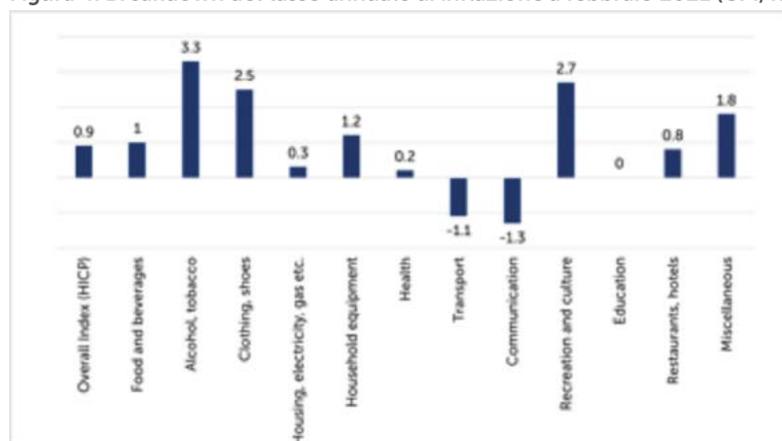
Per comprendere più chiaramente come e se questi fattori possano incrementare il tasso di crescita dei prezzi, è necessario approfondire i meccanismi microeconomici tramite cui i prezzi in un'economia vengono determinati.

I meccanismi microeconomici dell'inflazione

Come viene determinato il tasso di inflazione? Per rispondere a questa domanda, è essenziale partire dal "chi": gli agenti economici che determinano i prezzi, cioè le imprese. Sotto quali condizioni si potrebbe verificare un rialzo dei prezzi, superiore ai target oggi in essere? Possiamo individuare tre fattori principali: (i) un aumento dei costi di produzione, (ii) un aumento del potere di mercato, e/o (iii) un aumento di domanda di beni/servizi. Inoltre, le imprese possono agire in maniera reattiva, seguendo i prezzi della concorrenza, o proattiva, in base ad aspettative future.

Partendo dai costi (i), essi si dividono in due: parte sono beni/servizi di altre imprese, e parte costo del lavoro e delle materie prime. Per innescare un rialzo dei prezzi è perciò necessario che vi sia un aumento di quest'ultima componente: ma il costo del lavoro dipende in larga parte dal relativo potere contrattuale, che non sembra essere particolarmente favorevole a crescenti rivendicazioni salariali, mentre il costo delle materie prime dipende invece da condizioni spesso idiosincratice, difficilmente collegabili alla situazione economica attuale. Per quanto riguarda il punto (ii), il potere di mercato dipende dalle caratteristiche della singola impresa e dal settore in cui opera: Apple è ben diversa da American Airlines. La presenza di settori o imprese che aumentano o diminuiscono i loro prezzi è del tutto normale e parte del dinamismo di un'economia, che segue l'evoluzione della domanda (e.g. preferenze dei consumatori) e dell'offerta (e.g. tecnologie di produzione), sia nel breve sia nel lungo periodo. Basti pensare al diverso impatto della pandemia sull'evoluzione dell'inflazione per i diversi settori economici nell'ultimo anno (Figura 4).

Figura 4. Breakdown del tasso annuale di inflazione a febbraio 2021 (CPI, not seasonally adjusted); USA.



Fonte: U.S. Bureau of Labor Statistics.

La questione rilevante è se vi sia o meno una tendenza generalizzata, che va al di là delle dinamiche del singolo settore. In altre parole, se vi sia stato un aumento significativo e generalizzato del potere di mercato delle imprese. Secondo alcuni<sup>15</sup> tale potere è decisamente aumentato, mentre secondo altri<sup>16</sup> le stesse evidenze empiriche potrebbero essere soltanto una conseguenza di altre dinamiche: i processi di globalizzazione e digitalizzazione avrebbero in realtà portato ad una maggiore competizione, soprattutto per le imprese più piccole, sia allargando il mercato da locale a globale, sia aumentando l'attenzione dei consumatori ai prezzi. In ogni caso, un aumento del potere di mercato non è da solo sufficiente a determinare un aumento dei prezzi: è necessaria anche la volontà da parte delle imprese di alzare prezzi (e margini), ma non è affatto detto che sia la loro strategia ottimale - si pensi ad esempio al caso di Amazon.

Perciò, condizione necessaria per innescare un aumento generalizzato dei prezzi, almeno in prima impressione, sembrerebbe essere soltanto il fattore (iii): un aumento della domanda aggregata da parte dei consumatori. Ed è proprio su questo fattore che incombono gli spettri dell'inflazione potenziale di cui abbiamo precedentemente parlato. Il prossimo passo sarà dunque l'analisi del legame tra domanda aggregata e inflazione.

La curva di Phillips: i ruoli di output gap e aspettative di inflazione

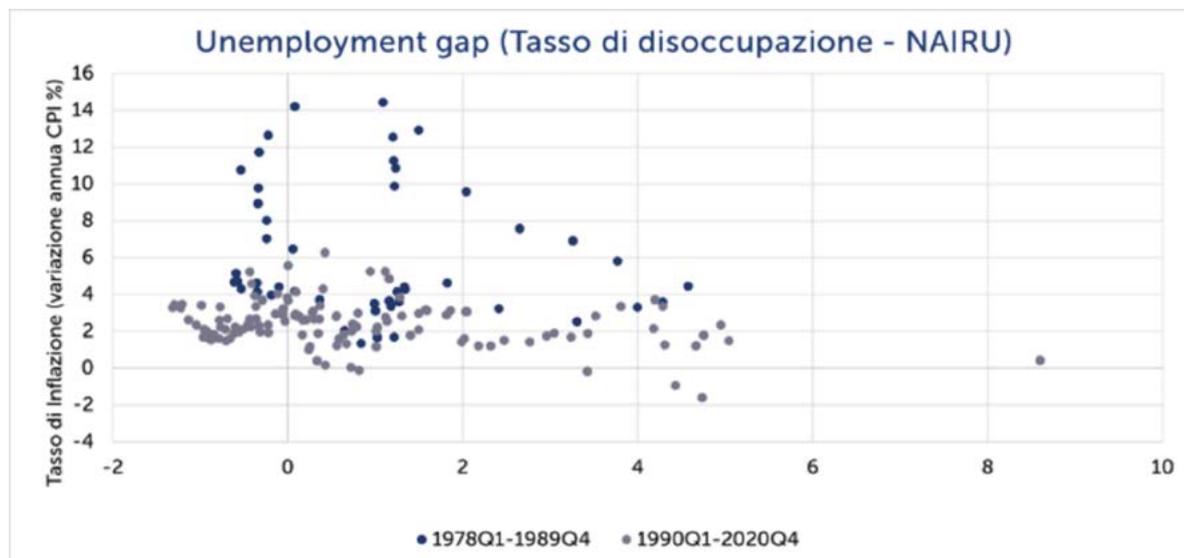
Sul finire degli anni '50 venne evidenziato un legame empirico inverso tra tasso di disoccupazione e tasso di inflazione: nacque così la curva di Phillips. L'esperienza dei decenni successivi, cioè la stagflazione degli anni '70, unitamente agli sviluppi accademici di quegli anni, cioè la rivoluzione delle aspettative razionali, portarono però ad una modifica sostanziale della curva di Phillips. In primo luogo, si comprese che il trade-off tra inflazione e disoccupazione può esistere soltanto nel breve periodo, in quanto nel lungo periodo la politica monetaria risulta efficace per la determinazione dei prezzi soltanto, non dell'occupazione. Di conseguenza, il nuovo riferimento divenne lo scostamento dell'occupazione dal NAIRU (i.e. non-accelerating inflation rate of unemployment), cioè quel livello di disoccupazione coerente con un'inflazione stabile nel tempo. Questo scostamento si può equivalentemente specificare in termini di output gap: lo scosta-

<sup>15</sup> Philippon, Thomas. *The great reversal: how America gave up on free markets*. Harvard University Press, 2019.

<sup>16</sup> Syverson, Chad. "Macroeconomics and market power: Context, implications, and open questions." *Journal of Economic Perspectives* 33.3 (2019): 23-43.

mento del PIL dal suo valore potenziale. In altre parole, più la domanda aggregata determina un livello di output maggiore del suo potenziale, più aumenta il tasso di inflazione nel breve periodo. Nonostante le difficoltà nella stima del valore di output potenziale, molte stime empiriche hanno evidenziato la presenza di questo legame, seppur abbia subito un apparente appiattimento nel corso degli ultimi decenni (Figura 5).

Figura 5. Inflazione e unemployment gap: la “vecchia” curva di Phillips senza aspettative; USA, 1978-2020.



Fonte: Federal Reserve, U.S. Bureau of Economic Analysis, rielaborazioni Quaestio.

In secondo luogo, l'altra modifica sostanziale della curva di Phillips è stata l'introduzione esplicita delle aspettative di inflazione: l'inflazione corrente è perciò funzione sia del livello di output gap sia delle aspettative correnti di inflazione futura. Ma dato che le aspettative sono sfuggenti da misurare correttamente, si è arrivati soltanto recentemente a capire quanto sia fondamentale il loro ruolo. Recenti lavori di ricerca<sup>17</sup> hanno infatti mostrato che la curva di Phillips non solo sia oggi molto piatta (si stima che una variazione di 1% della disoccupazione abbia un impatto sull'inflazione sensibilmente minore di 0.5%), in coerenza con l'evidenza empirica mostrata in Figura 5, ma che lo sia sempre stata. In altre parole, la disinflazione di Volcker è stata principalmente determinata da una diminuzione delle aspettative di inflazione, più che da un aumento temporaneo dell'output gap (i.e. disoccupazione).

Dopo decenni di ricerca sull'argomento, si è quindi arrivati a concludere che il legame tra domanda aggregata ed inflazione c'è, ma questo legame è relativamente debole, mentre la forza di gran lunga più importante nel determinare l'inflazione corrente sono le aspettative di inflazione futura.

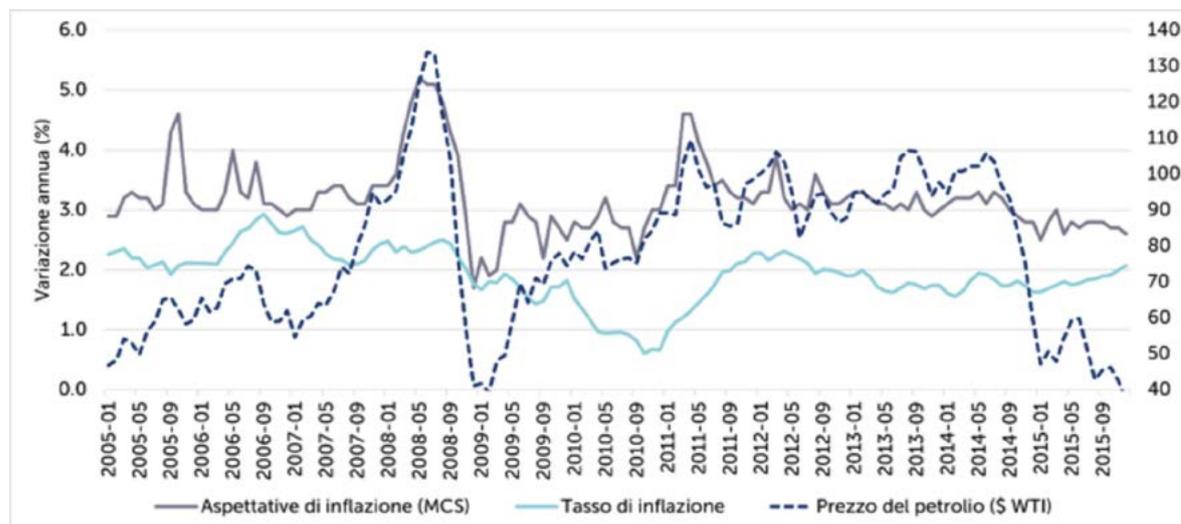
Inoltre, sembra<sup>18</sup> che le aspettative più rilevanti siano quelle dei consumatori, più che quelle degli esperti (professional forecasters). Cioè, quanto c'è di più vicino alle aspettative dei price-setters. Tali aspettative, inoltre, sono spesso più elevate di quelle degli esperti, oltre che più stabili. La domanda cruciale per determinare l'evoluzione dell'inflazione diventa quindi: cosa influenza le aspettative dei consumatori/produttori?

Da un lato, sicuramente gioca importanza cruciale il regime di politica monetaria e la credibilità dello stesso da parte degli agenti economici. Se la maggioranza degli agenti si coordina su un equilibrio di inflazione bassa e stabile, sarà poi effettivamente così. Dall'altro lato, vi sono altri fattori che “catturano” le aspettative e potenzialmente le guidano al di fuori dall'ancoraggio voluto dalle banche centrali. Un esempio è l'andamento di uno dei prezzi più salienti: il prezzo del petrolio. Infatti, negli anni successivi alla grande recessione del 2008, l'inflazione fu relativamente elevata se confrontata con il forte aumento della disoccupazione che ne seguì: parte della spiegazione potrebbe infatti risiedere nell'ancoraggio delle aspettative di inflazione dei consumatori (che determinano l'inflazione corrente, tramite curva di Phillips) all'andamento del prezzo del petrolio, che ritornò a crescere già nel 2009 (Figura 6).

<sup>17</sup> Hazell, J., Herreño, J., Nakamura, E., & Steinsson, J. (2020). *The slope of the Phillips Curve: evidence from US states* (No. w28005). National Bureau of Economic Research.

<sup>18</sup> Coibion, Olivier, and Yuriy Gorodnichenko. "Is the Phillips curve alive and well after all? Inflation expectations and the missing disinflation." *American Economic Journal: Macroeconomics* 7.1 (2015): 197-232.

Figura 6. Prezzo del petrolio, tasso e aspettative di inflazione; USA, 2005-2015.



Fonte: U.S. Bureau of Labor Statistics, EIA, University of Michigan (Michigan Surveys of Consumers).

In conclusione, le aspettative di inflazione, cioè il fattore determinante del tasso di inflazione, potrebbero essere direttamente influenzate da shock esogeni ai prezzi, come ad esempio gli shock al prezzo del petrolio, così come da altri fattori, anche di tipo narrativo e comportamentale, e determinare in questo modo un "disancoraggio" dai target di inflazione della politica monetaria.

Da Volcker a Powell, la politica monetaria cambia registro dopo 40 anni: le aspettative di inflazione rimarranno "ancorate"?

Dal 1979, data dell'avvento del governatore Volcker, la Fed perseguì una drastica politica di contenimento dell'inflazione, dopo un decennio di aumenti dei prezzi spesso a doppia cifra, funestato non solo da notevoli shock esogeni ai prezzi delle commodities, ma anche da una politica monetaria che non era sufficientemente indipendente e focalizzata sul controllo dell'inflazione.

In simbiosi con la prima amministrazione Reagan, l'esperimento ebbe successo ma si dovette aspettare ben 20 anni, con l'inizio del millennio, affinché si eradicasse completamente il timore di un'inflazione incontrollata, in modo da "ancorare" definitivamente le aspettative degli operatori. E' tipico il fenomeno della "isteresi", la dipendenza dello stato di un sistema dalla sua storia.

Alcuni dei modelli economici più raffinati<sup>19</sup> pongono attorno al 2001 il momento preciso di questo break strutturale, il momento in cui le aspettative di inflazione diventano "ancorate" e, come corollario, le obbligazioni governative cessano di essere un asset rischioso, come le azioni, per diventare lo strumento principe di copertura dei portafogli.

Nel solco di Volcker i governatori che si sono succeduti hanno mantenuto il tasso di inflazione relativamente stabile per 40 anni, perseguendo una formalizzazione sempre più accurata delle regole di condotta della politica monetaria (basti pensare che il target di inflazione del 2% fu introdotto soltanto nel 2012 da Bernanke), guidata dal doppio mandato di tenere sotto controllo l'inflazione e di promuovere la piena occupazione.

Un ulteriore sviluppo si è manifestato durante l'incontro annuale dei banchieri centrali di Jackson Hole dell'agosto scorso, quando è stato aggiornato il corso della politica monetaria americana: il target di inflazione, il canonico 2%, cessa di essere un obiettivo puntuale diventando un target medio da raggiungere nel tempo e, soprattutto, l'obiettivo di piena occupazione diventa assoluto e non più di scostamento dal suo livello potenziale.

Una rivoluzione, passata per lo più sottotraccia.

I detrattori notarono scetticamente che non essendo riusciti a centrare l'obiettivo del 2% di inflazione per lunghi anni sarebbe stato troppo arduo alzare l'asticella verso un nuovo target di inflazione pari al 2.5%, la misura che permetterebbe di cogliere appunto il nuovo obiettivo di un'inflazione media decennale pari al 2%. I più realisti invece hanno colto il punto fondamentale: dopo 40 anni di politica monetaria volta al contenimento dell'inflazione, se ne è alzato in pratica il target, pur mascherandolo come obiettivo medio e non

<sup>19</sup> Campbell, John Y., Carolin Pflueger, and Luis M. Viceira. "Macroeconomic drivers of bond and equity risks." *Journal of Political Economy* 128.8 (2020): 3148-3185.

puntuale; secondariamente, rispetto al doppio mandato di garantire nel medio periodo piena occupazione e stabilità dei prezzi, si dà la priorità al raggiungimento del primo obiettivo.

E questo è il cuore del problema: come reagiranno le aspettative di inflazione a lungo termine in seguito a questi importanti cambiamenti? Quale sarà il peso assegnato all'obiettivo di inflazione nel caso si verifichino shock di offerta, con un aumento dei prezzi senza un contestuale aumento dell'occupazione?

La "regola di Taylor", che formalizza in modo più o meno preciso la condotta di molte banche centrali, permette di calibrare la politica monetaria in funzione dei valori "natural" o "neutrali" della disoccupazione ( $u^*$ ), del tasso reale ( $r^*$ ) e del Prodotto Interno Lordo ( $GDP^*$ ), dato un tasso di inflazione target arbitrario ( $\pi^*$ ). Delle quattro variabili citate (di solito  $u^*$  e  $GDP^*$  sono date in alternativa) solo  $\pi^*$  può essere "scelta": le altre sono determinate dal sistema economico e sono soggette a cambiamento, se variano le condizioni. Ma il punto è, come riconosce lo stesso governatore Powell<sup>20</sup>, aspettative di inflazione ben ancorate sono il presupposto stesso del dispiegarsi della politica monetaria: in caso contrario il sistema è caotico e la calibrazione del tasso di interesse vana, in quanto l'inflazione corrente dipende non soltanto dal tasso di interesse ma, soprattutto, dalla variazione delle aspettative di inflazione stessa. Tali aspettative rimarranno "ancorate" dopo il cambio di regime di Powell?

Bisogna riconoscere che lo stesso governatore della Fed, spalleggiato dal vice Clarida, ha confermato a più riprese che l'obiettivo di un'inflazione al 2%, valore medio e non più puntuale, rimane il cardine della politica monetaria americana.

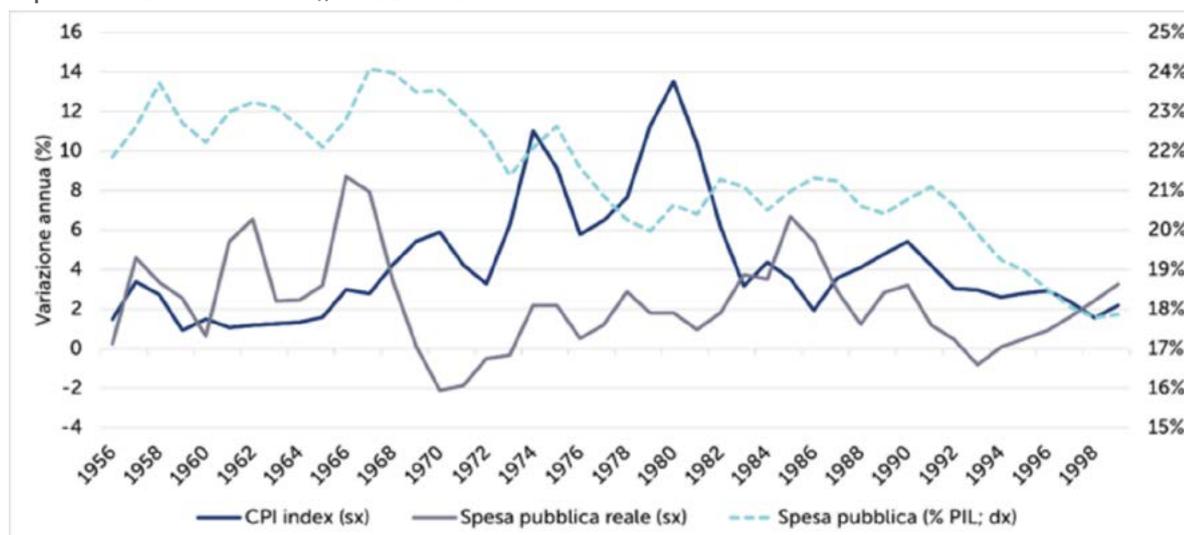
Tuttavia, un precedente storico che si può accostare alla situazione attuale riguarda l'amministrazione di L. Johnson, quando a partire dal 1965 si vollero replicare le politiche del presidente Roosevelt di 30 anni prima, varando la politica della "Great Society" tramite un cospicuo aumento della spesa pubblica. Proprio come sotto l'Amministrazione uscente e quella attualmente in carica.

Il caso volle che i vertici della Fed, dopo il ventennio di rigida ortodossia perseguita dal governatore McChesney e terminata nel 1970, sulla scorta della "scoperta" della curva di Phillips (ma ancora senza l'incorporazione delle aspettative di inflazione, componente che si è poi rivelato fondamentale) e di concerto con le Amministrazioni che si succedettero, preferirono favorire persistentemente un aumento dell'attività economica reale a scapito del controllo dei prezzi.

Fini che, complice il tramonto degli accordi di Bretton Woods e la fine della convertibilità del dollaro in oro (1971), insieme all'incremento repentino dei prezzi di molte commodities, petrolio in primis, le aspettative di inflazione si "disancorarono" per tutti gli anni '70: l'inflazione aumentò da circa 1-2% fino ad arrivare al 14% nel 1980.

E, chiudendo la storia, toccò appunto a Volcker porvi riparo.

Figura 7. Tasso di inflazione e spesa pubblica reale (variazione percentuale annua – asse di sinistra - e percentuale rispetto al PIL – asse di destra); USA. 1956-1999.



Fonte: U.S. Bureau of Labor Statistics, U.S. Bureau of Economic Analysis.

Articolo pubblicato su [quaestiocapital.com](http://quaestiocapital.com)

<sup>20</sup> J.Powell, *Monetary Policy in a Changing Economy*, conferenza di Jackson Hole 24.08.2018

## Shock da Domanda, shock da Offerta e le vicende del Risk Free Asset

di Mario Baronci, CAIA, Head of Multi-Asset & ESG

Guardando alla narrativa corrente si nota un crescente supporto, da parte di sell-side e strategist, per una rara occorrenza di un "Melt-Up" finanziario e di un cambio di paradigma che renderebbe inutile il possesso di titoli obbligazionari, a favore delle Commodities.

Questa nota vuole mostrare che, almeno per il momento, il mercato non sembra avvalorare tale ipotesi, per quanto persuasive possano sembrare le ragioni Macroeconomiche sottostanti.

Come corollario, dell'analisi emerge invece l'inopinata scomparsa del Risk Free Asset.

### Background

Shock di Domanda e di Offerta, sia positivi che negativi, si alternano con variabile intensità in ogni scenario economico: Domanda Aggregata insufficiente e interventismo delle Banche Centrali si qualificano come i maggiori shock da Domanda degli ultimi anni, il primo negativo e l'altro positivo.

D'altro canto, la Globalizzazione assieme alla creazione delle svariate "value chains" disseminate geograficamente e la rivoluzione tecnologica e dei costumi portata dall'Economia delle Piattaforme hanno costituito nel recente passato altrettanti shock da offerta, tutti positivi. Per ritrovare significativi shock da Offerta negativi bisogna tornare invece agli anni '70, caratterizzati dall'ascesa incontrollata dei prezzi delle Commodities, petrolio in primis.

Con queste premesse, è innegabile che nelle Economie Occidentali gli ultimi 20 anni siano stati caratterizzati dalla prevalenza di shock da Domanda: il tipico «caso Keynesiano» in cui il mercato non riesce a trovare un equilibrio ottimo e ci si affida dapprima alle sole politiche monetarie e poi anche a quelle fiscali (dal 2020) per stimolare l'Economia.

In Asia, al contrario, si è palesato nello stesso periodo un rapido susseguirsi di shock da Offerta, caratterizzati da migliori ragioni di scambio, ritmi di innovazione tecnologica e prezzi degli input generalmente favorevoli, che hanno caratterizzato un aumento congiunto di produttività, Output e salari reali.

### La Narrativa corrente

Tornando alle Economie Occidentali ed agli shock da Domanda che ne hanno contraddistinto le ultime decadi, la catena logica prevede che ad una cronica insufficienza di Domanda Aggregata si ponga rimedio con una riduzione dei tassi, eventualmente rafforzata dalle politiche di Quantitative Easing, che stimolino al contempo l'Economia Reale ed allontanino dalla deflazione: Prezzi ed Output sono correlati positivamente e Azioni ed Obbligazioni, quello che più conta per i portafogli diversificati, sono correlati negativamente.

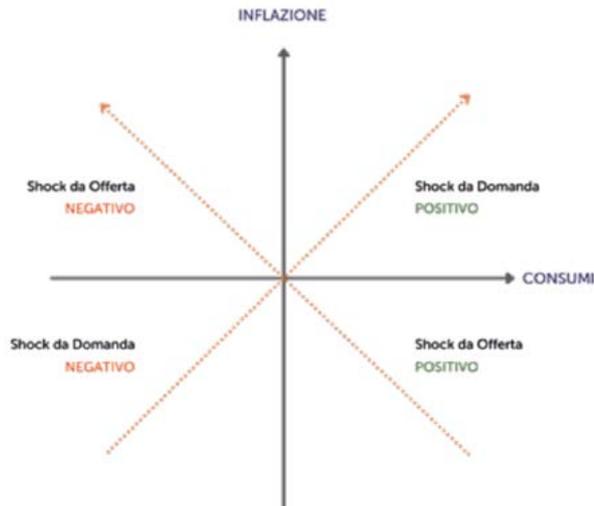
Un nuovo scenario potrebbe sovvertire quello attuale, riproponendo la prevalenza degli shock da Offerta tipici dal dopoguerra in avanti.

Più in dettaglio le variazioni nei Prezzi dell'Economia Reale dovuti ad una pluralità di fattori sia positivi che negativi (affievolirsi della Globalizzazione e contemporaneo successo delle nuove Aree di Scambio, aumento della Produttività e ripresa del Capex, eccesso di offerta di Moneta ed interventismo fiscale e così via) agirebbero di volta in volta come «tasse» o «sgravi» sul reddito disponibile: Prezzi ed Output tornerebbero ad essere correlati negativamente e, quello che più preoccupa i gestori multi-asset, Azioni ed Obbligazioni tornerebbero ad essere correlati positivamente, come lo sono stati fino al 2001<sup>21</sup>.

E come è stato in Asia nel recente passato, fin quando gli shock da Offerta positivi hanno costituito la cifra dominante.

<sup>21</sup> J.Cambell, C. Pflueger, L.M.Viceira: *Macroeconomic Drivers of Bond and Equity Risks*, 2019

Graficamente si passa da una relazione positiva fra Consumi (Reddito) e Prezzi ad una negativa:



Dato che la costruzione del portafoglio ottimo poggia su asset class diversamente correlate, questa Narrazione suggerisce che le Commodities prendano il posto dei Bond per ottenere gli stessi ottimi risultati che i portafogli bilanciati hanno vantato negli ultimi quattro decenni, dall'era di Volcker in poi.

Ma il mercato sta effettivamente prezzando questo cambio di scenario?

#### Le distribuzioni di probabilità implicite nel prezzo delle opzioni

Come sempre il metodo migliore per avvalorare le previsioni consiste nel sondare i comportamenti di chi sopporta in modo immediato le conseguenze monetarie delle proprie scelte: chi si limita a consigliare o caldeggiare previsioni senza rischiare di suo ha infatti meno incentivi ad allontanarsi dal Consenso generale.

Con questa premessa è utile esaminare i prezzi delle opzioni aventi come sottostante le principali asset class, per inferirne indirettamente le previsioni di Consensus, questa volta di mercato.

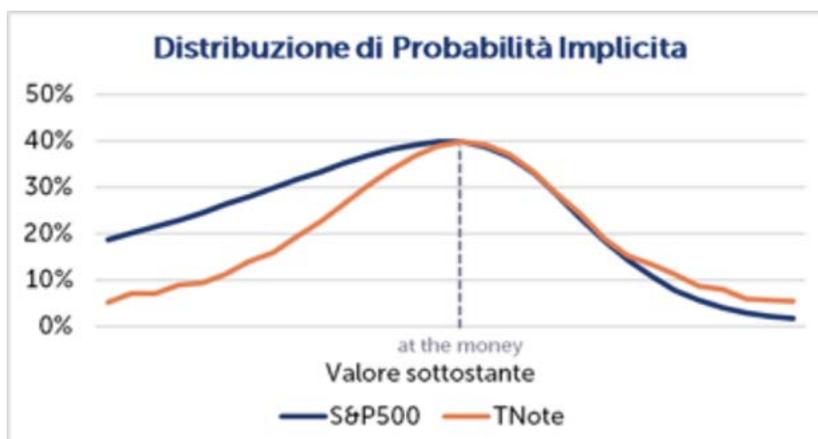
Com'è noto dalla formula di Black&Scholes, come by-product, si possono dedurre con precisione:

- la funzione di densità (probabilità) dell'asset sottostante
- la distribuzione della volatilità implicita dell'asset sottostante

Considerate congiuntamente, queste due distribuzioni segnalano a loro volta:

- per il singolo asset, se il timore di perdere superi o meno l'ansia di guadagnare (skew)
- il grado di correlazione di due asset: in altri termini, si può valutare se il timore di perdere detenendo un risky asset possa essere controbilanciato dalla speranza di guadagnare dall'esposizione all'asset complementare

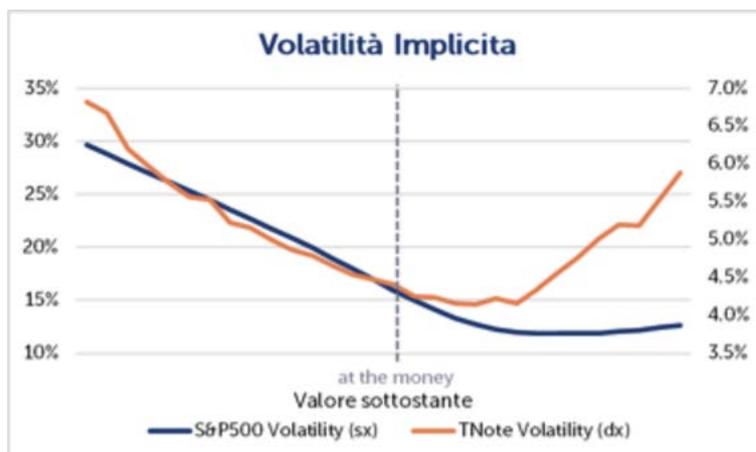
Iniziando a considerare il mercato delle opzioni dello S&P500 e del TNote, se ne traggono le seguenti distribuzioni di probabilità:



Fonte: Bloomberg. Elaborazioni Quaestio. Dati al 18.06.2021.

Le distribuzioni, centrate sui rispettivi strike At The Money, mostrano entrambe asimmetria, sebbene quella relativa al mercato azionario sia ben più marcata.

Mentre il mercato azionario vanta la consueta marcata skew, indice di una maggior probabilità assegnata alla discesa del mercato, il mercato obbligazionario invece si distingue per una distribuzione di probabilità più simmetrica; tuttavia guardando alla distribuzione delle volatilità implicite, entrambe le skew sono decrescenti, sebbene con una minore magnitudo. Anche in questo caso la distribuzione delle due volatilità implicite viene centrata sullo strike ATM:



Fonte: Bloomberg. Elaborazioni Quaestio. Dati al 18.06.2021.

A parte la probabilità infinitesima assegnata ad uno scenario di "Melt-Up" azionario, se ne deduce che al momento il mercato delle opzioni non sottende il conseguimento di un beneficio da un'esposizione obbligazionaria adottata per controbilanciare il rischio azionario.

Il fenomeno è generalizzato: considerando il Bund le conclusioni sono identiche.

Come accennato in precedenza, dalla narrativa corrente emerge il nuovo scenario in cui l'attore principe è rappresentato dai Prezzi: uno scenario in cui le Commodities dovrebbero quindi assumere il ruolo di "hedging asset".

Tuttavia le informazioni fornite dal mercato delle opzioni non sembrano suffragare tale ipotesi.

Infatti prendendo come riferimento le opzioni scambiate sull'ETF che replica l'indice GSCI si ottengono i due grafici riguardanti la distribuzione di probabilità e la volatilità implicita:



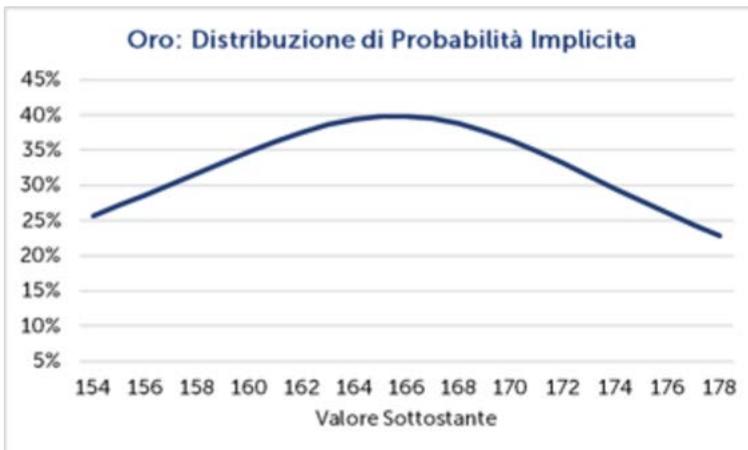
Fonte: Bloomberg. Elaborazioni Quaestio. Dati al 18.06.2021



Fonte: Bloomberg. Elaborazioni Quaestio. Dati al 18.06.2021

Anche in questo caso la distribuzione appare contraddistinta da una asimmetria non marcata (come per il TNote) mentre la volatilità presenta la skew a sinistra, caratteristica propria dei risky asset a partire dal famoso "lunedì nero" del 19 Ottobre 1987.

L'ultimo candidato naturale per fungere da hedging asset rimane l'Oro, per il quale si tracciano le stesse distribuzioni di probabilità e di volatilità implicita:



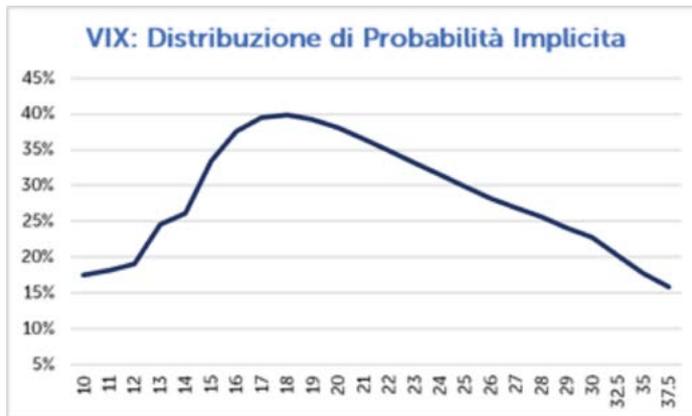
Fonte: Bloomberg. Elaborazioni Quaestio. Dati al 18.06.2021



Fonte: Bloomberg. Elaborazioni Quaestio. Dati al 18.06.2021

Anche in questo caso le distribuzioni faticano a rappresentare uno strumento di hedging di portafoglio: la distribuzione di probabilità è quasi simmetrica e, per quanto riguarda la volatilità, la skew di recente ha iniziato ad ondeggiare seguendo pedissequamente la direzionalità del mercato: non è un buon indizio per identificare un hedging asset.

Anche l'evoluzione delle curve che rappresentano il CHF e lo Yen non è stabile. Come asset Anti fragile non rimane che il VIX, ma è quasi una tautologia e quindi non vale la pena soffermarsi:



Fonte: Bloomberg. Elaborazioni Quaestio. Dati al 18.06.2021

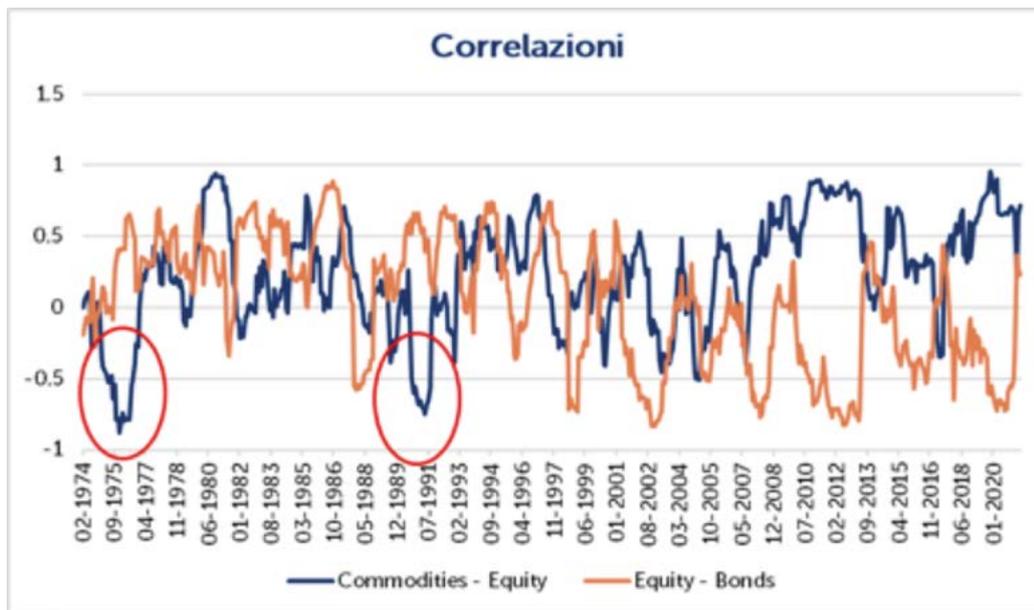


Fonte: Bloomberg. Elaborazioni Quaestio. Dati al 18.06.2021

### Le correlazioni sono instabili: dipendono dagli scenari

Da qualche mese le correlazioni fra le principali asset class sono positive, ma l'attuale configurazione non è inusuale: nel passato le correlazioni fra Equity e Commodities ed Equity e Bonds sono rimaste entrambe in territorio positivo per alcuni tratti sia negli anni '90 che successivamente allo scoppio della bolla dot.com. Guardando agli ultimi 50 anni e considerando le serie storiche di Equity, Bonds e Commodities le correlazioni "unconditional" sono prossime allo zero ma sarebbe poco corretto inferire una scarsa correlazione tout court.

In realtà ogni classe di attivi attraversa dei cicli in cui può fungere ora da Risk ora da Hedging Asset in dipendenza dallo scenario di riferimento, a seconda che prevalgano degli shock da Domanda oppure da Offerta. Dell'appartenenza delle obbligazioni governative al novero dei Risky Asset fino al 2000 si è già fatto accenno in precedenza; meno nota è al contrario la funzione di Hedging Asset assunta (raramente) dalle Commodities. Infatti come si può dedurre dal grafico seguente la correlazione fra Commodities e Mercato azionario non è sempre stata positiva ma vi sono stati scenari, quelli dominati dall'inflazione negli anni '70 (impennata del prezzo del petrolio) ed a cavallo degli anni '90 (creazione di eccessiva base monetaria, soprattutto in Europa), nei quali la correlazione è stata fortemente negativa:



Fonte: Bloomberg, Elaborazioni Quaestio, Dati al 18.06.2021.

I due episodi di alta correlazione negativa fra Equity e Commodities evidenziati assumono ancora maggiore valenza perché si accompagnarono simmetricamente a due episodi di alta correlazione positiva fra Bonds ed Equity. A tal proposito nel grafico che segue si evidenzia la differenza fra le coppie di correlazioni (quella fra Equity e Bonds meno quella Equity e Commodities): nel corso dei due episodi sopra evidenziati anche la differenza fra le correlazioni assume valori estremi, avvalorando il cambio (temporaneo) di testimone fra gli Hedging Assets:



Fonte: Bloomberg, Elaborazioni Quaestio, Dati al 18.06.2021

**Conclusioni: assenza di un Risk Free Asset o, in subordine, di un Hedging Asset**

Dalle varie coppie di grafici precedenti che mostrano la distribuzione di probabilità implicita nei prezzi delle opzioni e la volatilità implicita associata si desume che:

- Il risk asset per eccellenza (S&P) presenta la consueta skew a sinistra (le opzioni put costano più delle call – ovvero il timore di perdere supera l'ansia di guadagnare)
- Fra gli hedge assets "candidati", le Commodities vantano una distribuzione simile a quella azionaria, che le assimila ad altrettanti Risky Assets: la complementarità con il mercato azionario non si palesa (ancora). Il giudizio sull'Oro è invece più sfumato, ma quello che di sicuro non si ravvisa è una decisa caratterizzazione da Hedging Asset
- I "vecchi" hedge assets (TNote e Bund) hanno ripreso a mostrare la skew a sinistra come negli anni '90, sebbene le distribuzioni di probabilità implicite appaiano più equilibrate

Il mercato sembra essere popolato solo da Risky Asset: i Bonds sembrano aver perso la caratteristica di hedging di portafoglio mentre Oro e Commodities non possono (ancora) fregiarsene.

Ai fini della costruzione di un portafoglio ottimo, dall'analisi delle quantità implicite nei prezzi di mercato appare un risultato notevole: *i titoli Governativi Risk Free hanno smarrito il ruolo di hedging asset per eccellenza per tornare a comportarsi da Risky Asset, proprio come negli anni '90.*

Non rimane che il VIX: ben magra consolazione.

*Articolo pubblicato su [quaestiocapital.com](http://quaestiocapital.com)*

## Efficienza Aziendale e Investimenti ESG

a cura del Team Equity

Guardando all'indice MSCI SRI, la versione ESG dell'indice MSCI World (uno dei principali benchmark di mercato), è indubbio osservare la presenza di molti titoli "quality" e con pesi spesso importanti. Ad esempio, il titolo Microsoft ha un peso superiore al 12% nell'indice SRI, mentre "solo" di circa il 3% nell'indice MSCI World. Sebbene le top 10 holdings di entrambi gli indici siano titoli "quality", come mostra la **Tabella 1**, il peso dei primi 10 titoli è superiore al 32% per l'indice MSCI World SRI, circa il doppio del peso delle top 10 holdings dell'indice MSCI World. È dunque lecito domandarsi quale sia la sovrapposizione tra titoli con caratteristiche "fondamentali" simili a quelle Microsoft e rating ESG elevato. Già, ma quali caratteristiche legate alla "qualità" di un'azienda considerare?

Tabella 1 - Top 10 holdings MSCI SRI e MSCI World a Confronto

MSCI SRI World		MSCI World	
Microsoft Corporation	12.92%	Apple Inc.	3.86%
Tesla Inc	3.33%	Microsoft Corporation	3.28%
NVIDIA Corporation	3.21%	Amazon.com, Inc.	2.63%
Home Depot, Inc.	2.26%	Facebook, Inc. Class A	1.40%
Walt Disney Company	2.17%	Alphabet Inc. Class C	1.31%
ASML Holding NV	1.95%	Alphabet Inc. Class A	1.27%
Roche Holding Ltd	1.84%	Tesla Inc	0.84%
Coca-Cola Company	1.53%	NVIDIA Corporation	0.81%
Cisco Systems, Inc.	1.53%	JPMorgan Chase & Co.	0.80%
PepsiCo, Inc.	1.39%	Johnson & Johnson	0.75%
<b>Totale</b>	<b>32.13%</b>	<b>Totale</b>	<b>16.96%</b>

Fonte: Factset, elaborazione Quaestio. Dati al giugno 2021.

Un fattore che indubbiamente accomuna titoli "come Microsoft" a titoli con punteggi ESG elevati è l'efficienza del capitale investito. Per efficienza del capitale investito si intende il rapporto tra il fatturato di un'azienda e il valore di libro dei suoi asset, al netto delle disponibilità liquide. Tale rapporto è più noto con il suo nome anglofono, Sales-to-Invested Capital, da cui l'acronimo SIC. Società con un SIC più elevato sono in grado di generare, a parità di altre condizioni, un fatturato più elevato dal proprio capitale investito. Ciò può spesso derivare da E) un minor impiego o dipendenza da asset fisici, S) un impatto maggiore del capitale umano e intellettuale e G) una migliore gestione aziendale. Un minor impiego di asset fisici può avere vantaggi in termini di impatto ambientale (E come Environmental), mentre un vantaggio competitivo dovuto a capitale umano intellettuale richiede necessariamente un rapporto tra proprietà (shareholders) e dipendenti armonioso a tutti i livelli (S come Social). Una maggior efficienza non può poi che essere frutto di una governance virtuosa, e quindi un'associazione con il fattore "G".

Abbiamo considerato un campione di circa 1300 società quotate nel Nord America (US & Canada) e in Europa, che rappresentano più del 95% della capitalizzazione complessiva dei mercati inclusi nell'analisi. Per queste società abbiamo calcolato il rapporto SIC per gli ultimi 5 anni fiscali riportati, in modo da tenere conto di eventuali effetti legati a fluttuazioni della domanda e al ciclo degli investimenti specifico di ciascuna azienda. Dopo di che abbiamo calcolato la percentuale di capitalizzazione di mercato con rating ESG "alto" o "basso" condizionatamente ad un livello di efficienza (rapporto SIC) basso, medio o alto<sup>22</sup>. La **Tabella 2** mostra il risultato della nostra analisi. Per prima cosa possiamo notare che la percentuale di capitalizzazione con rating ESG alto è sempre superiore a quella con rating basso. Questo è un fatto noto: se guardiamo all'universo dei titoli azionari

<sup>22</sup> MSCI ha una classificazione che non prevede "notch". Abbiamo considerato come rating ESG alto i titoli che sarebbero "Investment Grade" facendo un parallelo con il mondo del credito, ovvero rating superiore a BBB-. Questo significa considerare uno score MSCI complessivo superiore a 5/10, in quanto 4.3 è il punteggio minimo per qualificarsi come BB mentre 5.7 è la soglia per qualificarsi come BBB. Per quanto riguarda il rapporto SIC, i titoli con SIC basso sono quelli che si trovano nei primi tre decili della medesima distribuzione, mentre quelli con SIC alto sono quelli che si trovano negli ultimi tre decili (i.e. bottom 30% e top 30% cross-section).

liquidi, sono pochi gli investimenti davvero considerabili come ESG “unfriendly” (cf. **Figura 3**). E non si tratta di un caso, o una mera anomalia statistica. La sostenibilità è infatti un importante tail-risk che non necessariamente collide con l’obiettivo più generale di massimizzare i profitti. Penso che sia ormai evidente che troppo spesso si cercano “corner case”, ovvero degli esempi estremi, come quello dell’azienda che inquina il torrente davanti alla propria casa, per dare una visione polarizzata del tema ESG. Ciò avviene sia per fini politici (rapporti tra policy-makers, investitori e aziende), che commerciali nel settore dell’asset management (raccolta su prodotti tematici).

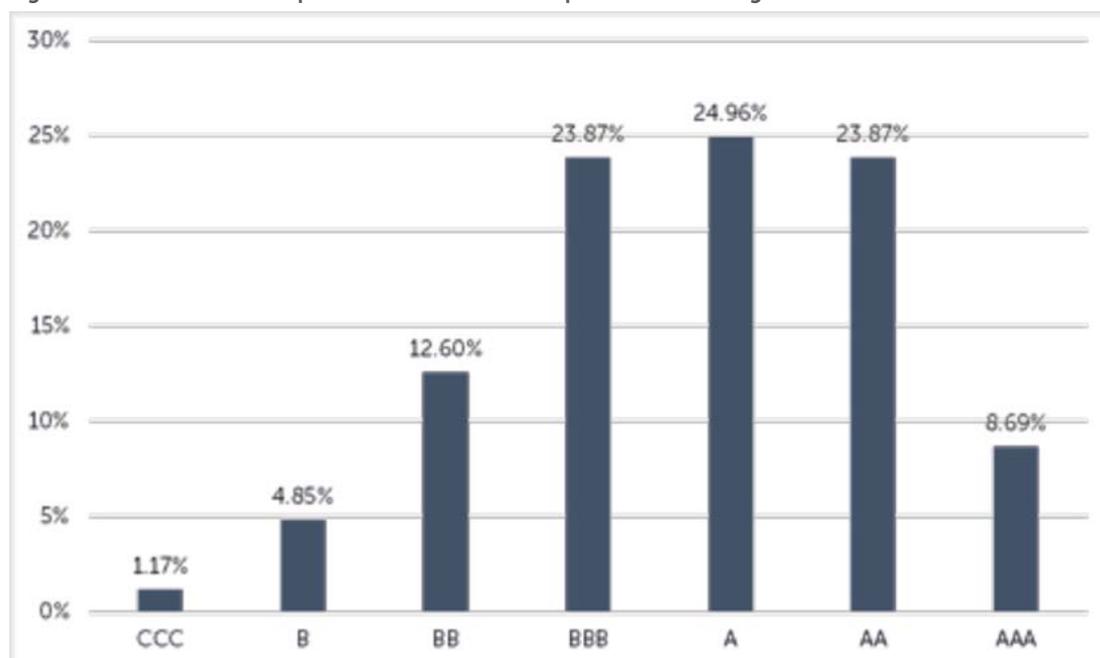
**Tabella 2 - Percentuale di Capitalizzazione di Mercato per Performance ESG dato livello di Efficienza del Capitale Investito (rapporto Sales-to-Invested Capital, SIC).**

	Bassa Efficienza	Efficienza "media"	Elevata Efficienza
ESG Laggard	41.66%	28.42%	27.92%
ESG Leader	58.34%	71.58%	72.08%

Fonte: Factset, elaborazione Quaestio. Dati al giugno 2021.

Tornando allo scopo della nostra analisi, troviamo una sostanziale conferma dell’intuizione originale. Società più “efficienti” nel trasformare i propri asset in fatturato, per via sia di motivi strutturali quali il tipo prodotti o servizi offerti (e.g. settore tech vs. energy) che per motivi più idiosincratici (e.g. buona governance vs. cattiva governance), performano in genere anche meglio dal punto di vista ESG. Per dare un’idea, circa il 42% delle società con SIC basso ha una performance ESG modesta o addirittura negativa, mentre più del 72% di quelle con SIC elevato ha anche una performance ESG alta.

**Figura 3 - Percentuale di Capitalizzazione di Mercato per fascia di Rating ESG**



Fonte: Factset, elaborazione Quaestio. Dati al giugno 2021.

Come vanno letti i risultati di questa analisi in pratica? In sostanza si può dire che le gestioni focalizzate su titoli mid-to-large cap con caratteristiche di elevata efficienza aziendale tendono ad essere maggiormente ESG compliant. Un corollario di questo risultato è il seguente: non si può attribuire facilmente al fattore ESG il motivo di una over o under-performance di un portafoglio rispetto ad un benchmark di mercato. Questo per via della forte associazione, statistica e non solo, tra ESG ed efficienza aziendale.

Articolo pubblicato su [quaestiocapital.com](http://quaestiocapital.com)

## Passivo è sempre meglio di attivo?

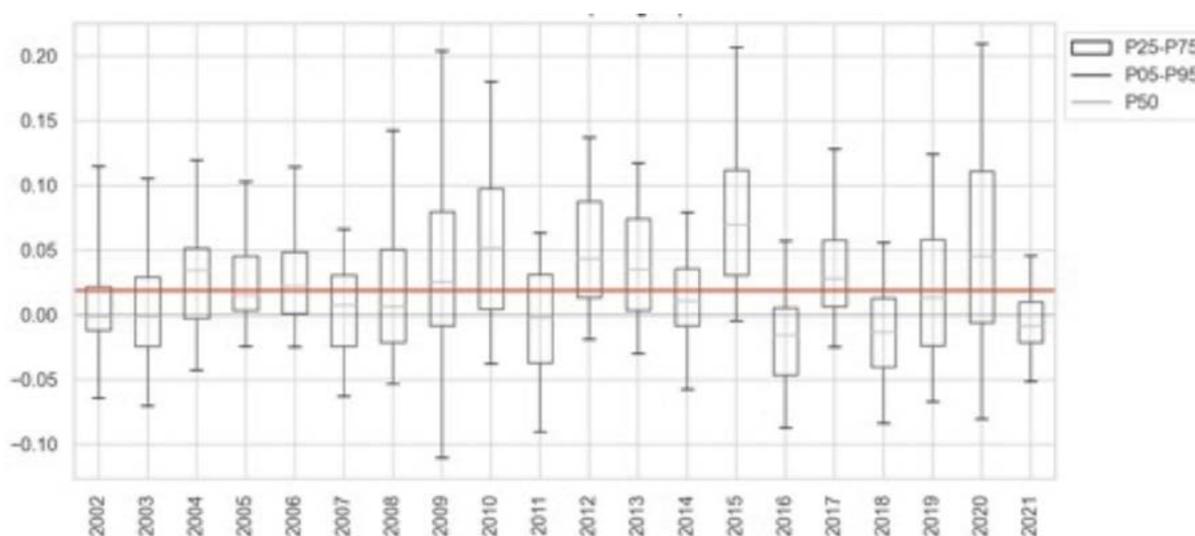
di Christian Prinoth, Chief Investment Officer

Uno dei problemi più importanti che un asset allocator deve affrontare consiste nello scegliere come implementare un'allocazione, ovvero in cosa investire effettivamente una volta deciso di assegnare una parte del patrimonio ad una determinata categoria di attivi. In prima approssimazione questo si riduce sovente alla decisione se investire attivamente (comprando fondi attivi o selezionando direttamente un portafoglio di titoli) o passivamente (attraverso fondi passivi quali ETF oppure *futures*). Negli ultimi 25 anni il pendolo si è spostato sempre più verso la gestione passiva. Un recente studio della Federal Reserve Bank di Boston<sup>23</sup> ha analizzato la rilevanza crescente delle gestioni passive. Secondo lo studio, la percentuale di investimenti passivi sul totale dei fondi ed ETF statunitensi è passata dal 3% nel 1995 al 41% nel 2020, e si chiede se questa evoluzione comporti rischi sistemici, giungendo a conclusioni ambigue.

Quel che è certo è che la rilevanza crescente delle gestioni passive ha stravolto in questi 25 anni il modo di investire, sia dei privati che delle grandi istituzioni, con conseguenze importanti sull'offerta di prodotti finanziari. Si è ridotto il numero di fornitori (case di gestione) ed il costo medio dei prodotti. Gli ETF, sempre più numerosi, sono diventati lo strumento principe di qualsiasi *asset allocator*, spingendo, peraltro, ad una gestione molto più attiva dell'allocazione, facilitata dalla semplicità di scambio degli ETF. La ragione di questa evoluzione è chiara: da anni innumerevoli studi evidenziano le difficoltà dei gestori attivi nel creare valore "battendo il mercato" in maniera sistematica. Perché pagare laute commissioni che non sono compensate da maggiore performance? Tanto vale investire passivamente risparmiando commissioni.

Ma le cose stanno veramente così? A una prima occhiata sembra proprio di sì. Prendiamo per esempio l'insieme di tutti i fondi azionari europei<sup>24</sup>. La figura 1 mostra la distribuzione, anno per anno, della differenza di rendimento tra ciascun fondo e l'indice MSCI Europe.

**Figura 1: distribuzione delle differenze di rendimento rispetto all'indice MSCI Europe dei fondi appartenenti alle categorie Morningstar azionari europei negli anni dal 2002 al 2021 (anno parziale). La linea rossa rappresenta il valor medio delle mediane di ciascun anno, pari a +1,84%.**



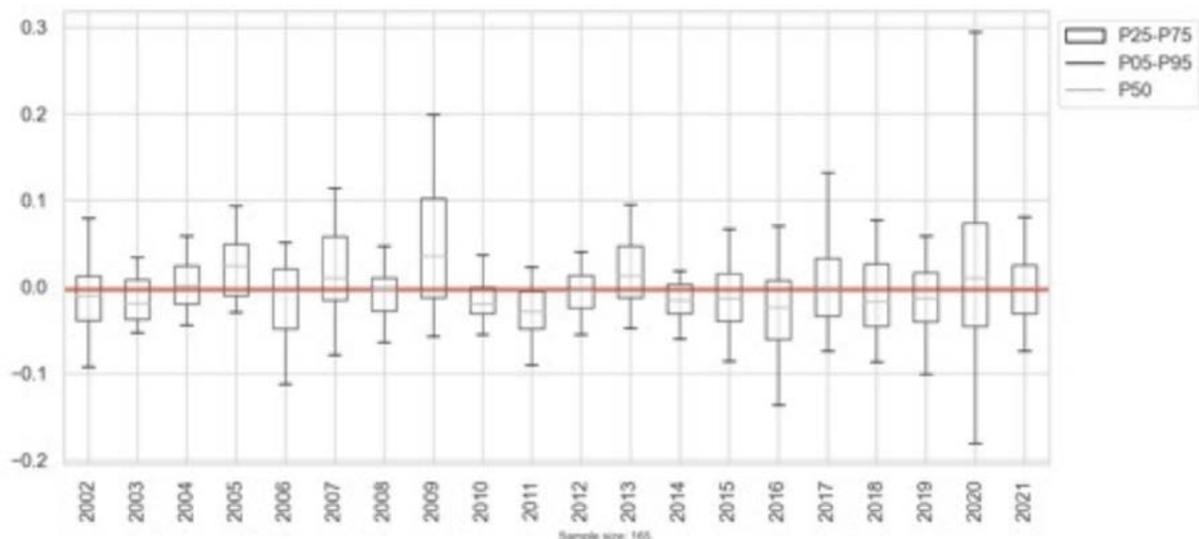
Fonte: elaborazioni Quaestio su dati Factset e Morningstar

<sup>23</sup> Kenechukwu Anadu, Mathias Kruttli, Patrick McCabe, and Emilio Osambela, 2020, "The Shift from Active to Passive Investing: Risks to Financial Stability?", Working Paper, Federal Reserve Bank of Boston

<sup>24</sup> Fondi appartenenti alle categorie dei fondi azionari europei Morningstar. Si considerano ogni anno tutti i fondi della categoria, e per ciascuno si calcola il rendimento in eccesso rispetto all'indice MSCI Europe, dopo aver reintegrato le commissioni di gestione.

Se prendiamo la mediana di ciascun anno, e usiamo la media complessiva di tutti gli anni come indicazione sintetica dell'efficacia della gestione dei fondi, vedremo che negli ultimi 20 anni questi, al lordo delle commissioni, hanno battuto mediamente il mercato di +1,8% all'anno. Dunque, se vogliamo valutare la convenienza di un investimento in un fondo azionario, dobbiamo innanzitutto prenderne il costo, e sottrarlo ai rendimenti che ci attendiamo. Se un fondo azionario europeo costasse 1,8% all'anno (ragionevole per classi retail mentre per classi istituzionali sono più comuni valori tra 0,6% ed 1%), il nostro rendimento netto atteso in eccesso al mercato diventerebbe pari a zero. La categoria dei fondi azionari statunitensi, rappresentata nella figura 2, è più competitiva.

**Figura 2: distribuzione delle differenze di rendimento rispetto all'indice S&P 500 dei fondi appartenenti alle categorie Morningstar azionari statunitensi negli anni dal 2002 al 2021 (anno parziale). La linea rossa rappresenta il valor medio delle mediane di ciascun anno, pari a -0,38%.**



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati Factset e Morningstar

In questo caso il rendimento lordo medio in eccesso al mercato scende a -0,38%, rendendo l'investimento in una gestione attiva ancora meno allettante.

Questi dati sembrano effettivamente confermare un giudizio poco lusinghiero per l'investimento in fondi. Tale valutazione non tiene però conto correttamente dell'eterogeneità dell'universo dei fondi. Una delle conseguenze meno visibili dell'evoluzione dei fondi negli ultimi decenni è la polarizzazione sempre più marcata tra fondi veramente attivi, e fondi che dichiarano di esserlo, ma alla verifica dei fatti non si discostano mai significativamente dal benchmark. Questo fenomeno è attribuibile in parte ad una propensione al rischio sempre minore di molti gestori in conseguenza alla spinta di grandi investitori all'eliminazione di modelli di remunerazioni che includano commissioni di incentivo, ed in parte anche alla reazione di molte case di gestione alla pressione sui margini, che ha spinto a sostituire team di gestione ampi e strutturati con modelli di gestione passivi o al più quantitativi, quindi con un "costo industriale" basso.

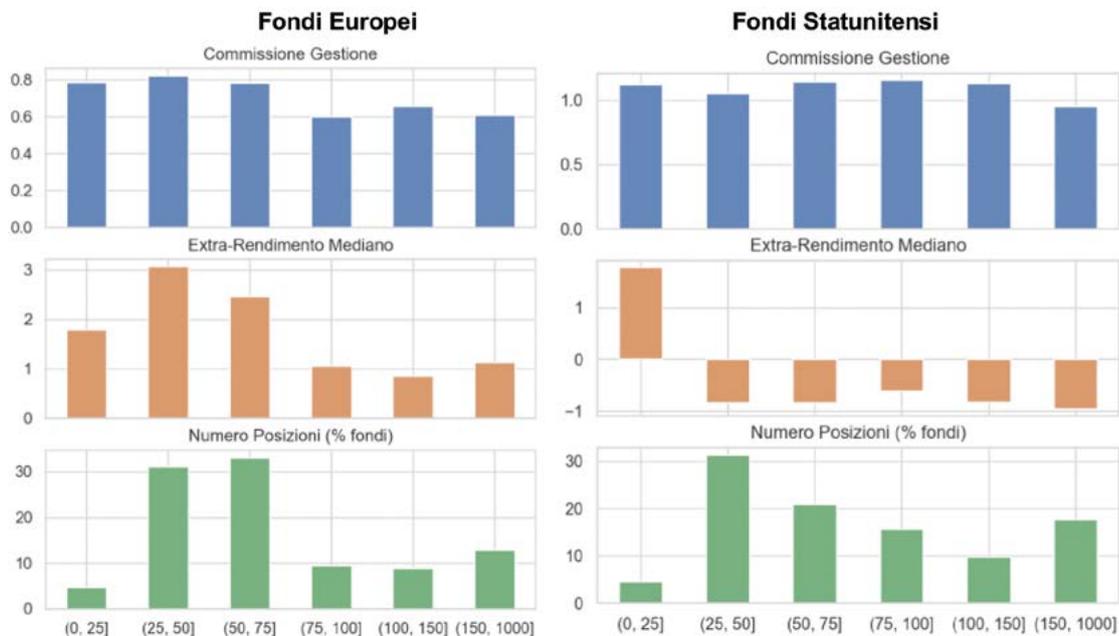
Appurato quindi che l'universo dei fondi nel suo insieme offre rendimenti netti medi poco appetibili, è lecito chiedersi se vi sono delle "sacche di eccellenza" per le quali vale ancora la pena pagare commissioni da gestione attiva. Detto diversamente, stare nella parte "alta" o "bassa" delle distribuzioni mostrate nelle figure 1 e 2 è casuale oppure è legato in qualche modo a caratteristiche distintive dei fondi? L'ipotesi che vogliamo verificare è se il fatto di mettere in atto una gestione davvero attiva sia la caratteristica distintiva che stiamo cercando.

Per verificare questa ipotesi dobbiamo prima capire cosa significa "gestione attiva", perché non esiste una definizione universalmente accettata del termine. Una prima definizione comunemente accettata intende per gestore attivo quello che modifica frequentemente la composizione del portafoglio, comprando e vendendo titoli in base alle oscillazioni quotidiane dei mercati (c.d. *market timing*). Una seconda definizione identifica invece come attivo il gestore che effettua una selezione

molto concentrata di titoli in un universo molto più ampio. Individuare i rappresentanti del primo gruppo è difficile, senza analizzare in dettaglio le variazioni giornaliere dei portafogli di tutti i fondi. Inoltre, vi è una forte evidenza accademica che il *market timing* non sia in grado di generare risultati statisticamente percepibili. Ben diverso invece il caso di un gestore la cui attività di analisi conduce ad un portafoglio che diverge significativamente dalla composizione del benchmark del fondo, in particolare se lo fa focalizzando su poche posizioni concentrate. Quindi invece di tentare di misurare l'attività di *market timing*, oppure di utilizzare metriche come la *tracking error volatility*, che possono oscillare per numerosi motivi differenti e sono fortemente dipendenti dalle scelte di benchmark di ciascun fondo, utilizziamo un metodo molto più semplice e trasparente per separare i fondi veramente attivi da quelli passivi: il numero di titoli che ciascun fondo detiene mediamente in portafoglio. È opinione comune che un portafoglio azionario composto da meno di 50 titoli sia da considerare "concentrato", mentre se ne ha più di 100 si può dire che sia eccessivamente diversificato e quindi difficilmente conseguirà rendimenti significativamente diversi dal benchmark.

La figura 3 rappresenta come variano alcune caratteristiche dei fondi azionari europei ed americani, se li raggruppiamo per numero medio di titoli. Innanzitutto, guardando il grafico più basso di colore verde, notiamo che solo pochi fondi (meno del 5%) hanno mediamente meno di 25 posizioni. Il grosso ha tra 25 e 75 posizioni, e c'è anche una discreta percentuale (circa 13%) che detiene più di 150 posizioni. Guardando il grafico centrale di colore arancione, si vede che c'è una relazione inversa tra numero di posizioni e rendimento. Infine, il grafico in alto di colore blu mostra che il costo dei fondi non varia significativamente, ovvero un fondo "passivo" nel senso definito in precedenza ha un costo solo lievemente inferiore a quello di un fondo "attivo". La principale differenza tra Europa e Stati Uniti è nuovamente riconducibile alla maggiore efficienza del mercato azionario americano: solamente quei fondi che costruiscono posizioni davvero concentrate (meno di 25 titoli!) riescono a creare valore relativamente al benchmark. Ma negli Stati Uniti è ancora più marcato il fenomeno della presenza di numerosi fondi di fatto "passivi", senza che questo si traduca in commissioni più basse, il che sorprende alla luce dello sviluppo del mercato degli ETF.

Figura 3: caratteristiche dell'insieme dei fondi azionari europei (sinistra) e statunitensi (destra), raggruppati per numero medio di posizioni in portafoglio. Dall'alto in basso, commissione media di gestione del gruppo, rendimento medio in eccesso al benchmark e percentuale di fondi presente nel gruppo. Dati dal 2002 al 2021.



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati Factset e Morningstar

La tabella 1 generalizza il dato della relazione tra numero di posizioni e rendimenti ad altre categorie di fondi azionari, e si può ben dire che il fenomeno sia generalizzato.

Tabella 1: Media dei rendimenti annuali mediani di una selezione di campioni di fondi, rappresentando sia ciascun campione complessivamente che suoi sottoinsiemi determinati in base al numero di titoli che ciascun fondo detiene mediamente.

	Campione Completo	Fondi con più di 100 posizioni	Fondi che detengono tra 50 e 100 posizioni	Fondi che detengono meno di 50 posizioni
Azionari Internazionali	-0.06%	-0.94%	0.54%	0.67%
Azionari Europa	1.84%	1.28%	1.75%	2.92%
Azionari USA	-0.39%	-0.59%	-0.47%	-0.05%
Azionari Asia Pacifico	0.30%	-0.16%	0.71%	-0.01%
Azionari Giappone	0.29%	-0.21%	1.13%	0.60%
Alternativi Long/Short Azionari	3.62%	-0.47%	4.57%	4.81%

Fonte: elaborazioni Quaestio su dati Factset e Morningstar

E sui fondi bond? Qui è diverso, il problema è nel maggior turnover dei fondi passivi rispetto a fondi attivi (quindi maggiori costi di transazione). Inoltre gli ETF hanno chiari problemi di liquidità, come si è visto dal premio/sconto sul NAV nei momenti di crisi di mercato.

Quanto sopra fornisce una risposta piuttosto chiara a chi si occupa di *asset allocation* e deve decidere come implementare un portafoglio. La risposta scontata di questi tempi è l'ETF: ormai abbondano prodotti con commissioni di gestione davvero contenute. Ma appena si va su asset class diverse dagli indici *blue chip* il costo sale rapidamente. A titolo di esempio, mentre un ETF di iShares su S&P 500 costa 7 bps, un ETF della stessa casa sull'indice MSCI World ne costa 20, ed uno sull'indice delle obbligazioni dei mercati emergenti ne costa 50. Alle commissioni di gestione occorre aggiungere lo spread denaro-lettera e le commissioni di intermediazione. E tutto questo per un prodotto passivo, che quindi per definizione non prova nemmeno a creare un rendimento in eccesso al benchmark (anche se stanno comparando i primi esempi di ETF attivi, dove è da verificare a quale definizione di "attivo" corrispondano). La seconda possibilità è l'acquisto di un fondo, dove occorre ulteriormente decidere se puntare su fondi dichiaratamente attivi, oppure se investire in un fondo esplicitamente passivo. Nel secondo caso il costo dev'essere ovviamente paragonabile a quello di un ETF. Nel primo vi è invece la difficoltà, affrontata in precedenza, di identificare con successo i portafogli veramente attivi, per poi valutare attentamente se valga la pena di pagare il costo più elevato. Ma è indubbio che nel caso di focus su gestione attiva, valga la pena scremare rimuovendo i fondi di fatto passivi.

Quaestio segue, nella scelta tra ETF e fondi, una terza via, che consiste nel costruire mandati di gestione con gestori attivi di tipo "high conviction", ovvero che costruiscono portafogli concentrati. In questo modo abbiamo accesso a tre benefici: (1) massima trasparenza sul portafoglio, e quindi la possibilità di valutare se il gestore sta davvero implementando posizioni attive e concentrate, (2) inserire, tra le fonti di rendimento del portafoglio di asset allocation, anche la voce di gestione attiva, (3) accedere a gestioni attive a costi estremamente competitivi, paragonabili a quelli di un ETF.

Articolo pubblicato su [quaestiocapital.com](http://quaestiocapital.com)

## Tassi&Tasse

di Mario Baronci, Head of Multi Asset & ESG

Molti commentatori, ma pochi investitori, paventano uno scenario improntato all'insorgere di un'inflazione non transitoria, che le Banche Centrali sono abituate a contenere, con atteggiamento Pavloviano, con una politica monetaria più restrittiva.

L'attesa del sopirsi dei problemi legati ai "colli di bottiglia" nelle value chains e soprattutto l'effetto confronto con l'anno in corso ci fanno propendere invece per uno scenario meno fosco, con un'inflazione che probabilmente troverà un equilibrio di lungo periodo ad un livello più alto rispetto al regime precedente, ma senza eccessi.

Se questa lettura è valida allora una politica monetaria troppo restrittiva per combattere l'inflazione cadrebbe nel novero dei Policy Mistakes.

Vediamone le ragioni.

Se il prezzo relativo di un bene sale, la teoria insegna che la quantità acquistata di tale bene scende sia a favore di beni succedanei (effetto sostituzione) sia perché, dato il vincolo di bilancio, siamo tutti più poveri (effetto reddito) e possiamo permetterci meno acquisti.

Se però tale bene si rivela necessario (come l'energia) e la sua domanda è inelastica al variare del prezzo è giocoforza ridurre invece in maniera più che proporzionale l'acquisto di tutti gli altri beni.

Calandoci nell'attualità (nel breve) si possono utilizzare le scorte di risparmio accumulato durante i lockdown oppure profittare della prodigalità dei Governi, ma a lungo andare prezzi più alti dell'energia, se non transitori, rappresenteranno una vera e propria tassa.

E le tasse non giovano ai consumi ed al reddito: a combinarle con tassi più alti si segue certo l'ortodossia monetarista ma si sconfinava nel masochismo. A meno che le aspettative di inflazione crescano al punto di disancorarsi dai livelli di medio periodo: assunto al momento difficile da sostenere, dato che le previsioni del tasso a breve della stessa FED fra 10 anni (i famosi "dots") sono stabili da due anni e mezzo e le previsioni degli operatori (i tassi forward fra 10 anni per tre mesi) sono ancora più contenute.

E la fine della politica monetaria accomodante, agognata da molti? Rimerà forse con la chiusura di Hotel California:

"You can check out any time you like  
But you can never leave..."

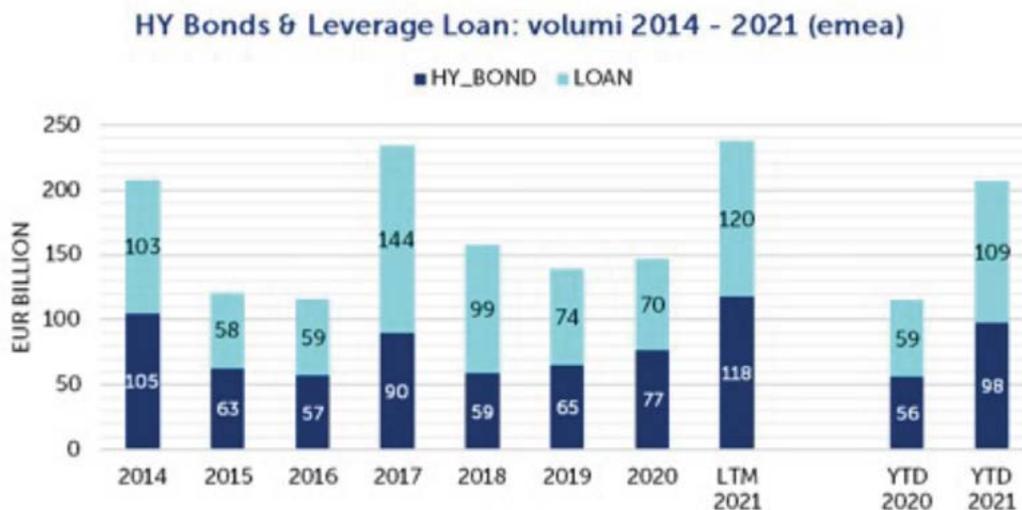
*Articolo pubblicato su [quaestio.com](https://www.quaestio.com)*

## Credito strutturato: l'eredità del 2021 e prospettive

di Valentino Ceccherini, Portfolio Manager Team Credit

L'analisi economica dell'anno che si sta per concludere non può prescindere da un giudizio di eccezionalità. La velocità della crescita e gli alti livelli di inflazione hanno nuovamente caratterizzato anche le economie più mature dell'Eurozona segnate profondamente dalle restrizioni portate dalla pandemia. Se il motore di questa spinta così repentina e potente è facilmente individuabile nella base monetaria a disposizione delle imprese, sul fronte societario, lo strumento che evidentemente l'ha resa disponibile, è stato il massiccio ricorso all'indebitamento attraverso loan e bond. Possiamo infatti considerare il 2021 un anno record anche sotto questo punto di vista, con un ricorso al mercato del debito superiore dell'80% rispetto al 2020 e in assoluto ai livelli più alti nel post Global Financial Crisis.

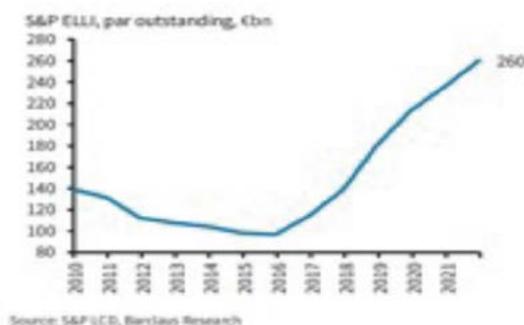
Grafico 1



Fonte: Moody's

Livelli così elevati di indebitamento potrebbero portarci a conclusioni affrettate rispetto allo stato di salute delle società che lo emettono e all'opportunità che tali volumi abbiano portato a un deterioramento della qualità degli asset. Un secondo grado di analisi in realtà evidenzia come, per quello che riguarda il comparto dei loan, la crescita del mercato primario non trovi un collegamento diretto con la crescita del par value dell'indice di riferimento e come in termini di variazione netta, esso sia assolutamente consistente rispetto a quanto rilevato negli anni precedenti. Ma come è possibile questa scarsa correlazione se contrariamente il mercato primario è stato così ricco?

Grafici 2 e 3

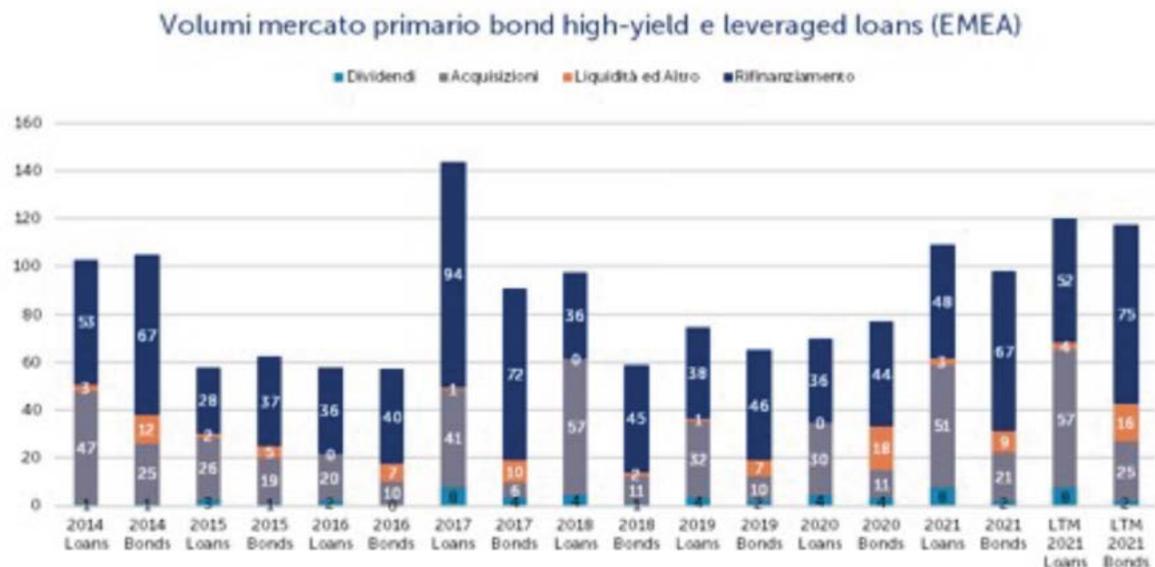


Cerchiamo di interpretare meglio i numeri che compongono il grafico 1 e collegarli al risultato del grafico 3.

Durante il 2021 (fino al mese di novembre) abbiamo avuto una offerta di loan da mercato primario per un totale di 109 eur bln. Sappiamo che 24 bln sono stati i rifinanziamenti di loan esistenti, ne risulta così una nuova offerta di 85 eur bln. Ci sono stati inoltre 61 eur bln di prepayment che ci riportano al dato (grafico 3) di 24 eur bln di incremento netto sul par value dell'indice che si assesta dunque a 260 eur bln.

Interessante anche esplorare la composizione quali-quantitativa dei nuovi loan. La foto del mercato ricavata dal grafico 4) ci indica come la parte principale della massa dei nuovi loan sia rappresentata dal comparto delle "Acquisition". Si tratta di operazioni (M&A e LBO) intraprese per lo più da fondi di Private Equity che hanno preso vantaggio dalle attuali condizioni di mercato e sulle quali crediamo che permangano elevati volumi anche durante il 2022. La particolarità del 2021 è legata alla dimensione delle operazioni che hanno spinto i PE a caccia di aziende sempre più grandi, portando il livello medio per operazione a 1.1 bln eur in notevole aumento rispetto ai 900 mln eur del 2018.

Grafico 4

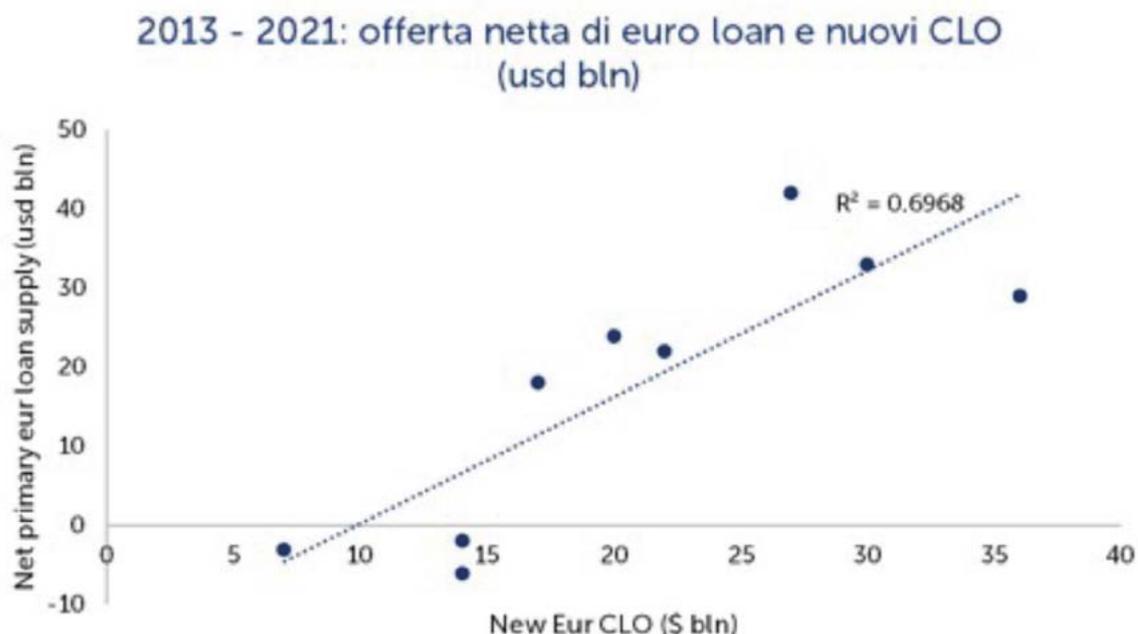


Fonte: Moody's

Partendo da ciò che è successo sul comparto loan possiamo passare ad analizzare il mercato più direttamente collegato ad esso ovvero quello dei CLO. Il mondo dei CLO rappresenta storicamente il maggiore acquirente della massa dei loan e il 2021 non è uscito da questa logica; i volumi continuano ad espandersi e su scala globale hanno rotto il muro del trilione di dollari in termini di par value.

Grazie a questa correlazione individuiamo l'espansione del volume dei CLO come uno dei principali driver a supporto dell'offerta netta di loan anche per l'anno avvenire, esattamente a come avvenuto in passato con alti livelli di correlazione.

Grafico 5



Analizzando più da vicino il settore dei CLO europei, ci siamo trovati di fronte ad un 2021 che ha superato ogni più rosea previsione sia in termini di nuova offerta netta che di rifinanziamenti dei vecchi deal sul mercato. Va evidenziato come un momentum così forte per il primario è strettamente legato a livelli favorevoli dell'arbitraggio finanziario intrinseco nella struttura dei CLO (calcolato come la differenza tra gli spread incassati dai loan sottostanti il deal e il coupon pagato dalle notes agli investitori) come evidenziato anche dai numeri del grafico sottostante.

Grafico 6



Fonte Barclays

La corposa domanda di CLO, concentrata a inizio anno, ha contratto i livelli di spread soprattutto sulle classi senior fino a 80-85 bps sopra l'Euribor determinando così condizioni decisamente favorevoli di ri-finanziamento per i manager che nei loro attivi potevano contare invece su loan emessi a spread decisamente più generosi. Nonostante una diminuzione relativa della domanda e il conseguente allargamento degli spread delle notes, le condizioni permangono favorevoli e la nostra previsione per il 2022 rimane positiva in termini di offerta primaria sia per ragioni connesse alla qualità del credito sottostante sia per le condizioni economiche generali del mercato. Quello che presumibilmente ci aspettiamo rispetto alle operazioni di rifinanziamento è che il volume possa sensibilmente diminuire durante il 2022 visto che la grande massa dei deal più vintage con

opzionalità di call sia già stata aggredita durante il 2021 lasciando in questo senso solo una parte residuale minoritaria per il prossimo anno.

Di seguito una sintesi relativa all'attuale situazione finanziaria degli spread e al loro andamento negli ultimi due anni:

	Nov-21	Oct-21	Nov-20	Nov-19
<b>ASSET SPREAD</b>	398	395	394	380
<b>CLO DEBT COST</b>	186	185	166	186
<b>EXCESS SPREAD</b>	212	208	188	194

Fonte Barclays

Grazie a queste considerazioni e alla evoluzione del mercato degli ultimi mesi cerchiamo di trarre le nostre conclusioni e le aspettative per i seguenti.

Partiamo col dire che rimaniamo costruttivi sulle possibilità di espansione del mercato CLO europeo anche se leggermente sotto ai livelli record visti nel 2021. In primis perchè la crescita economica dell'Eurozona resterà forte e mediamente più alta rispetto agli anni passati grazie anche alla progressiva messa a terra dei fondi derivanti dal piano "Next Generation Eu".

Countries	2020	2021E	2022E
G-20	-4.60%	4.90%	4.20%
Euro area	-6.70%	5.20%	4.50%
Germany	-4.60%	2.90%	4.50%
UK	-9.70%	6.70%	4.80%
France	-7.90%	6.50%	4.10%
Italy	-9.00%	6.40%	4.30%

Stime Moody's

Alle evidenze di un macro background confortevole possiamo aggiungere quelle relative ai livelli di inflazione attesa. Sappiamo infatti come l'attenzione degli operatori si sia recentemente rivolta verso questa tematica e sui prezzi delle materie prime come primo "early warning" al rallentamento della crescita. Nella nostra visione raggiungeremo un picco dei prezzi nel primo trimestre del 2022 con un graduale allentamento delle pressioni inflazionistiche nei mesi successivi; questo dovrebbe consentire una crescita equilibrata e uniforme con la Banca Centrale che dovrebbe stringere meno (e più lentamente) le maglie degli aiuti in essere rispetto a quanto atteso attualmente.

Per ciò che concerne i timori legati agli elevati livelli di inflazione aggiungiamo una considerazione anche in merito alle attese sugli spread di mercato. Se è vero che il mondo del fixed income dovrà affrontare un nuovo contesto di tassi risk free e che la leva della duration (soprattutto sugli emittenti investment grade e governativi) diventerà oggetto di grande attenzione da parte degli investitori, un prodotto tipicamente "floating rate" come le note dei CLO potrebbe rappresentare valida alternativa e un natural hedge nei confronti della volatilità attesa sui tassi. Questa capacità di diversificazione unita a un attraente relative value verso i tassi reali del mondo americano, po-

trebbero ampliare l'attuale investor base guidando un restringimento degli spread rispetto ai livelli attuali soprattutto (ma non esclusivamente) alle note di merito creditizio investment grade.

Cerchiamo infine di dare uno sguardo più approfondito ai fondamentali del credito che compongono il prodotto CLO. Il 2021 ci ha confermato che alcune metriche fondamentali di credito continuano un percorso di stabilizzazione e pensiamo che questo trend possa continuare anche nel 2022. I tassi di default osservati sono e rimarranno presumibilmente bassi nei prossimi 12 mesi (sotto al 2% per le società speculative grade europee, lontano dal picco del 5% toccato nel dicembre 2020) ragione per cui ci aspettiamo un progressivo consolidamento dei primari indicatori di rischio delle strutture.

In termini di posizionamento e viste le nostre aspettative sui tassi, preferiamo rimanere sulla parte investment grade della capital structure in particolare sulle senior tranches caratterizzate da short duration, che rimangono probabilmente l'unico asset nel mondo del fixed income con rating AAA e carry intorno l'1%.

*L'articolo sarà pubblicato su [quaestiocapital.com](http://quaestiocapital.com)*





## Tapering Talks – Raccolta 2021

### Quando le Banche Centrali smetteranno di comprare...

di Franca Pileri, Portfolio Manager Multi-Asset

Il sistema economico a causa del susseguirsi di importanti crisi, non da meno l'ultima causata dalla pandemia, si è dimostrato incapace di reagire senza l'aiuto di imponenti stimoli monetari, da cui, allo stato attuale, la crescita economica è totalmente dipendente.

Come tutte le dipendenze il problema è: "come venirne fuori". Bisogna quindi trovare un metodo adeguato per non causare uno shock con impatti negativi e potenzialmente irreversibili anche in termini di credibilità delle banche centrali. Prospettive di crescita e di inflazione diverse tra i vari Paesi non rendono possibile delineare una via d'uscita comune per tutte le banche centrali, ci limitiamo quindi a considerare due poli centrali: Stati Uniti ed Eurozona.

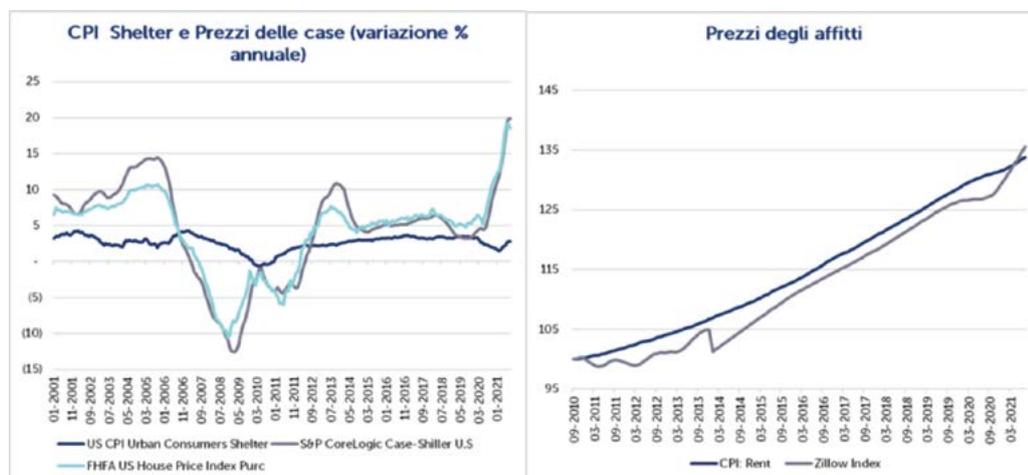
Nella memoria degli investitori è ancora molto fresco il ricordo del 'Taper Tantrum' del 2013 quando la FED con uno stile di comunicazione troppo diretto, manifestò la volontà di ridurre il programma di acquisti per diminuire la liquidità immessa nell'economia. Si generò quindi un aumento repentino del grado di avversione al rischio tra gli investitori.

Sembra che la FED abbia imparato oggi la lezione fin troppo bene, preparando i mercati ancora prima delle dichiarazioni ufficiali su quali sarebbero state le prossime mosse. Come risultato la banca centrale degli Stati Uniti ha delineato una graduale riduzione del programma di acquisti perfettamente in linea a quanto atteso dagli operatori di mercato, non causando preoccupazioni. L'unico reale ostacolo alla gradualità della rimozione delle politiche ultra-espansive è rappresentato dall'incremento ampiamente oltre il target dell'inflazione. Su questo punto la banca centrale si è affrettata a rassicurare gli animi sottolineando a più riprese la temporaneità del fenomeno.

Su queste basi è molto probabile che negli Stati Uniti si procederà ad un aumento dei tassi solo dopo la fine del programma di acquisto, che secondo le ultime dichiarazioni della FED non dovrebbe avvenire prima della metà 2022.

Punto fermo per un rialzo dei tassi è sicuramente un andamento positivo del mercato del lavoro, mentre ancora dibattuto è l'andamento dell'inflazione che sarà effettivamente il perno per capire la gradualità dell'aumento dei tassi da parte della FED.

Se nei prossimi mesi si paventasse lo spettro di un'inflazione strutturalmente sopra il target, il rischio di un aumento dei tassi più deciso e meno graduale di quello inizialmente preventivato potrebbe effettivamente innervosire i mercati. Fattori che per loro natura rientrano nell'indice United States Consumer Price (CPI) con un certo ritardo rispetto al loro manifestarsi, sono sicuramente quelli relativi al mercato immobiliare, non solo in riferimento ai prezzi di acquisto delle case, ma anche in relazione agli affitti.



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Quaestio. Dati: agosto 2021

Il grafico di sinistra mostra come il CPI Shelter (tassello dell'inflazione che tiene conto di tutto quello che ruota attorno all'immobiliare) non sia ancora tornato ai livelli pre-pandemia, nonostante l'importante aumento dei prezzi dei principali indici immobiliari. Anche, l'indice Zillow (utilizzato per monitorare l'andamento dei prezzi degli affitti sul mercato US) subisce un'accelerazione significativa rispetto alla componente CPI, rappresentativa del prezzo degli affitti di immobili ad utilizzo residenziale.

Considerando che l'immobiliare e il suo indotto influenzano il CPI Core per il 40% è facile capire come sia importante vederne l'evoluzione prima di fare proiezioni al ribasso sull'inflazione.

Un'ulteriore pressione inflazionistica deriva dalle materie prime in particolare quelle energetiche, che attualmente sono considerate dai più come variabili transitorie dell'inflazione. Solo una riflessione su questo. Negli ultimi anni la crescente sensibilità all'ambiente ha accelerato in maniera importante la riduzione degli investimenti sulle energie fossili per indirizzarli verso le energie sostenibili, questo dirottamento delle risorse senza aver ancora un perfetto sostituto farà sì che il ciclo economico risulti ancora molto sensibile ai rincari per un periodo non breve.

Di contro, un fattore che potrebbe frenare il rialzo dell'inflazione è il susseguirsi di varianti del virus, che incoraggiano una ripresa dell'economia "ad intermittenza". Questa dinamica è stata recentemente riflessa nel dato dell'inflazione americana relativo al mese di agosto influenzato dalle dinamiche della variante "Delta". In un'ipotesi di questo tipo è facile pensare ad un rialzo dei tassi da parte della FED posticipato nel tempo.

Le prossime mosse delle FED verso un rialzo dei tassi saranno tanto meno graduali quanto minore sarà la percezione che l'inflazione sopra il target non sia transitoria, e le dinamiche del mercato immobiliare ed energetico, potrebbero avere un ruolo centrale.

Mentre sul fronte americano la ripresa dell'economia pone già pensieri su come possa avvenire l'unwind delle politiche monetarie ultra-espansive, in Europa queste preoccupazioni sembrano lontane. I dati su una ripresa lenta, e un'inflazione ancora sotto controllo non fanno intravedere una fine imminente del programma di acquisti.

In Europa oltre al programma emergenziale legato alla Pandemia (PEPP) coesiste un altro programma di acquisto titoli da parte della BCE partito nel 2015, che è stato rinnovato negli anni con ammontare diversi a seconda dello stato di salute dell'economia.

Attualmente questi programmi di acquisto (QE) hanno consentito ai Paesi dell'area Euro di aumentare il loro livello di indebitamento per far fronte alle varie crisi che l'eurozona ha dovuto affrontare negli ultimi anni, da ultima quella causata dalla Pandemia. Infatti, le emissioni dei Paesi al netto degli acquisti della Banca Centrale risultano, per il 2021, negative, questo ha contribuito a una notevole compressione degli spread tra i Paesi. Prendendo il caso Italia, per il 2021 la BCE ha sottoscritto più di un terzo dell'ammontare complessivo delle emissioni del Tesoro.

Considerando inoltre le proiezioni sulla crescita estremamente contenute è difficile pensare ad una fine del programma di acquisti da parte della Banca centrale europea che non porti a notevoli pressioni sui tassi dei Paesi Periferici, Italia in primis. Questa è la motivazione per cui nei prossimi 12 mesi si può pensare a un rallentamento dei programmi di QE europeo, ma di certo non alla loro fine. In questo contesto appare naturale spostare un eventuale rialzo dei tassi in un tempo futuro difficilmente localizzabile allo stato attuale.

In conclusione, un'allocazione di tipo prudente non può prescindere dai rischi sull'inflazione a livello globale che in portafoglio modello possono essere ben tutelati da investimenti in real asset quali le commodities. In un contesto di ripresa economica non si può prescindere dall'investimento nel mercato azionario potenzialmente accompagnato da presidi opzionali per fronteggiare le inevitabili correzioni di mercato in un clima ancora denso di incertezze. Infine, viste le premesse iniziali il portafoglio dovrebbe avere un'esposizione ai tassi d'interesse pressoché nulla.

*Articolo pubblicato su [quaestiocapital.com](http://quaestiocapital.com)*

## Too much ado about QE?

di Giacomo Saibene, Analyst Investment Solutions Team

Fin dalla sua nascita, il *Quantitative Easing* (QE) è stato uno strumento per raggiungere un obiettivo (intermedio) di tassi di interesse (e profilo temporale della curva dei tassi), a loro volta strumento per raggiungere l'obiettivo finale di inflazione al 2% e, ove presente, di piena occupazione. In particolare, uno dei canali di trasmissione di politica monetaria più spesso associato al QE è il *wealth effect*: influenzare i prezzi degli asset al fine di aumentare la ricchezza, e quindi stimolare il consumo/domanda, nel momento in cui non è stato più possibile agire tramite il tasso di interesse di breve termine.

Il QE ha aiutato anche nel raggiungere il (vago) concetto di stabilità finanziaria: una specie di estensione dell'idea, già nota fin da Bagehot ("Lombard Street: A Description of the Money Market", 1873), che la banca centrale debba intervenire con acquisti massivi in momenti di stress di mercato e carenza di liquidità, per evitare shock finanziari e conseguenti impatti sull'economia reale. La novità è stata di estendere questo periodo di intervento ben oltre ai momenti di criticità, forse con la speranza di mantenere la "stabilità" anche nei periodi di successiva ripresa economica – una seconda possibile razionalizzazione del QE oltre al già citato *wealth effect*.

Il QE non sembra tuttavia essere particolarmente efficiente. In particolare, se guardiamo agli sviluppi nella distribuzione del reddito e della ricchezza negli ultimi decenni, è ora sempre più difficile e "politicamente oneroso" stimolare la domanda tramite l'aumento della ricchezza finanziaria: felici i ricchi, ma così si taglia fuori buona parte della popolazione, che siano debitori netti, che al massimo possono ottenere delle migliori rate del mutuo, o che siano piccoli risparmiatori, che invece desiderano un rendimento prospettico sicuro e poco rischio e quindi si lamentano dei bassi tassi di interesse (dimenticandosi però del beneficio ottenuto dall'aumento di prezzo dei loro investimenti). Si veda, un esempio tra tanti, questo recente commento su un articolo del FT<sup>25</sup>:

– memento\_mori 3 DAYS AGO (Edited)

The envy and resentment generated by tinkering with honest money by Central Bankers around the world will live in infamy to tell the story of bureaucratic failure.

The arbitrary stiffing of savers and workers by devaluing their labor and money in order to enrich a class of asset holders and debtors is a crime. The social fabric of society will pay the ultimate price.

Disclosure: Yes, I am a saver, I don't speculate in the stock market and work hard to raise my kids and pay my taxes. Yes, I am envious and resentful of people (and my neighbor) who bought houses 5 years ago for 500k that can sell now for 1million and pocket \$500k by doing nothing and contributing zero to society. Thank you Fed.

Sappiamo che le decisioni di politica monetaria saranno sempre più legate all'andamento dell'inflazione - in un'ottica rule-based - in un contesto pieno di incertezze e lunghi feedback temporali. Se l'aumento dell'inflazione sarà sufficientemente sostenuto, le banche centrali dovranno per forza procedere ad un aumento dei tassi, per rallentare la domanda e i prezzi. Lo step iniziale di una restrizione monetaria sarà molto probabilmente la fine del QE, considerando anche la sua efficacia relativamente marginale (ca. 100 punti base di variazione sui tassi a lungo termine<sup>26</sup>) e, fintanto che non vi saranno particolari shock sui mercati impattati, si può pensare

<sup>25</sup> Chris Giles e Colby Smith, "An end to super-cheap money? Central banks begin tightening cycle", FT, 24 settembre 2021 (<https://www.ft.com/content/f68c2581-ae8b-443d-9b5b-117f7628533b>).

<sup>26</sup> <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2020/01/04/the-new-tools-of-monetary-policy/>

che non vi saranno problemi particolari a concludere il QE. Piuttosto, vi è da chiedersi se non vi siano altri tailwinds all'orizzonte, che potrebbero impedire questo processo fin dal principio:

- **un susseguirsi di shock di offerta:** che le Banche Centrali continueranno ad interpretare come shock temporanei, mantenendo quindi una politica espansiva e rischiando di avere inflazione >2% nel medio termine piuttosto che perseguire una restrizione monetaria. Questi shock sono ora determinati da problemi di logistica e produzione in seguito ai lockdown, ma presumo potranno essere sempre più legati anche al cambiamento climatico (food & energy in primis);
- **tassi di interesse a lungo termine bassi:** i quali sono in realtà determinati da altre forze economiche (invecchiamento, disuguaglianza, crescita produttività, ...) e che potrebbero creare un nuovo conundrum<sup>27</sup>: un rialzo dei tassi a breve termine, in seguito agli aumenti di PIL e inflazione, ma che non sarà accompagnato da un pari rialzo significativo dei tassi a lungo termine, e quindi risulterà in un appiattimento della curva dei rendimenti. Questo avrebbe l'effetto di sminuirebbe molto l'importanza che ora associamo al QE: non serve tanto per agire sui tassi a lungo, ma piuttosto per dare liquidità a mercati in situazioni di criticità, così come si faceva un tempo.

*Articolo pubblicato su [quaestiocapital.com](http://quaestiocapital.com)*

---

<sup>27</sup> Termine introdotto dalla testimonianza di Greenspan al Congresso nel 2005: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2005/february/testimony.htm>

## Come (non) cambierà il mondo con la (non) fine del quantitative easing

a cura del Team Equity

L'aumento del tasso di inflazione merita sicuramente molta attenzione. Non tanto per il fenomeno economico in sé, ma per la forte polarizzazione di opinioni a riguardo. Una polarizzazione così forte, e in parte ideologica, da creare fratture evidenti all'interno delle autorità monetarie e policy makers in generale. Problema non da poco, e che porta inconsapevolmente ad ignorare nella pratica quello che è il vero nocciolo della questione. L'errore più grosso in questa fase è pensare che le banche centrali ritornino alle ricette passate di politica monetaria figlie del mantra "rules rather than discretion". Se c'è una cosa che la storia insegna è che, una volta abbandonata una regola, o meglio, un commitment, è molto improbabile tornare indietro. E il motivo è sempre politico.

Per capire meglio a quali regole e ricette del passato alludiamo è necessario fare una premessa sulla natura, per così dire, dell'inflazione. Non bisogna essere degli economisti per capire che un cambiamento nel livello generale dei prezzi sia guidato da due macro componenti, una legata alla situazione economica contingente (attività economica in espansione o in contrazione) e un'altra invece legata alle aspettative di inflazione per il prossimo futuro. Intuitivamente, un'impresa che si aspetta un aumento del livello dei prezzi per domani aumenterà già in parte i prezzi oggi, in modo tale da tutelarsi su eventuali difficoltà nel modificarli tempestivamente. Per questo motivo, dalla fine degli anni '80 alla crisi del 2008, le banche centrali hanno utilizzato i tassi di interesse per mantenere l'inflazione attorno ad un target in modo da minimizzare le esternalità derivanti dal ciclo economico e dalla difficoltà di prevedere il rincaro dei prezzi. E lo hanno fatto in un modo molto preciso, seguendo regole al limite del "meccanico" per evitare che qualsiasi forma di discrezionalità sfociasse in un *inflation bias ex-ante*: "rules rather than discretion" per l'appunto. Poi è arrivata la crisi finanziaria, ed è cambiato tutto. L'inflazione è diventata un problema di secondo o terzo ordine, mentre era fondamentale mantenere la stabilità del sistema finanziario. Specie di fronte all'evidenza che massicce iniezioni di liquidità non si traducevano in aumento dei prezzi al consumo, diversamente da quanto previsto dai modelli neokeynesiani. Sulla scorta di questa esperienza ormai decennale (e quella giapponese ventennale), le misure monetarie messe in atto dalle banche centrali per rispondere all'incertezza dovuta alla pandemia sono state ancora più straordinarie. E così siamo arrivati ad oggi. Cosa attendersi per il futuro?

Se da un lato è evidente che la base monetaria non possa continuare a crescere al ritmo attuale, specie in un contesto di "forte" ripresa economica, è forse meno facile da cogliere quanto sia altrettanto improbabile che nei paesi sviluppati aumentino in modo significativo i tassi di interesse, a prescindere dalla persistenza tasso di inflazione. Come detto, con il 2008 (e tutto ciò che ne è conseguito), il ruolo delle banche centrali è divenuto in primis quello di garantire la stabilità del sistema finanziario. E a tal riguardo, oggi uno dei principali rischi sistemici è senza dubbio la sostenibilità del debito pubblico. Supponiamo che l'inflazione sia davvero un fenomeno persistente, e cioè tale da rimanere con certezza sui livelli più recenti. In un mondo come quello pre-Lehman, sarebbe lecito aspettarsi tassi di interesse prossimi al 4-5% per mantenere un obiettivo di inflazione del 2%. Bene, con queste premesse la sostenibilità del debito pubblico verrebbe messa seriamente in discussione, causando molto probabilmente un aumento degli spread per le economie più indebitate e di conseguenza un effetto a spirale sulla relativa sostenibilità delle finanze pubbliche. Senza contare l'effetto negativo di tassi reali più elevati su investimenti e crescita. Al contrario, un tasso di inflazione tra il 3 e il 5% permetterebbe di aumentare in modo significativo la sostenibilità del debito pubblico, anche con tassi di interesse al margine più elevati e in linea con quelli precedenti alla pandemia, con effetti limitati sull'economia reale secondo recenti studi accademici (e.g. Ball, 2013)<sup>28</sup>.

<sup>28</sup> <https://voxeu.org/article/case-4-inflation>. Ball, Laurence (2013), "The Case for 4% Inflation", Central Bank Review (Central Bank of the Republic of Turkey), May.

In un contesto di forte ricorso alla spesa pubblica e necessità di fare ingenti investimenti per la transizione energetica, da un punto di vista politico è sicuramente più accettabile un tasso di inflazione più elevato mentre di sicuro non lo sono tassi reali più elevati, ovvero la combinazione di tassi nominali più elevati per raggiungere un tasso di inflazione più basso. Infatti, va tenuto conto che:

1. in molte economie il tasso di inflazione è stato nettamente al di sotto di quello target (il famoso 2%) per molto tempo;
2. i target di inflazione sono stati determinati circa 30 anni fa sulla base delle caratteristiche dell'economia ai tempi, e nel frattempo la composizione del PIL delle principali economie avanzate, oltre che la distribuzione dei redditi, è cambiata enormemente;
3. in regioni come l'Europa, caratterizzate da forte rigidità dei salari, un aumento dell'inflazione potrebbe essere un catalyst importante per rinegoziare i contratti e implementare una politica redistributiva tra imprese (shareholders) e lavoratori Pareto efficiente, con potenziali effetti positivi sulla crescita e quindi in larga parte neutra per i profitti aziendali a livello aggregato.

Combinando questi tre elementi con l'aumento del rischio sistemico legato alla sostenibilità del debito pubblico, e alla minor indipendenza *de facto* delle banche centrali nell'era post-Lehman, possiamo trarre la conclusione che un aumento sostanziale dei tassi di interesse è quantomeno improbabile di questi tempi. Al contempo, è altrettanto impensabile una riduzione significativa dei tassi di interesse dati i rischi connessi al fenomeno dell'inflazione. In altre parole, stiamo tornando lentamente verso la situazione pre-pandemica e, se diversamente da quanto avveniva nel 2019, l'inflazione tornerà a galoppare anche una volta superati i supply-chain bottlenecks correnti, bisognerà aver se mai presente il quadro di quali imprese verranno penalizzate e quali no da un punto di vista reale, e quindi fondamentale. Tutto il resto è rumore, fastidioso a tratti, ma rumore.

*Articolo pubblicato su [quaestio.com](https://www.quaestio.com)*

## Banche Centrali: ripresa economica e revisione degli stimoli monetari

di Valentino Ceccherini, Portfolio Manager Team Credit

La valutazione sugli stimoli monetari in essere da parte delle maggiori Banche Centrali, non può essere trattata senza prima affrontare il tema dell'espansione dei vaccini anti Covid19 e soprattutto della loro resistenza a eventuali varianti. È ormai evidente infatti, come il trend di ripresa delle economie occidentali (molto meno per quelle in via di sviluppo) sia legato a doppio filo con le campagne vaccinali e ogni considerazione che segue potrebbe essere ribaltata nel momento in cui emergesse una variante resistente ai vaccini o ci fossero degli stop impreveduti all'aumento della popolazione vaccinata. Se partiamo dall'assunto che i vaccini continuino a funzionare correttamente e la base di popolazione vaccinata continui a espandersi, allora il 2022 potrebbe già essere un anno cruciale per le decisioni da prendere relative agli stimoli economici attualmente in essere.

### US Federal Reserve

Se consideriamo la velocità della ripresa economica e del PIL nonché gli ultimi print sull'inflazione, la FED potrebbe essere tra le prime a muoversi e dare il via alla diminuzione degli stimoli già nel 2021. Il meeting di dicembre potrebbe essere la data cut off per l'inizio del tapering sui due programmi relativi a MBS (Mortgage Backed Securities) e Treasury. Non si tratterà ovviamente di una decisione binaria da 0/1, o di azzerare i programmi, ma di diminuirli gradualmente durante il 2022 (10-15% per ogni meeting) per arrivare al primo rialzo dei tassi nel primo (o secondo) trimestre del 2023. Nel 2022 non immaginiamo rialzi, o - in caso - solo ipotesi di coda legate a print particolarmente forti e persistenti dell'inflazione. A tale proposito pensiamo che per entrambe le due maggiori Banche Centrali i dati principali da seguire saranno quelli sul lavoro (eventuali aumenti dei salari e livelli di occupazione) ancor prima del mero livello di inflazione, su cui i banchieri centrali hanno già dimostrato di saper gettare acqua gelata nonostante i livelli record.

Lato *policy rate* prevediamo aumenti solo a partire dal 2023 perché ci immaginiamo una FED molto accorta, sia per un tema opportunistico prettamente legato al programma (e ai livelli) di debito degli Stati Uniti, sia perché potrebbe trascinare in una brusca recessione -attraverso scelte non ponderate - anche tutto il mondo Emerging Market che di certo si trova a livelli differenti di vaccinazione della popolazione (e come dicevamo in apertura, questi due temi sembrano essere strettamente correlati).

### Banca Centrale Europea

Se la FED sarà cauta nei suoi movimenti ancora più accomodante è la visione sulla BCE. Innanzitutto, i dati ci dicono che il livello d'inflazione e di occupazione, salari e PIL, sono indietro rispetto agli Stati Uniti (PIL +5% vs +6.3%) e questo potrebbe già darci un indizio di come la Banca Centrale rimarrà legata agli stimoli in essere. Questa view ci è supportata anche dall'aumentata incertezza in Germania, storicamente il vero leader politico dell'Eurozona. Se infatti è stato annunciato l'avvio dei negoziati formali per la nuova coalizione di governo tra Socialdemocratici (Spd), Verdi e Liberali (Fdp), è altrettanto vero che siamo di fronte ad una novità assoluta per il panorama politico tedesco che al momento non ha una timeline definita (ricordiamo come nel 2017 la Germania abbia impiegato 6 mesi per varare la coalizione di governo). Questa incertezza, seppur maggiormente legata lato politico alla Commissione Europea più che alla BCE, porterà inevitabilmente a degli indugi, per esempio su temi divisivi come il Patto di Stabilità e la sua eventuale conferma (o meno). In questo scenario ci aspettiamo che la chiusura del Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), in atto già dal primo trimestre del 2022, possa essere controbilanciata da un aumento dei volumi del canonico Asset Purchase Program risultante in un delta saldo netto mensile di impatto marginale. Si configura così un 2022 dal profilo molto "smoothed" rispetto alla diminuzione degli acquisti. Ci sembra infine presumibile che verranno tollerati aumenti di inflazione temporanea anche sopra al 2% e anche per questo non ci aspettiamo al momento attuale alcuna decisione sull'aumento dei tassi fino al 2024.

**Bank of England**

Nonostante le contraddizioni portate dalla Brexit e i problemi legati al Covid, l'economia della Gran Bretagna sta viaggiando a tassi di recupero elevatissimi con rimbalzo record del PIL. Le restrizioni sociali sono un ricordo e se questo trend inflazionistico guidato da penuria di materie prime continuerà, vediamo la Bank of England in testa per l'interruzione degli stimoli e il primo rialzo già dal 2022 (4° trimestre) con un atteggiamento decisamente più aggressivo tra tutte le Banche Centrali.

**Bank of Japan**

Ultime osservazioni dedicate alla Banca Centrale giapponese. Non tanto per una view di cambiamento evidente rispetto al suo atteggiamento ormai decennale, quanto perché il Giappone è oggettivamente indietro sul tema della vaccinazione. Per questo vediamo ancora politiche molto accomodanti nel medio periodo legate a ulteriori misure di supporto all'economia (probabilmente affiancate da programmi su temi come green transition ed energie rinnovabili).

*Articolo pubblicato su [quaestio.com](https://www.quaestio.com)*

## World War FED

di Christian Prinoth, Chief Investment Officer

A cosa serve QE?

A spingere domanda aggregata tramite il canale degli investimenti.

Tale effetto si è esaurito da tempo, e qualsiasi liquidità addizionale finisce in "asset". Da cui tassi reali ampiamente negativi, multipli dell'equity alle stelle, private equity che comprano aziende quotate ecc. I passati tentativi delle banche centrali di comunicare ai mercati che prima o poi "tutto questo finirà" non sono andati bene, dando luogo all'espressione "taper tantrum". È chiaro dunque che una eventuale riduzione del QE (per non parlare di un rialzo dei tassi), dovrà essere estremamente lenta e controllata, diluita nel tempo, quasi omeopatica. Quindi un gioco che funziona solo nel lunghissimo termine (decenni?). Ma incidenti (i cosiddetti policy blunder) possono accadere, quindi proviamo ad immaginare uno scenario catastrofico (e poco realistico/probabile!).

Il timore di inflazione domina il flusso di commenti sui mercati. Gli esperti e gli osservatori, cresciuti nell'ortodossia monetaria e/o nell'esperienza degli anni '80, stroncano qualsiasi discussione con il dogma "c'è troppa liquidità in giro, i prezzi prima o poi saliranno". Ma prevalgono i sostenitori della transitorietà dei fenomeni inflazionistici, quindi l'unwind del QE rimane impercettibile, compatibile con le aspettative dei mercati.

Improvvisamente, attacchi terroristici colpiscono e bloccano contemporaneamente sia il canale di Suez che quello di Panama, inasprendo duramente i colli di bottiglia che si sono visti negli ultimi mesi nella supply chain, e colpendo in particolare settori ad alta visibilità come elettronica, automotive ecc., per poi intaccare anche il delicato settore alimentare).

Contemporaneamente, sotto la pressione di un debito pubblico crescente e temendo problemi fiscali, vari tentativi da parte dei governi di paesi sviluppati di ridurre, ovvero riportare alla normalità sussidi, redditi di cittadinanza e misure simili, innescano proteste di massa. Conseguentemente, la disponibilità di lavoratori stagionali e/o "a chiamata" (gig economy) si riducono ulteriormente. Si realizza così la tempesta perfetta che colpisce il lato dell'offerta e crea uno spike nelle attese di inflazione. Il tasso atteso di inflazione implicito nelle obbligazioni indicizzate americane (TIPS) schizza a 4%, anche se il relativo tasso forward a cinque anni non riesce a superare il 2%.

I falchi prendono il sopravvento, ed anche dai ranghi della politica giungono pressioni "a fare qualcosa". La Fed si muove per prima, riducendo drasticamente il QE, fiduciosa che le condizioni sottostanti sono talmente benevole da evitare un taper tantrum, i dot plots (che sintetizzano le attese dei membri della FED) arrivano ad indicare quattro rialzi di tassi entro il 2022. La BCE tentenna, i tedeschi imprecano, ma alla fine si decide di non fare nulla. Le altre banche non si fanno sentire, vivono su un altro pianeta; il messaggio dalla Cina è "stiamo tutti bene".

Le conseguenze sui mercati finanziari sono bizzarre: il Dollaro US si deprezza più o meno nei confronti di tutte le altre divise, l'effetto "sfiducia" pesa più del differenziale tassi. I cinesi lasciano apprezzare in maniera controllata lo Yuan, apparentemente soddisfatti che ciò avvenga per "colpa di qualcun'altro". Ci sono i primi default da tempo immemore tra emittenti high yield americani. Crollano i financial asset statunitensi, per la prima volta "desincronizzati" rispetto al resto del mondo, e sono proprio questi mercati a beneficiare del denaro in circolazione (ancora tanto), rimanendo miracolosamente "sospesi".

Alla fine, anche il mercato immobiliare USA inizia a tremare, e l'effetto "ricchezza" comincia a farsi sentire. La politica interviene di nuovo, spinge per un ricambio dei vertici FED. Quest'ultima perde definitivamente la sua credibilità, i nuovi vertici non fanno altro che cancellare con colpo di spugna le decisioni dei predecessori. I mercati, spaventati dalla successione di policy blunders, faticano a tornare sugli asset americani, nonostante siano, ora, decisamente a buon mercato!

*Articolo pubblicato su [quaestiocapital.com](http://quaestiocapital.com)*

## The Great Exit

di Federico Valesi, Head of Credit

È dai tempi della Crisi Finanziaria del 2008 che i mercati finanziari hanno visto un flusso quasi ininterrotto di lifeline support dalle Banche Centrali, in particolare da parte della FED e della BCE.

Ciò ha causato un'inflazione finanziaria, in un periodo storico in cui l'inflazione come fenomeno monetario è stato invece "la grande assente". Azioni, obbligazioni ma anche il real estate hanno beneficiato in maniera comune dell'abbondanza di liquidità, che nel caso del settore immobiliare ha favorito anche il re-leveraging degli households.

Vero è che le crisi finanziarie - o comunque gli shock con repentini incrementi di volatilità - si susseguono ormai con un ritmo sempre più ravvicinato e la medicina delle Banche Centrali somministrata in dosi gargantuesche è oramai da tempo sempre la stessa: stampare, stampare, stampare.

Lo stock di debito pubblico accumulatosi a seguito della pandemia da Covid-19 ha creato una dipendenza difficilmente guaribile, quella ai bassi tassi di interesse. Il Giappone è un esempio non virtuoso di come l'accumulazione di un enorme stock di debito pubblico, in assenza di una "monetizzazione" di quest'ultimo, possa essere sostenuta solo da una politica monetaria accomodante ad infinitum.

Cosa potrebbe forzare la mano ai Banchieri Centrali e spingerli a ripristinare un regime di tassi d'interesse e soprattutto di tassi reali positivi? La risposta è semplicemente la risalita dell'inflazione, una risalita però che deve essere strutturale e non ciclica.

Le due variabili più importanti che potrebbero determinare un'inversione delle politiche monetarie sono il livello dei salari e il costo dell'energia. E solo il tempo ci dirà se stiamo andando verso un riequilibrio al rialzo di questi due mercati.

Lo scenario più probabile a nostro avviso è di una decade 2020 caratterizzata da un livello di tassi molto simile a quello attuale, un new normal dove forse in Europa, tra qualche anno, torneremo a vedere i tassi a breve con un floor a zero e un Bund all'1% e negli Stati Uniti il decennale attorno al 3%.

In uno scenario che dovesse vedere rialzi molto più significativi dei tassi, è ragionevole pensare che assisteremmo ad un pronunciato aumento dei default e a mercati caratterizzati da un deciso cambio del regime di volatilità.

Un capitolo a sé lo merita il mercato immobiliare, che è stato ovviamente sostenuto vigorosamente dall'attuale regime dei tassi, tanto che in Europa nelle principali capitali i prezzi sono saliti vigorosamente nell'ultimo decennio, indebitarsi non è mai stato così a buon mercato e in molti ne hanno approfittato non solo per comprare una prima casa più grande ma anche per le seconde case o per il cosiddetto "buy to let" ovvero l'acquisto finalizzato all'affitto. Con i mercati del fixed income caratterizzati da rendimenti negativi quasi ovunque al di fuori del mercato high yield, questo investimento con rendimenti nell'ordine del 3/5% sicuramente non poteva passare inosservato.

Gli Stati Uniti stanno ora vivendo una stagione di fortissimi rialzi dell'immobiliare nelle grandi città e non è un caso che ciò avvenga nell'anno successivo al taglio dei tassi a zero della FED per contrastare gli effetti della pandemia. Lo stesso fenomeno si osserva in molte parti del mondo dalla Nuova Zelanda, all'Australia, per arrivare alla Corea ed alla Cina.

Il tema della "Great Exit" quindi è ancor più delicato perché questa volta non ci troviamo di fronte, come nel passato, ad una bolla ma ad una molteplicità di bolle che se dovessero essere fatte scoppiare in contemporanea determinerebbero un'instabilità a livello globale non solo finanziaria, ma anche sociale senza precedenti.

*Articolo pubblicato su [quaestio.com](https://www.quaestio.com)*

## Inflazione e tassi di interesse: un rialzo significativo sarebbe sostenibile?

di Oscar Soppelsa, Analyst Team Equity

In questo momento l'attenzione dei mercati è incentrata sulla dinamica e la durata del processo seguito dall'inflazione: infatti le Banche Centrali sostengono che il rialzo dei prezzi è conseguenza transitoria delle riaperture post pandemia, ma non quantificano la durata di questo "transitorio". Sappiamo che la politica monetaria sul livello dei tassi di interesse e sull'acquisto di titoli di debito è funzione del livello di inflazione in base ai noti target medi comunicati dalle Banche Centrali, il che ci porta ad elaborare qualche scenario. Non sarebbe inopportuno nemmeno parlare di "shock energetico" considerato quali beni stanno crescendo maggiormente di prezzo.

### Federal Reserve

La Federal Reserve (Fed) ha comprato tempo. Secondo programma, entro fine anno partirà il tapering, ovvero la progressiva riduzione di acquisti di titoli di Stato e obbligazioni ipotecarie, ma si esclude il rialzo a breve dei tassi ufficiali. A meno di clamorose marce indietro, possiamo aspettarci la riduzione del tasso di crescita del bilancio Fed (quindi una serie storica che riduce il proprio ritmo di crescita) e si può ritenere che la Fed terrà sotto osservazione un eventuale legame statisticamente significativo con la variazione del CPI (Consumer Price Index) e dell'inflazione forward 5Y5Y.

Se questa dinamica non dovesse rivelarsi significativa nell'arco di massimo 12 mesi - tali da spingere la Fed a pensare che la politica monetaria stia funzionando - il mercato si muoverà anticipando anche un rialzo dei tassi più sostanzioso. In quel caso tra gli asset più penalizzati, ovviamente, ci sarà tutto ciò che è (promessa di) cash flow nel lungo periodo.

La domanda che dobbiamo porci è: un rialzo dei tassi è sostenibile? Torniamo con la memoria a fine 2015, quando partì il precedente tentativo di rialzo. Dopo nove rialzi, Powell intuì come un Fed fund rate del 2,50% fosse insostenibile per l'economia USA, la quale si "ruppe" durante l'estate del 2019 quando la Fed tagliò i tassi tre volte... per poi in pochi giorni portarli a zero dall'1,75% a scoppio pandemia.

Esiste un tasso di crescita di equilibrio per gli USA e dove si posiziona rispetto al pensiero ricorrente degli economisti? La narrativa del tasso di equilibrio può essere estremamente semplificata: se il tasso di crescita nominale è il 3% e il rapporto tra debito e PIL è il 300%, il tasso di interesse nominale implicito di equilibrio gravita in zona 1%. Questo perché, col tasso a 1%, servirebbe il 100% della crescita del PIL per il pagamento degli interessi sul debito.

Nel caso di un deciso e severo rialzo dei tassi, la crescita reale rallenterebbe in tutta risposta perché la produttività in piena occupazione resterebbe debole e le aziende non potrebbero pagare salari più elevati a causa del proprio vincolo di profitto. Aggiungiamo che la crescita nominale rallenterebbe anche di più di quella reale perché ci sarebbe la riduzione dell'inflazione.

Da questo dobbiamo dedurre che persino un ritmo molto blando di rialzo dei tassi potrebbe portare il Fed fund rate reale molto al di sopra del tasso reale di equilibrio di breve termine, provocando ulteriore contrazione della domanda. In quello scenario ipotetico si entrerebbe in recessione e la Fed dovrebbe interrompere la politica di rialzo dei tassi. Questo provocherebbe un danno strutturale che metterebbe ulteriore pressione ribassistica sul tasso di interesse di equilibrio. Un indicatore che possiamo osservare per interpretare l'attitudine dei mercati nei confronti di questo scenario è l'inclinazione della curva dei rendimenti USA, in particolare il campanello di allarme potrebbe essere un appiattimento.

Se la politica monetaria della Fed non fosse convincente, lo spread 30Y vs 5Y della curva dei Treasury Note potrebbe ridursi significativamente e dovremmo interpretare il messaggio lanciato dai mercati in questo modo: «Siamo molto più pessimisti di voi sulle prospettive del tasso implicito di equilibrio!». Da tutto ciò arriviamo alla conclusione che un significativo e brutale rialzo dei tassi di interesse è uno scenario poco probabile.

### Banca Centrale Europea

In Eurozona agosto ha portato l'inflazione al 3%, massimo da novembre 2011, dal 2,2% di luglio. Tra le cause possiamo annoverare: rialzo dei prezzi dell'energia, effetto confronto con l'anno precedente, effetti minori come la ritardata stagione dei saldi in Italia e Francia del 2020 ed altri di minore rilevanza.

Molte di queste componenti sono considerate transitorie. A non essere transitoria è la persistenza di colli di bottiglia nelle filiere di produzione, in particolare:

- carenza di semiconduttori;
- mismatch tra aperture di posizioni di ricerca da parte delle imprese e l'effettiva offerta dei lavoratori. Avremo quindi crescente ed elevata divaricazione tra il livello degli ordini e quello della produzione, con ritardi da parte dei fornitori e pressioni sui prezzi alla produzione.

Ipotizzando degli scenari di risposta per l'immediato futuro, potremmo aspettarci pressioni politiche sulla BCE legate alle differenti condizioni finanziarie tra Paesi centrali e periferici: per chi ha un'economia più dinamica e bilanci pubblici più flessibili, una crescente irritazione per l'aumento dei prezzi non potrebbe che portare a pressioni sulla BCE per l'implementazione di una politica monetaria via via maggiormente restrittiva.

Ipotizzando scenari sequenziali per i prossimi 12 mesi, una possibilità concreta è rappresentata da:

1. rimodulazione degli acquisti da parte della BCE;
2. alcune pressioni politiche per una politica monetaria meno espansiva. Queste pressioni non saranno tuttavia pienamente accolte;
3. in caso di parziale accoglimento, alle inevitabili conseguenze sul costo del debito dei Paesi periferici la BCE risponderà con un nuovo piano di acquisto di asset mirato a assicurare i mercati sulla presenza di una banca centrale "forte" a supporto del debito pubblico periferico.

### **Considerazioni macroeconomiche che influenzano la politica delle Banche Centrali**

A livello globale e per i Paesi sviluppati, la politica monetaria fortemente espansiva da alcuni anni si sta muovendo verso ruoli fiscali e sociali per il riassorbimento della disoccupazione (anche in forma indiretta, es. finanziando debito pubblico usato per sussidi). Il problema più evidente è che gli shock di offerta non sono contrastabili se non al prezzo di creare inflazione. In questo contesto non si può avere stabilità dei prezzi e al tempo stesso finanziamento del deficit pubblico, difficilmente i due obiettivi possono convivere. Questo trade-off non può che portare a tentativi di equilibrismo tra l'acquisto diretto di titoli di debito pubblico ma senza un rialzo dei tassi e l'opposto, non a entrambe le soluzioni. La politica dei tassi di interesse a zero (ZIRP) non può contrastare la mancanza di componenti, materie prime, semilavorati e lavoratori.

Supponiamo che, dopo l'interruzione delle politiche di acquisto di titoli di debito, si accenni a un graduale rialzo dei tassi: nell'immediato futuro osserveremmo una rivalutazione negativa di (quasi) tutti gli asset rischiosi a duration media e alta perché cambierebbe la curva di sconto. Se vi fosse una successiva marcia indietro da parte delle Banche Centrali, ci troveremmo nuovamente in uno scenario di shock di offerta con ZIRP (Zero Interest Rate Policy); in tale contesto, successivi e inevitabili stimoli monetari si scaricherebbero su:

- rialzo dei prezzi degli immobili ma senza accrescimento della ricchezza delle famiglie, perché non sarebbero le famiglie a sostenere la domanda con i loro acquisti;
- ricorso al debito pubblico e privato;
- rialzo dei corsi azionari mediante la leva del buyback finanziato con debito.

Infine, riteniamo che la mancanza di figure professionali nei prossimi mesi diventerà un tema caldo e le conseguenze più rilevanti in ordine cronologico saranno:

1. aumento dei costi di produzione, diretti e indiretti;
2. traslazione dei costi in misura variabile sui consumatori;
3. distruzione della domanda;
4. tagli di occupazione per volontà delle imprese di tutelare il proprio equilibrio economico.

In questo momento dette considerazioni sono già in parte o in tutto nelle posizioni degli operatori di mercato, e quindi in larga parte già scontate nei prezzi attuali. Per quanto riguarda possibili framework operativi, modelli di "nowcasting" possono aiutare a marcare a giro più stretto l'evoluzione di PIL e CPI. Introducendo anche i tassi di interesse nel framework, eventuali disallineamenti anomali sarebbero un campanello d'allarme da non sottovalutare.

*Articolo pubblicato su [quaestiocapital.com](http://quaestiocapital.com)*

## Cambiare tutto, per non cambiare nulla: boutades oltre il QE

di Mario Baronci, Head of Multi Asset & ESG

Si narra che Tantalo per i suoi misfatti fu punito dagli Dei con una fame insaziabile: stessa sorte toccata alle Banche Centrali, che scontano però colpe altrui.

Qualunque sia la latitudine, almeno due obiettivi sono di pertinenza dei Governatori: la stabilità monetaria (i Prezzi) e quella finanziaria (la tutela del Risparmio, il funzionamento dei Mercati e la solvibilità degli Attori). Sugli altri obiettivi si trova maggiore disparità: il terzo obiettivo della Bank of England ad esempio, agevolare la sconfitta dei Francesi, è stato messo in sordina dopo il 1694, ma dopo la Brexit non si sa mai.

Per raggiungere tali scopi, convenzionali o meno, le politiche o sono restrittive o sono accomodanti: misure di segno opposto non possono logicamente coesistere. Calandoci nell'attualità, prima di alzare i tassi andranno smessi gli acquisti di titoli, che coprono attualmente gran parte della voracità dei vari Tesori, ricordata all'inizio.

Il problema è proprio questo "delta t", il tempo che intercorre fra la fine degli acquisti e l'inizio dei rialzi.

Considerando il periodo più recente, dal lunedì nero dell'ottobre 1987 alla Pandemia da Covid-19, si conta mediamente una crisi ogni 18 mesi: senza scomodare Cassandra, statisticamente c'è poco spazio per un tapering morbido, che in Europa per distinguerci, ma solo nella forma, chiamiamo "calibrazione".

Ne discende che difficilmente i tassi verranno variati molto, soprattutto in Europa, perché ne mancherà il tempo o l'occasione; come corollario il finanziamento del deficit rimarrà soprattutto monetario. D'altra parte questa è la conseguenza, anche questa necessaria, della decisione di affidarsi ad un sistema di monete "fiat" che ha appena compiuto 50 anni, portati decisamente male.

Come se ne viene fuori?

La Banca Popolare Cinese, paradossalmente lungimirante, sta cercando di ancorare in modo surrettizio la propria valuta all'oro, tramite acquisti e smussando la volatilità del rapporto Renminbi/Oro: una sorta di "Canton Woods" in salsa agrodolce.

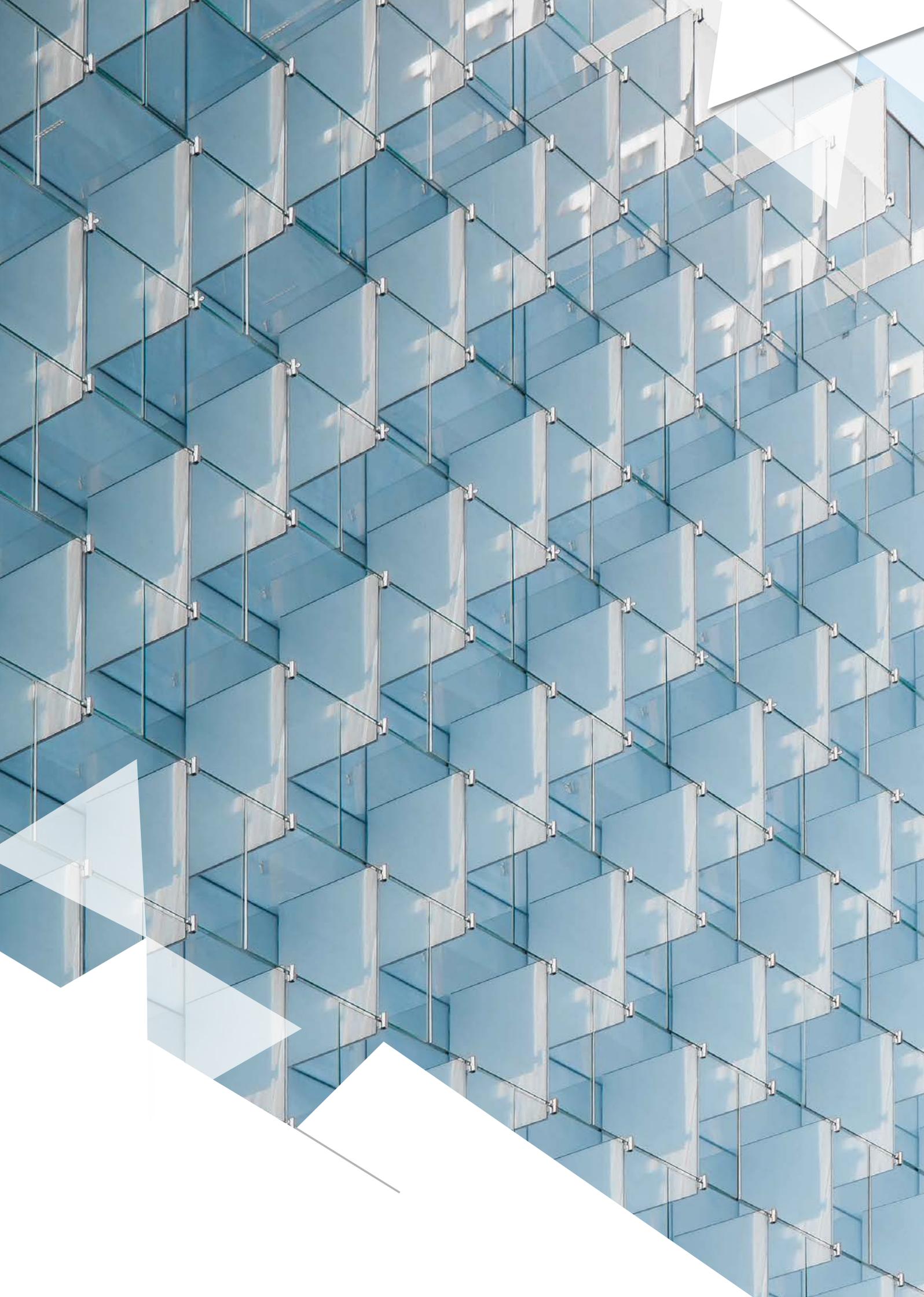
Scartato l'utilizzo del Bitcoin, che sconta il vizio di fondo di essere un'unità di conto praticamente deflattiva dato l'ammontare fisso ed immutabile dell'offerta, se ne può tuttavia sfruttare la filosofia. Con l'adozione universale delle CBDCs (Central Bank Digital Currencies) una volta rimosso l'uso della cartamoneta, come nei Paesi Nordici, sarà un gioco da nulla imporre tassi diversi da zero: molto negativi per stimolare o molto elevati per sgonfiare le bolle. Keynes Vs Scuola Austriaca, ma 2.0. Correndo con la fantasia si potrà perfino attuare un mondo distopico alla Silvio Gesell (volevamo farci mancare un marxista?): un mondo in cui il valore delle disponibilità liquide decade progressivamente ed inesorabilmente, inducendo a spendere.

Che si esca dall'attuale impasse con la moneta deperibile? Difficile, ma ovunque ci si diriga ci vorrà parecchia fantasia al potere da parte delle Banche Centrali.

Un secondo eroe del mito caratterizzato da una fame insaziabile, Erisitone, molto meno famoso del primo, per placare la sua fame finì per divorare sé stesso. Che è forse la via di uscita più elegante di tutte: l'eutanasia del Governo/Leviatano.

*Articolo pubblicato su [quaestiocapital.com](http://quaestiocapital.com)*







## 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 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 credit, 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 © 2021/2022 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)**