

OUTLOOK 2024

# Goldilocks economy: la giusta uscita di scena

# Indice

<b>PROSPETTIVE D'INVESTIMENTO</b>	<b>3</b>
1. Introduzione	4
2. Tre scenari	5
3. Quattro fattori	7
4. Prospettive dei mercati finanziari	13
5. Sintesi	19
<b>PROSPETTIVE D'INVESTIMENTO SOSTENIBILE</b>	<b>20</b>
1. Introduzione	21
2. Le cinque normative di maggiore impatto sull'investimento sostenibile	24
3. Previsioni sulla crescita del mercato delle obbligazioni ESG nel corso del prossimo anno	27
4. Azionariato attivo: cosa aspettarsi dalla stagione delle AGM del 2024?	29
5. Conclusione	31

Materiale di marketing per investitori professionali

Novembre 2023

# Prospettive d'investimento

La previsione di un atterraggio morbido è diventata la narrazione di gran lunga più diffusa. Secondo questa narrazione, Powell e Lagarde hanno la rara opportunità di sconfiggere l'inflazione senza affossare l'economia con un aumento della disoccupazione. Questo risultato ci sembra a dir poco fiabesco.

# 1. Introduzione: ingannati dai ritardi delle variabili

Gli economisti in genere sono convinti che la realtà economica risponda a principi deterministici ma, come ha sottolineato l'analista del rischio Nassim Taleb, l'aleatorietà delle cose potrebbe coglierci tutti alla sprovvista.

Nel 2022 la maggior parte degli economisti (tra cui noi) prevedeva una recessione dell'Eurozona e degli Stati Uniti nei 12 mesi successivi. La probabilità incondizionata di una recessione dell'economia statunitense sembrava elevatissima. Oltre ai segnali provenienti da una serie di indicatori affidabili, come l'inversione della curva dei rendimenti USA, uno studio pubblicato nell'aprile 2022 ci ricordava che in passato gli Stati Uniti hanno sempre registrato una recessione quando l'inflazione ha superato il 5% e la disoccupazione si è collocata al di sotto del 5% su base trimestrale.

La storia insegna anche che una politica monetaria fortemente restrittiva, come quella adottata dalla Fed all'inizio del 2022, ha spesso comportato un trade-off pronunciato tra la riduzione dell'inflazione da un lato e l'aumento della disoccupazione dall'altro. Un atterraggio duro dell'economia statunitense sembrava quasi inevitabile.

Eppure, a dispetto di ogni logica economica, nel 2023 l'economia degli Stati Uniti ha dato prova di sorprendente tenuta, evidenziando una rara combinazione di tassi di disoccupazione sui minimi storici nonostante la progressiva disinflazione e il ciclo di inasprimento monetario più aggressivo degli ultimi quarant'anni. Questa "immacolata disinflazione", quale definita da Bernanke e Blanchard, non è rimasta circoscritta agli Stati Uniti.<sup>1</sup> Anche nell'Eurozona è in corso un analogo processo di disinflazione, mentre la disoccupazione nell'area monetaria ha raggiunto il 6,4%, il livello più basso di sempre. La spesa per consumi è rimasta sostenuta più a lungo del previsto.

La previsione di un atterraggio morbido è diventata la narrazione di gran lunga più diffusa. Secondo questa narrazione, Powell e Lagarde hanno la rara opportunità di sconfiggere l'inflazione senza affossare l'economia con un aumento della disoccupazione. Le proiezioni della Fed indicano un tasso di disoccupazione mediano del 4,1% per il 2024 e un'inflazione misurata sul PCE core del 2,6%. Questo risultato ci sembra a dir poco fiabesco.

<sup>1</sup> Blanchard, O. e Bernanke, B., What Caused the Us Pandemic-Era Inflation? (Giugno 2023). NBER Working Paper n. w31417, disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4497998>

## 2. Tre scenari

### Scenario di base

A nostro avviso il 2024 segnerà il canto del cigno di questa immacolata disinflazione. Il prossimo anno vedrà probabilmente un ristagno delle economie del G7, in quanto gli elevati tassi reali inizieranno a incidere sull'attività economica, erodendo il potere di spesa dei consumatori e spiazzando gli investimenti aziendali. Tuttavia, la relativa solidità dei bilanci di famiglie e imprese impedisce una recessione classica. La Cina si trova alle prese con un quadro macro totalmente diverso, in quanto cerca di scongiurare un processo di "giapponesizzazione" con un approccio frammentario allo stimolo economico. Il paese è riuscito finora a evitare una deflazione conclamata, ma la continua tendenza al ribasso delle vendite e dei prezzi delle abitazioni impedisce una ripresa sostenibile dei consumi interni.

Mentre nelle economie avanzate una crescita dell'attività reale inferiore al trend provocherà inizialmente un'ulteriore diminuzione dell'inflazione complessiva, il tasso core in ultima analisi non riuscirà a scendere stabilmente al di sotto del 3%. Ora che l'inflazione si colloca su livelli più bassi, la ripida curva di Phillips, che è stata il motore principale della narrazione sull'immacolata disinflazione nel 2023, tornerà ad appiattirsi; ridurre l'inflazione dal 3% al 2% avrà quindi un costo maggiore in termini di disoccupazione e si rivelerà molto più difficile. Inoltre, i prezzi alla produzione, che hanno fatto scendere l'inflazione complessiva nel 2023, torneranno a salire nel 2024 sulla scia di una modesta ripresa del ciclo manifatturiero globale, dell'aumento della domanda esterna cinese e dei rincari dei beni energetici. In aggiunta, al diminuire dell'intensità del commercio globale, il processo disinflazionistico ultradecennale innescato dalla globalizzazione si sta trasformando in una spinta inflazionistica per i produttori. Anche la crescente propensione delle aziende a internalizzare la propria impronta di carbonio pone un freno alla disinflazione.

I banchieri centrali delle piccole economie aperte tendenti ad anticipare il ciclo economico, come l'olandese Klaas Knot, hanno accolto con favore il passaggio da un'immacolata disinflazione a una rara "stagflazione coincidente con la piena occupazione" che si è instaurata quando i Paesi Bassi sono entrati formalmente in recessione nel secondo trimestre del 2023. Lo stesso potrebbe accadere nel resto d'Europa all'inizio del 2024. Benché nelle economie del G7 un'immacolata disinflazione possa essere dapprincipio seguita da una forma di stagflazione benigna, è probabile che questo equilibrio macroeconomico si riveli altamente instabile. In ultima analisi, l'impatto degli alti tassi di interesse per un periodo prolungato innescherà una transizione più funesta in vista del 2025, poiché le crepe iniziali nel mercato del lavoro si allargheranno fino a diventare fratture vere e proprie, con un aumento della disoccupazione dell'1-2% anziché dello 0,3% come previsto da Fed e BCE per il 2024.

*“ A nostro avviso il 2024 segnerà il canto del cigno di questa immacolata disinflazione*

### Scenari alternativi

Il nostro scenario rialzista prevede un "atterraggio morbido con posti di lavoro in abbondanza" per le economie del G7. L'immacolata disinflazione prosegue, sempre più stimolata dalle indicazioni che i costi unitari del lavoro sono tenuti sotto controllo dai progressi della produttività, grazie all'adozione diffusa dell'IA. L'inflazione core scende nell'intervallo del 2-2,5%, permettendo alle banche centrali di ridurre i tassi. L'intensa attività diplomatica di Biden con la Cina spiana la strada a una distensione dei rapporti. Gli utili riprendono quota a partire dal primo trimestre del 2024 grazie alla riaccelerazione delle vendite e al ritorno del pricing power. Gli spread e i multipli azionari si riducono e la correlazione tra obbligazioni e azioni diventa nuovamente negativa.

Nel nostro scenario ribassista, "la stagflazione si fa sentire", il mondo si trova alle prese con un altro shock negativo dell'offerta derivante dalle turbolenze geopolitiche, molto probabilmente da un'escalation del conflitto israelo-palestinese. L'impennata dei prezzi del petrolio si rivela temporanea, ma spinge comunque l'economia mondiale in una vera e propria recessione, mentre l'inflazione rimane superiore al target delle banche centrali. Questo impedisce alle autorità monetarie di tagliare i tassi di 400 pb, come fanno di solito durante una recessione. Gli utili diminuiscono del 20%, gli spread dei titoli high yield aumentano a dismisura e i mercati azionari entrano in una nuova fase ribassista.

### 3. Quattro fattori da considerare

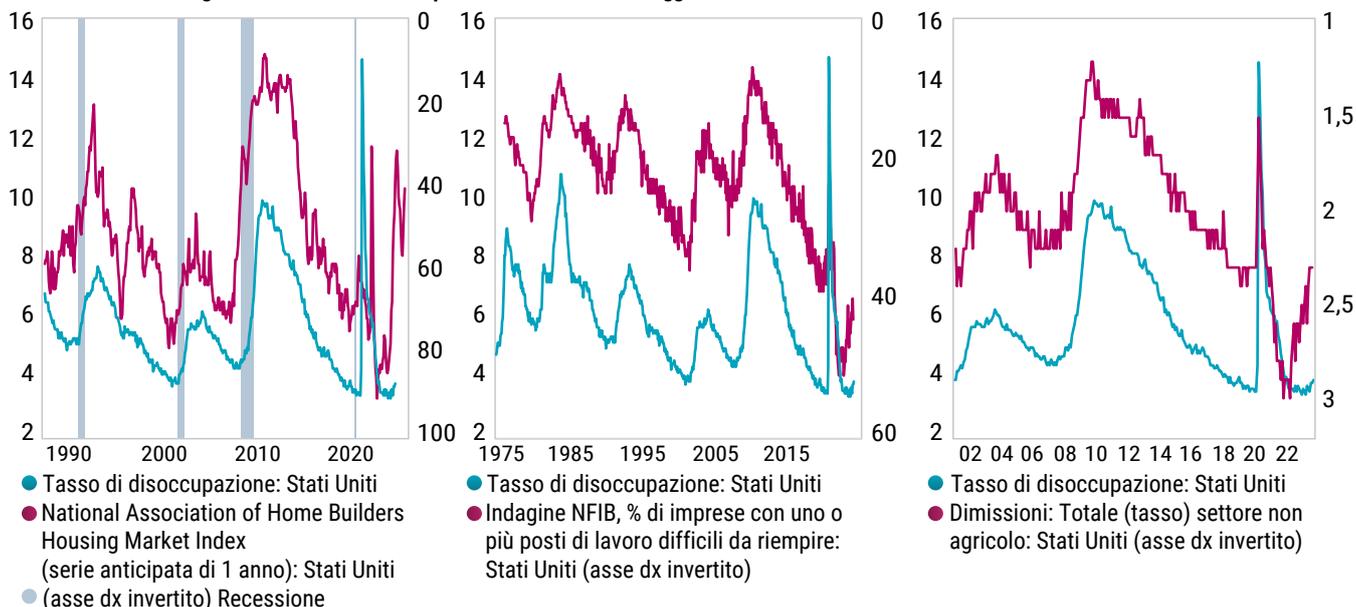
Entrando nel dettaglio del nostro scenario di base, riteniamo che la narrazione diffusa di un atterraggio morbido sarà messa in discussione, poiché quattro fattori che hanno tenuto sorprendentemente a galla l'economia globale nel 2023 sono destinati a svanire nei prossimi 6-12 mesi.

#### 1. Un'ulteriore disinflazione coincidente con maggiori perdite di posti di lavoro

Finora le banche centrali hanno affrontato la parte facile del processo di disinflazione e ora si trovano alle prese con quella più difficile. Quando l'inflazione iniziale è elevata, come nell'ultimo anno, il costo della disinflazione in termini di perdita di posti di lavoro è piuttosto basso, perché in un contesto del genere la curva di Phillips è alquanto ripida. Gli aumenti dei tassi di interesse eliminano inizialmente l'eccesso di posti vacanti presenti in un'economia surriscaldata, senza ridurre direttamente i posti di lavoro effettivi. Inoltre, gli studi più recenti dimostrano che anche la deglobalizzazione e la digitalizzazione conferiscono maggiore ripidità alle curve di Phillips. Tuttavia, una volta che l'inflazione scende su livelli più bassi, la curva di Phillips si appiattisce, per cui la disinflazione inizia a provocare una perdita di occupazione proporzionalmente maggiore rispetto a quando l'inflazione era elevata.

Nel caso degli Stati Uniti, i nostri calcoli rivelano che per ridurre l'inflazione di 25 punti base (pb) è necessario di norma un aumento della disoccupazione dell'1% su base annua, mentre negli ultimi 12 mesi per ridurre l'inflazione di 25 pb è bastato un aumento della disoccupazione inferiore allo 0,1%, poiché la curva di Phillips era estremamente ripida. Pertanto l'ultimo miglio della lotta all'inflazione, in cui le banche centrali dei mercati sviluppati saranno impegnate ad abbattere la crescita dei prezzi dal 4% al 2%, sarà probabilmente caratterizzato da perdite crescenti di posti di lavoro con la normalizzazione

**Figura 1: Tre indicatori anticipatori con lo stesso messaggio: il mercato del lavoro USA è destinato a raffreddarsi**



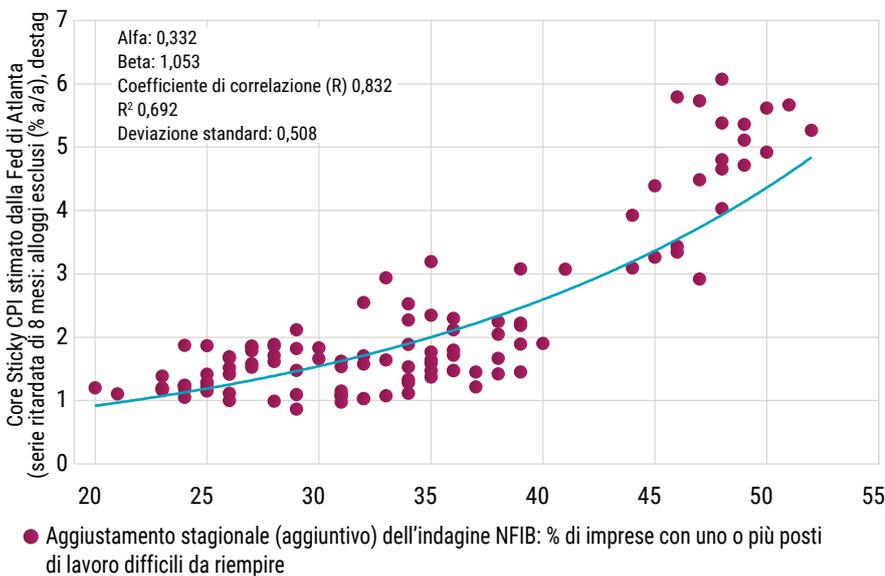
Fonte: LSEG Datastream, Robeco

della curva di Phillips. Nell'Eurozona abbiamo già osservato un brusco calo dei posti di lavoro vacanti in Germania e in Spagna, mentre nel nostro scenario di base tre indicatori anticipatori del mercato del lavoro USA potrebbero finire facilmente per collocarsi in una forbice del 5-6% nel 2024. Il calo delle dimissioni volontarie, l'indebolimento del sentiment nel mercato immobiliare e la diminuzione dei posti vacanti segnalata dai datori di lavoro indicano che la situazione del mercato del lavoro statunitense è sul punto di cambiare.

**Il mercato del lavoro si raffredderà in misura sufficiente? Le banche centrali potrebbero essere restie a ridurre i tassi se l'inflazione core rimane vischiosa.**

Prevediamo quindi una stagnazione delle economie sviluppate nel 2024 al venir meno della spinta prodotta da un mercato del lavoro surriscaldato. Tuttavia, anche con un aumento della disoccupazione coerente con quanto suggerito dagli indicatori anticipatori in questa fase, l'inflazione core potrebbe rimanere ferma intorno al 3% nel 2024. Questa svolta stagflazionistica non sarà apprezzata dalla Fed, che sarà riluttante a tagliare i tassi. Ad esempio, l'indicatore anticipatore della NFIB "Uno o più posti di lavoro difficili da riempire" dovrebbe scendere ancora al di sotto del livello del 40% affinché l'inflazione core al netto degli alloggi possa calare verso il 2%.

**Figura 2: Serve molta capacità inutilizzata nel mercato del lavoro per riportare l'inflazione core USA (alloggi esclusi) al 2%**



Fonte: LSEG Datastream, Robeco

**2. Calo dell'immunizzazione rispetto ai tassi**

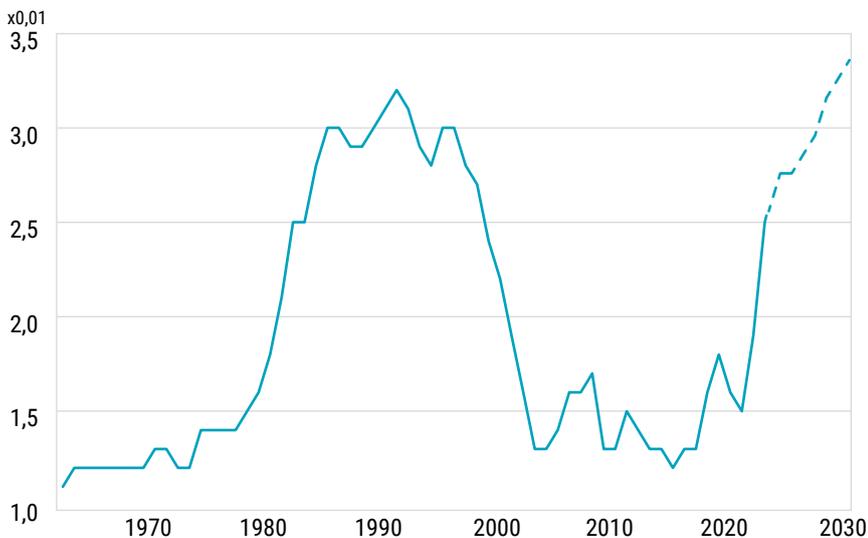
Gli emittenti sovrani, le imprese e le famiglie sono riusciti ad assicurarsi tassi di interesse molto bassi nell'era del QE e nel periodo successivo alla pandemia, allungando al contempo la durata dei propri debiti e riducendo così la propria sensibilità a un contesto di tassi d'interesse in aumento. La fase di deleveraging successiva alla crisi finanziaria globale si è caratterizzata inoltre per uno spostamento verso i finanziamenti a tasso fisso. Negli ultimi anni i mercati dei capitali hanno funzionato molto bene, agevolando l'indebitamento di famiglie e imprese e fornendo abbondanti finanziamenti a basso costo che hanno tenuto in vita anche le aziende decotte. Nei 2021 si è registrato il minimo storico di morosità sia nel settore delle famiglie che in quello delle aziende, ma da quando

Le banche centrali hanno avviato il ciclo di inasprimento nel 2022 le inadempienze hanno ripreso a salire. L'efficacia dell'immunizzazione a un aumento dei tassi d'interesse è destinata a diminuire ulteriormente.

**Emittenti sovrani: i nuovi collocamenti netti hanno un prezzo salato**

È probabile che i collocamenti netti degli emittenti sovrani aumentino bruscamente nel 2024, quando il fabbisogno netto di liquidità potrebbe arrivare al 15%. Con i rendimenti sovrani sui massimi degli ultimi 15 anni, questa attività di emissione potrebbe diventare costosa per diversi motivi. In primo luogo, i collocamenti lordi sono destinati a salire, anche in conseguenza delle politiche di bilancio espansive adottate dopo la pandemia. La continua espansione fiscale con una crescita del PIL reale già superiore al trend impedisce il raffreddamento economico necessario a riportare l'inflazione USA sotto controllo. I timori di uno sfioramento del bilancio hanno contribuito in parte al recente "bear steepening" della curva dei rendimenti statunitense. Un ulteriore declassamento del rating americano, dovuto a uno sfioramento del bilancio o ad un'inflazione core più vischiosa del previsto (2,6% per l'inflazione di fondo misurata sul PCE entro il 2025), potrebbe tenere i trader obbligazionari con il fiato sospeso. In secondo luogo, ad aumentare l'offerta netta di titoli di Stato contribuiranno anche le banche centrali che intendono ridurre ulteriormente le dimensioni del proprio bilancio nel corso del 2024. Ad esempio, è probabile che la BCE rivaluti l'opportunità di continuare a reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza del portafoglio del PEPP all'inizio del 2024. In terzo luogo, anche la maggiore spesa per interessi sul debito in essere si traduce in un aumento delle emissioni. Per gli Stati Uniti, le stime del CBO indicano che gli esborsi netti per interessi del Tesoro statunitense ammonteranno al 2,7% del PIL nominale nel 2024, il livello più alto dal 1998. Finché gli sforzi di bilancio degli Stati Uniti saranno sempre più indirizzati verso categorie con un moltiplicatore fiscale basso o addirittura negativo (la spesa per la difesa rientra notoriamente in quest'ultima categoria), un orientamento di politica fiscale prociclico si rivelerà in definitiva controproducente.

**Figura 3: Il lascito della sregolatezza fiscale**



● Indagine CBO FCST, proiezione della spesa per interessi netti in % del PIL nominale: Stati Uniti

Fonte: LSEG Datastream, Robeco

### **Imprese: la decompressione degli spread inizia a riflettere il rischio di rifinanziamento**

Quanto alle imprese, gli emittenti di debito investment grade (IG) e high yield (HY) andranno incontro a un "muro di scadenze" nel 2025-2026 e saranno costretti a rivolgersi al mercato già il prossimo anno con l'avvicinarsi delle date di rinnovo del debito. Attualmente la BRI prevede un muro di scadenze più pronunciato per gli emittenti IG nel 2024 e avverte che "anche i bilanci più solidi sono destinati a risentire dell'aumento dei tassi". Diversi indicatori suggeriscono che qualcosa bolle in pentola e che la stretta monetaria ha iniziato a farsi sentire. Anche se negli Stati Uniti fallimenti societari sono aumentati del 29% dal terzo trimestre del 2022, il costo crescente del capitale nel Regno Unito è ora citato più spesso come il freno principale alla spesa per investimenti delle imprese. In Germania le insolvenze sono salite del 37% rispetto allo scorso anno. Il mercato HY ha iniziato a prestare attenzione. In settembre gli spread si sono allargati, ma rimangono al di sotto dei livelli coerenti con una lieve recessione. Un'ulteriore decompressione degli spread dei titoli corporate nel 2024 dovrebbe riflettere il deterioramento della qualità dei bilanci dovuto al peggioramento degli indici di copertura degli oneri finanziari.

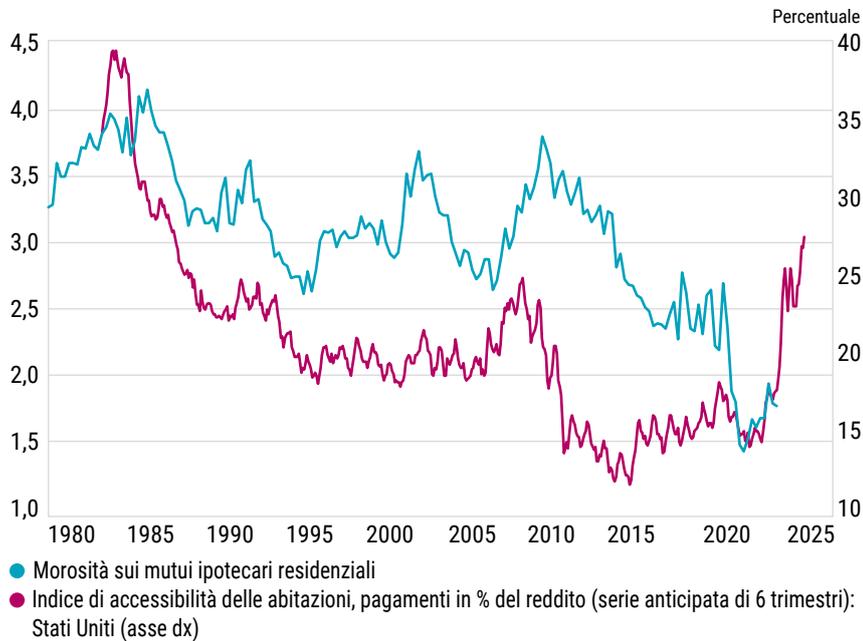
### **Famiglie: capacità di indebitamento in via di esaurimento**

Un fenomeno analogo è visibile nel settore delle famiglie. Le morosità sui mutui ipotecari sono aumentate rispetto al minimo storico del 2021, ma rimangono contenute all'1,75%. Tuttavia, se consideriamo il pagamento delle rate dei mutui in percentuale del reddito delle famiglie statunitensi, è probabile che le morosità aumentino, anche se potrebbero non raggiungere un picco prima del 2025. Un ulteriore peggioramento dell'accessibilità economica delle abitazioni negli Stati Uniti (attualmente al livello più basso dal 1985, con il 26% del reddito destinato al pagamento dei mutui) potrebbe raffreddare la domanda di unità abitative e intaccare l'effetto ricchezza derivante dal patrimonio immobiliare.

Negli Stati Uniti si prevede un ulteriore indebolimento dei consumi, in quanto i risparmi in eccesso sono stati esauriti, ma sono al momento compensati da un'impennata del credito rotativo al consumo. Il ricorso all'indebitamento, tuttavia, è sempre più ostacolato dal livello proibitivo dei tassi di interesse sui prestiti concessi ai consumatori. Il valore del patrimonio immobiliare sembra aver raggiunto il picco, eliminando un ulteriore fattore d'impulso alla spesa per consumi. Di conseguenza, di recente i volumi delle vendite al dettaglio negli Stati Uniti si sono appiattiti e prevediamo che nel 2024 la crescita dei consumi scenderà su un livello inferiore al trend, con un tasso di espansione annuo dell'1%.

Nell'area euro il ciclo dei consumi si trova in una fase più avanzata di quello statunitense, facendo registrare un calo dei volumi delle vendite al dettaglio. Ne consegue anche che le prospettive di un ulteriore calo dei consumi nel 2024 sono più limitate rispetto agli Stati Uniti. L'aumento dei salari reali dovrebbe essere seguito da una stabilizzazione dei consumi; tuttavia, gli alti costi dell'energia, l'aumento delle spese di rifinanziamento dei mutui e un lieve deterioramento della sicurezza occupazionale limiteranno probabilmente la disponibilità a spendere gli accresciuti redditi reali. Ciò potrebbe mantenere invariata la recente tendenza al rialzo del tasso di risparmio nell'Eurozona, dove la disoccupazione potrebbe aumentare dello 0,5-1% in vista del 2025.

**Figura 4: Le morosità delle famiglie statunitensi sono destinate ad aumentare**



Fonte: LSEG Datastream, Robeco

### 3. Quadro (geo)politico impegnativo nel 2024

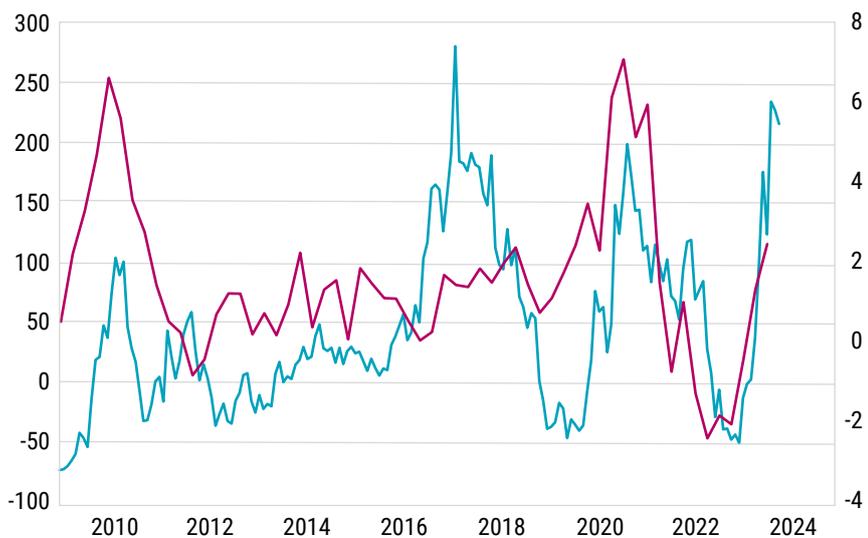
Il 2024 sarà un anno di importanti appuntamenti elettorali nel G7: dal 6 al 9 giugno si terranno le elezioni del Parlamento europeo e il 5 novembre sono in programma le presidenziali statunitensi. Le due tornate elettorali potrebbero rivelarsi tra le più conflittuali della storia democratica, considerando le conseguenze dell'assalto al Campidoglio del 6 gennaio 2021, l'ascesa dei partiti di estrema destra in Europa, le guerre in atto in Ucraina e in Medio Oriente e i rapporti tesi tra Occidente e Cina. Per i mercati finanziari è difficile prevedere l'esito degli eventi geopolitici. Tuttavia, anziché cercare di fare pronostici sui i risultati, i mercati dovrebbero concentrarsi sul prezzare correttamente i rischi associati ai possibili esiti. Finora abbiamo osservato una reazione sottotono ai potenziali rischi economici derivanti da una crescente frammentazione dell'ordine mondiale. Riteniamo che l'incertezza sulle politiche economiche globali continuerà ad aumentare nel breve termine, il che dovrebbe giustificare anche un aumento dei premi al rischio delle attività finanziarie.

*“ Se i dati sono il nuovo oro, l'intelligenza artificiale (IA) generativa è essenziale per migliorare l'estrazione di informazioni*

#### 4. L'IA sarà all'altezza dell'entusiasmo che sta suscitando

Se i dati sono il nuovo oro, l'intelligenza artificiale (IA) generativa è essenziale per migliorare l'estrazione di informazioni. Le quotazioni di NVIDIA, un importante produttore di chip che di fatto fornisce "le pale e i picconi" per i motori di IA, sono quasi triplicate dall'inizio dell'anno. Ciò dimostra che è in corso una vera e propria corsa all'oro dei tempi nostri, che potrebbe prolungare l'attuale fase di disinflazione benigna dando un gradito impulso dal lato dell'offerta all'economia globale e riducendo i costi unitari del lavoro. Secondo l'IBM Global AI Adoption Index, nel 2022 solo un'impresa su cinque a livello mondiale non aveva in programma di adottare l'IA. Tuttavia, il potenziale favorevole in termini di offerta derivante dall'adozione dell'IA non si è ancora palesato nei dati del 2023 sulla produttività. Alla fine del secondo trimestre la crescita della produttività negli Stati Uniti era ferma all'1,4% (anno su anno), al di sotto della media dell'1,9% successiva alla rivoluzione industriale. Per parafrasare Robert Solow, l'IA è visibile ovunque fuorché nelle statistiche sulla produttività.

**Figura 5: La performance strabiliante registrata di recente da NVIDIA preannuncia un miglioramento della produttività negli USA?**



● Variazione % su 1 anno delle quotazioni NVIDIA  
 ● Variazione % su 1 anno del prodotto orario di tutti gli occupati, settore privato: Stati Uniti (asse dx)

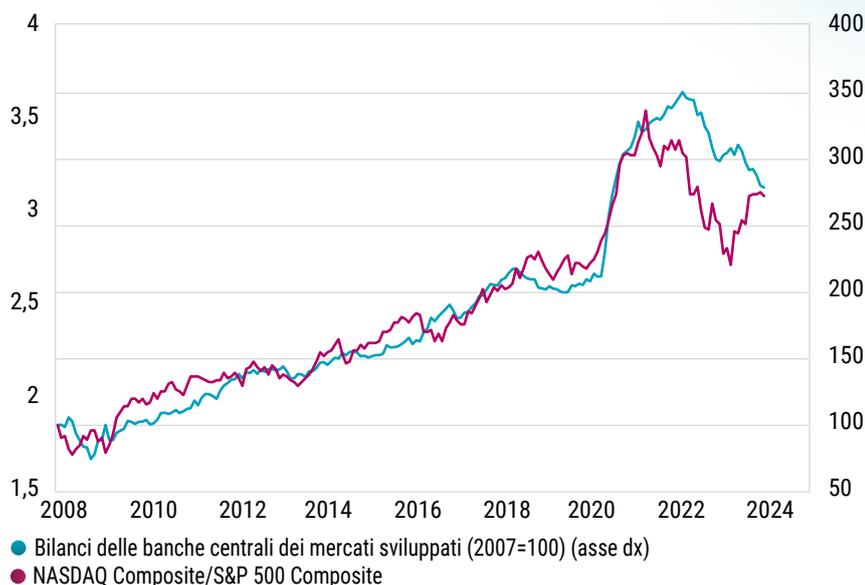
Fonte: LSEG Datastream, Robeco

L'aumento del costo del capitale ostacolerà in misura sempre maggiore le spese per investimento necessarie specialmente alle aziende più piccole per avanzare verso la frontiera tecnologica nel 2024. La debolezza nei segmenti cloud dei clienti di NVIDIA nel corso del terzo trimestre potrebbe indicare che l'entusiasmo per l'IA si sta affievolendo. Più in generale, le intenzioni di spesa in conto capitale negli Stati Uniti sono crollate, segnalando una probabile diminuzione del contributo degli investimenti fissi al PIL nel corso del prossimo anno. Pertanto, non è detto che un'adozione diffusa dell'IA garantisca un'ulteriore disinflazione favorevole. Tuttavia, storicamente il miglioramento della produttività segue con evidente ritardo il ciclo di investimenti iniziale. Alcune ricadute tecnologiche positive derivanti dai passati investimenti nell'IA potrebbero fare capolino nei dati sulla crescita della produttività del G7 nel 2024.

## 4. Prospettive dei mercati finanziari

Le condizioni finanziarie sono rimaste accomodanti per tutto il 2023, nonostante il significativo inasprimento della politica monetaria. La liquidità, misurata dal rapporto M2/PIL, è diminuita ma è rimasta comunque al di sopra dei livelli pre-Covid. Inoltre, l'immacolata disinflazione ha fornito una spinta sostenuta alla performance degli asset rischiosi, mentre la crescita degli utili si è rivelata superiore alle attese.

**Figura 6: I titoli tecnologici sono finora riusciti a ignorare il calo della liquidità in eccesso**



Fonte: LSEG Datastream, Robeco

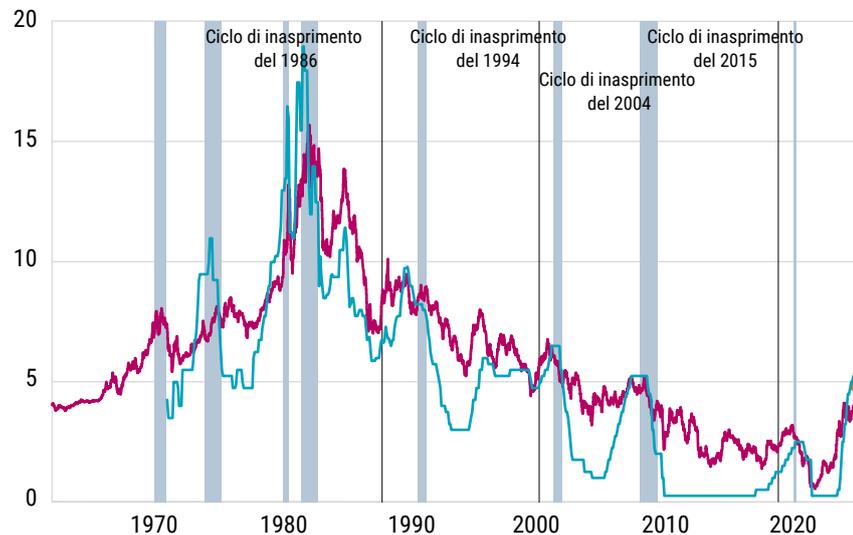
### Prospettive di obbligazioni e tassi: la tendenza all'irripidimento non si ferma

Le banche centrali mantengono un orientamento insolitamente intransigente. Ad esempio, la Fed è solita tagliare i tassi di interesse ogni volta che l'ISM scende al di sotto di quota 50, anche quando l'inflazione è ancora superiore al target (l'eccezione è rappresentata dall'era Volcker nei primi anni '80). Tuttavia, profilandosi a nostro avviso la fine dell'immacolata disinflazione, ci stiamo avvicinando a una fase del ciclo di politica monetaria in cui il trade-off tra il perseguimento del target d'inflazione e il mantenimento della piena occupazione diventa più pronunciato. Le banche centrali si fermeranno su un plateau, sottolineando che i tassi rimarranno elevati per un periodo prolungato in attesa di vedere come si assesterà la situazione. In ogni caso, mentre la pausa dei rialzi potrebbe durare più a lungo di quanto attualmente scontato nella curva dei futures sui Fed Fund, il cambio di marcia potrebbe essere repentino, tanto che il tasso di policy della Fed potrebbe scendere al di sotto del 4.75% previsto dal mercato entro la fine del 2024.

Gli investitori obbligazionari globali hanno vissuto un altro anno difficoltoso, poiché all'inizio del 2023 non si è registrato il picco dei rendimenti obbligazionari sovrani che era stato ampiamente previsto. L'emergere di una narrazione improntata a tassi di policy su livelli elevati per un periodo prolungato e i timori per uno sfioramento dei conti pubblici negli Stati Uniti hanno fatto schizzare i rendimenti decennali USA al 5%. Il picco dei rendimenti potrebbe essere ancora lontano, ora che le banche centrali, con un approccio dipendente dai dati, si stanno assestando sul plateau dei tassi di policy, lasciando al

mercato obbligazionario il compito di capire se sia necessaria un'ulteriore azione in assenza di una chiara forward guidance. Neppure il mercato obbligazionario giapponese potrà sfuggire a questa dinamica. La storia mostra che negli ultimi cicli il rendimento decennale USA ha raggiunto un picco in prossimità del livello massimo dei tassi di policy, e dunque stavolta potrebbe toccare un picco di poco superiore al 5%. Finché il CPI statunitense non sarà sceso stabilmente al di sotto del 3%, le obbligazioni USA a lunga scadenza non offriranno una buona copertura dal rischio azionario.

**Figura 7: Probabile picco dei rendimenti decennali USA, ma inferiore a quello del tasso sui Fed Fund**



● Tasso obiettivo sui Federal Fund (EP): Stati Uniti ● Treasury USA decennali a scadenza costante  
● Recessione

Fonte: LSEG Datastream, Robeco

Con la momentanea sospensione dei rialzi dei tassi della Fed, un'ulteriore sorpresa positiva nell'economia statunitense potrebbe accentuare la tendenza al bear steepening della curva, un fenomeno che potrebbe essere altresì alimentato dai timori per l'offerta netta nel 2024, con uno sfioramento del bilancio che richiederebbe anche un premio a termine più elevato. La nostra analisi dimostra che le curve di solito diventano più ripide prima che l'economia entri in recessione; negli ultimi quattro cicli, infatti, si è registrato un differenziale medio di +60 pb tra i rendimenti dei Treasury USA a 10 anni e a 2 anni all'inizio di ciascuna recessione decretata dal NBER.

	<b>Spread 10-2 anni all'inizio della recessione (in %)</b>	<b>Spread 10-2 anni al momento del primo taglio dei tassi della Fed (in %)</b>
Lug '90	0,4	0,4
Mar '01	0,7	0,5
Dic '07	1,0	0,6
Feb '20	0,2	0,0
Media	0,6	0,4

Se la storia si ripete, nel 2024 la curva potrebbe evidenziare un ulteriore irripidimento, che però difficilmente si classificherebbe come un bear steepening (ossia trainato prevalentemente dal tratto a lunga della curva), soprattutto se ci stiamo avvicinando a un rallentamento degli Stati Uniti. Nella seconda metà del prossimo anno, quando le crepe nel mercato del lavoro statunitense si faranno più evidenti e le prospettive di un taglio dei tassi della Fed diventeranno più concrete, il bear steepening dovrebbe trasformarsi in un bull steepening, con un rally pronunciato del segmento a due anni. Di solito, nei 12 mesi successivi a un picco dei tassi di policy della Fed, i rendimenti dei Treasury USA a 10 anni diminuiscono di 60 pb. Mentre il tratto a lunga della curva nel Regno Unito e negli Stati Uniti sembra presentare valutazioni sufficientemente interessanti per assumere una posizione lunga sulla duration, i nostri modelli di valutazione sottolineano che il Bund a 10 anni è ancora sopravvalutato.

*“ Un buon punto di ingresso per l’HY potrebbe emergere nel 2024, dato che questa asset class presenta già valutazioni relativamente appetibili rispetto alle azioni*

Per quanto riguarda l’obbligazionario rischioso – segmenti investment grade e high yield – osserviamo che è iniziato il processo di decompressione degli spread, a partire tuttavia da livelli di valutazione elevati. Il nostro modello del fair value suggerisce che attualmente i titoli HY dovrebbero presentare differenziali di rendimento di 560 pb, anziché inferiori ai 500 pb. Persino in caso di lieve recessione, gli spread HY si attestano in genere tra i 700 e gli 800 pb. Un ampliamento degli spread HY globali di 200-300 pb nel 2024 non sarebbe incoerente con il riconoscimento, da parte del mercato, che il rischio di rifinanziamento è in aumento, mentre la copertura degli oneri finanziari continua a deteriorarsi a causa degli utili deludenti (cfr. la sezione dedicata alle azioni). Le società con livelli di liquidità superiori alla media saranno comunque relativamente protette. Un buon punto di ingresso per l’HY potrebbe emergere nel 2024, dato che questa asset class presenta già valutazioni relativamente appetibili rispetto alle azioni. Al contempo, i titoli HY tendono in genere a sovraperformare l’azionario su un orizzonte di 12 mesi una volta che gli spread superano i 700 pb.

#### Prospettive dei mercati azionari: rilevati ostacoli alla crescita degli utili

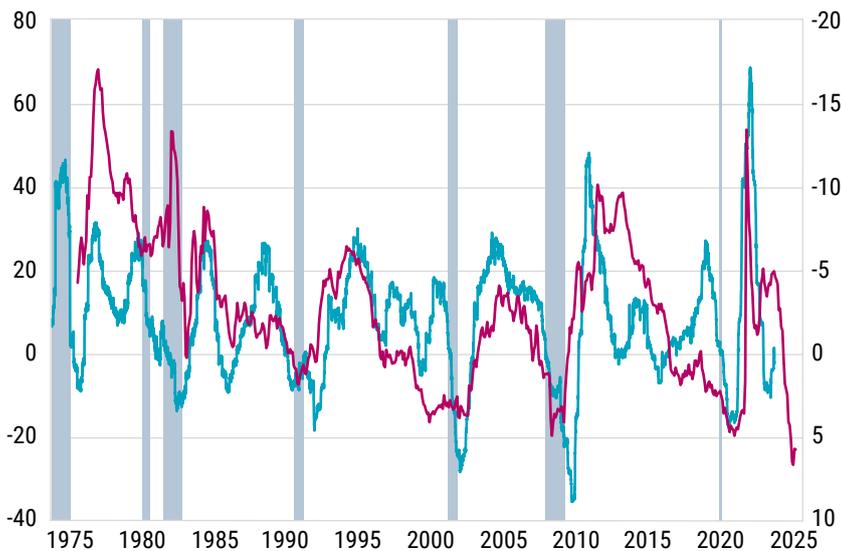
Riteniamo che le aspettative di consensus di una compressione dei multipli sul mercato azionario nel 2024 siano corrette alla luce dell’ulteriore diminuzione prevista della liquidità in eccesso, delle turbolenze geopolitiche che richiedono premi al rischio maggiori e dell’effetto negativo esercitato dal regime di tassi elevati per un periodo prolungato. Tuttavia, a nostro avviso, il mercato sovrastima la crescita degli utili. Durante un rallentamento dell’economia, di solito, sia i multipli che gli utili diminuiscono. L’attuale consensus sulla crescita prevista dell’utile per azione (EPS) dell’MSCI ACWI per il 2024, pari all’11,4%, è difficile da conciliare con la nostra idea di un ristagno generalizzato delle economie del G7 il prossimo anno. Dopo che i tassi di policy del G7 hanno raggiunto un picco, l’EPS dell’MSCI ACWI cala in genere del 2% nei sei mesi successivi e di quasi il 10% nell’anno seguente.

**EPS dell'MSCI AC World dopo il picco dei tassi di policy del G7**

	<b>6 mesi</b>	<b>12 mesi</b>
Feb '95	-5,3%	-16,2%
Dic '00	-3,2%	-21,3%
Ago '07	3,7%	2,2%
Dic '18	-1,7%	-4,0%
Media	<b>-1,6%</b>	<b>-9,8%</b>

Anche il nostro indicatore dell'inaspimento della Fed (differenza tra il tasso di policy effettivo e quello stimato dalla regola di Taylor) indica che gli utili complessivi si indeboliranno ancora prima che una ripresa sostenibile possa prendere piede.

**Figura 8: Il grado di inaspimento della Fed suggerisce un rischio al ribasso per le previsioni di consensus sull'EPS del 2024**



- Variazione % su 1 anno dell'EPS realizzato dell'S&P 500
- Tasso di policy effettivo della Fed meno tasso di policy stimato dalla regola di Taylor, serie anticipata di 18 mesi (asse dx invertito)
- Recessione

Fonte: LSEG Datastream, Robeco

In sintesi, i rischi per le previsioni di consensus sugli utili del 2024 sono a nostro avviso orientati al ribasso. Fa tuttavia eccezione l'Europa, dove le stime di consensus sulla crescita dell'EPS, pari al 3%, sembrano troppo pessimistiche, anche qualora si preveda solo una lenta ripresa dopo una lieve recessione dell'Eurozona tra la fine del 2023 e l'inizio

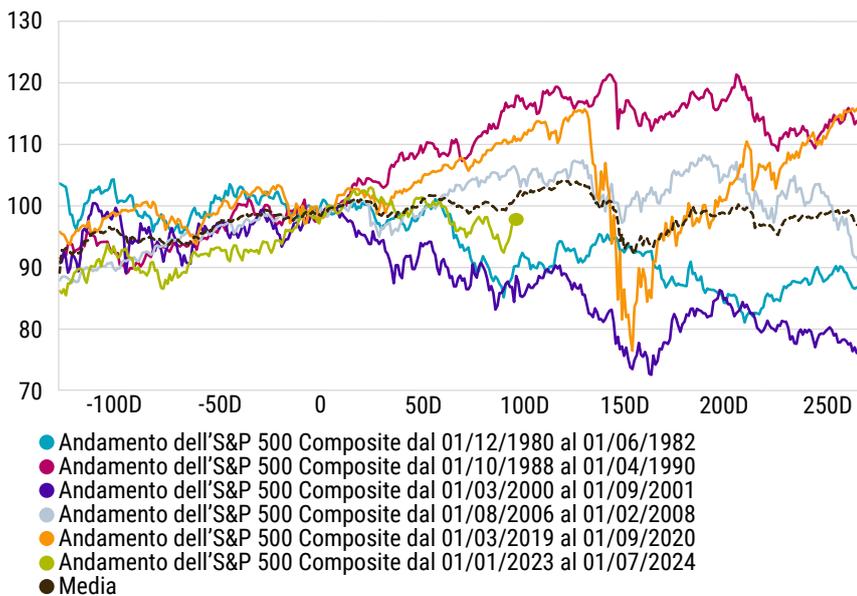
*“Il principale rischio al rialzo rispetto al nostro scenario di riferimento è costituito dalla possibilità di una vigorosa espansione dei multipli nel mercato azionario*

del 2024. I riacquisti di azioni da parte delle società europee, dotate di abbondante liquidità, pongono un argine ai ribassi. Il mercato azionario giapponese non è sopravvalutato in termini di P/E prospettico. La performance relativa del Giappone rispetto all'MSCI AC World è stata inferiore all'indebolimento dello yen, il che riflette un futuro apprezzamento della valuta nipponica. Se il cambio USD/JPY rimarrà al di sopra di 130 nel 2024, gli esportatori giapponesi potrebbero trarne vantaggio.

Lo sconto delle azioni dei mercati emergenti rispetto alle omologhe sviluppate è superiore alla media storica (35% in termini di P/E). Scorgiamo un buon punto di ingresso nei mercati emergenti in quanto il dollaro USA ha toccato un picco e le recenti misure di stimolo in Cina iniziano a fare effetto, dando impulso alle economie emergenti più in generale. Tuttavia, la crescita del 15% dell'EPS prevista dal consensus per i prossimi 12 mesi rimane un'asticella difficile da raggiungere nel contesto di una recessione dei paesi del G7 nel 2024. In assenza di un'energica ripresa del settore manifatturiero globale è difficile che si registri un rally ampio e sostenuto dei mercati emergenti.

Il mercato azionario statunitense è attualmente sopravvalutato, con un multiplo di 30,8 basato sul CAPE di Shiller; inoltre, le borse USA tendono ad arretrare in media un anno dopo la massima inversione del tratto a 2-10 anni della curva, il che avvalorata la nostra visione pessimistica di un calo di EPS e multipli nei prossimi 6-12 mesi. Il principale rischio al rialzo rispetto al nostro scenario di riferimento è costituito dalla possibilità di una vigorosa espansione dei multipli nel mercato azionario più ampio innescata da un brusco calo dei rendimenti reali, in quanto la Fed inizia a tagliare i tassi perché l'inflazione è riscesa verso il target durante un atterraggio morbido.

**Figura 9: S&P 500 dopo la massima inversione del tratto a 2-10 anni della curva: seguiamo il copione dell'era Volker?**



Fonte: LSEG Datastream

### Prospettive dei mercati valutari: picco del dollaro, rafforzamento dello yen

A nostro avviso il dollaro USA è sopravvalutato, poiché è scambiato con un premio del 18% rispetto al livello basato sulla parità dei poteri d'acquisto (PPA). Considerando anche i differenziali dei tassi a due anni rispetto all'euro, la coppia EUR/USD dovrebbe attestarsi a quota 1,15-1,20. Avvicinandosi la Fed alla fase dei tagli prima della BCE, ci aspettiamo che il dollaro raggiunga un picco. Un'altra coppia valutaria interessante da monitorare nel 2024 è rappresentata da USD/YEN, poiché lo sconto sulla valuta giapponese rispetto alla PPA ha superato il minimo storico segnato nel 1982 (-34%). Un rally dello yen potrebbe essere innescato da fattori esterni, con l'inizio dei tagli dei tassi da parte della Fed, oppure dalla fuga verso i beni rifugio provocata dalle turbolenze geopolitiche. Un catalizzatore interno è il probabile abbandono nel 2024 della politica di tassi negativi adottata da tempo dalla BoJ.

## 5. Sintesi

### PUNTI CHIAVE DEL 2024

	Checklist	Adesso	Aspettative tra 12 mesi
In un contesto di buona tenuta degli utili, nel 2023 i costi azionari hanno sfidato l'attrazione gravitazionale esercitata dai rialzi dei tassi, perdendo quindi terreno in seguito alla revisione al ribasso delle stime sull'EPS.	Valutazioni	● ● ●	● ● ●
Gli utili societari hanno sorpreso in positivo, con segnali di una ripresa dei margini. Tuttavia, i tassi devono ancora far sentire appieno il loro effetto. Il consensus sulle prospettive degli utili globali nel 2024 è improntato a un eccessivo ottimismo.	Utili	● ● ●	● ● ●
È probabile che nel 2024 l'impulso della politica di bilancio si affievolisca, anche se rimarrà complessivamente espansivo in un anno di importanti elezioni negli Stati Uniti e nell'Unione europea.	Politica fiscale	● ● ●	● ● ●
I tassi di interesse resteranno elevati per un periodo prolungato, poiché è difficile riportare l'inflazione core in un intervallo del 2-2,5%.	Politica monetaria	● ● ●	● ● ●
Si prospetta un ulteriore irripidimento (bear steepening) della curva dei rendimenti, che costituisce un segnale di recessione. Il repricing dei rischi di recessione e le turbolenze sul fronte geopolitico comporteranno probabilmente un picco dei rendimenti obbligazionari a lungo termine nel 2024. Il tratto a breve della curva evidenzierà un andamento migliore il prossimo anno.	Pendenza della curva dei rendimenti ↑	● ● ●	● ● ●
Prevediamo un ampliamento degli spread a causa del repricing del rischio di recessione nel 2024-2025 e delle condizioni finanziarie restrittive. Ravvisiamo la possibilità di un valido punto di ingresso nell'HY verso la fine del 2024, ma le obbligazioni IG presentano valutazioni interessanti rispetto alle HY anche se inizialmente potrebbero continuare a risentire degli effetti negativi della duration.	Spread ↑	● ● ●	● ● ●
L'USD è sopravvalutato in termini di scostamento dalla PPA e dovrebbe essere scambiato intorno a quota 1,15-1,20 sulla base dei differenziali di interesse rispetto all'EUR. Tuttavia, rimane l'unico "bene rifugio" specifico degli Stati Uniti, in quanto il rischio di uno sfioramento dei conti pubblici penalizza le obbligazioni attraverso un aumento del premio a termine. È probabile che si apprezzi lo yen rispetto all'USD.	USD ↓	● ● ●	● ● ●
Una lieve recessione provocherà verosimilmente una flessione dei prezzi del petrolio, ma permane un notevole rischio di rialzo a causa dell'incertezza geopolitica.	Prezzi del petrolio/beni energetici ↓	● ● ●	● ● ●
Le condizioni finanziarie sono destinate a inasprirsi nel 2024, con ricadute potenzialmente deleterie su alcuni settori (finanziamenti a leva, immobiliare).	Condizioni finanziarie	● ● ●	● ● ●
I mercati immobiliari tenderanno probabilmente a raffreddarsi sulla scia della diminuzione dell'accessibilità degli alloggi e dell'aumento delle morosità.	Mercato immobiliare	● ● ●	● ● ●
I tassi di disoccupazione degli USA e dell'Eurozona saliranno probabilmente dell'1-2% entro la fine del 2024 all'aumentare del "tasso di sacrificio" della politica monetaria.	Mercato del lavoro	● ● ●	● ● ●

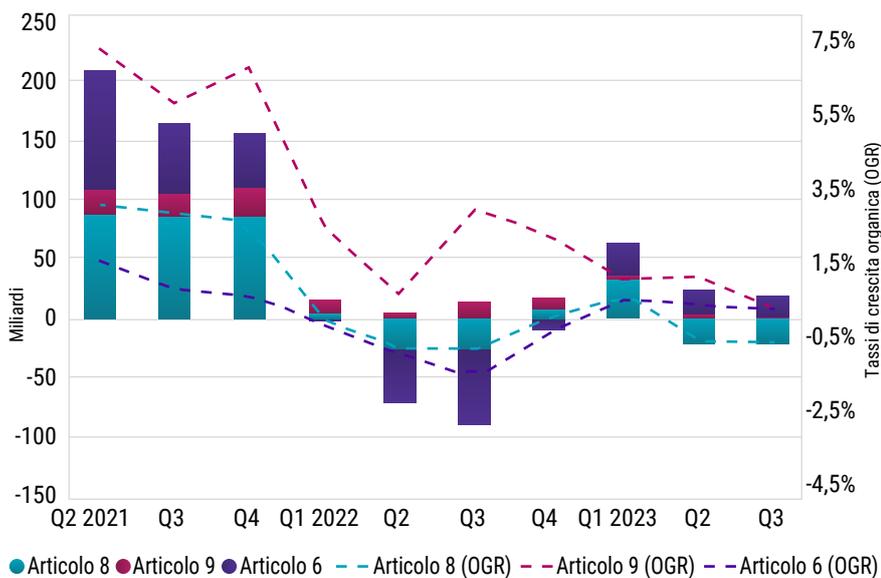
# Prospettive d'investimento sostenibile

Anche se il 2023 è stato contrassegnato da grossi ostacoli agli investimenti sostenibili, continuiamo a prevedere che nel lungo periodo la sostenibilità sarà fermamente radicata nei provvedimenti normativi, nelle emissioni obbligazionarie e nelle assemblee degli azionisti.

# 1. Introduzione: alcuni ostacoli, ma sostegno normativo a lungo termine all'investimento sostenibile

Nel 2023 l'investimento sostenibile ha risentito di alcuni ostacoli. In primo luogo, negli Stati Uniti si è registrata una forte reazione collettiva dettata da opinioni politiche contro gli investimenti ESG, che ha avuto ripercussioni significative sulle imprese e sugli investitori a livello complessivo. In secondo luogo, dopo molti anni di buoni risultati, i fondi sostenibili – che in genere investono meno in combustibili fossili e più nelle imprese operanti nel settore delle rinnovabili – hanno archiviato performance più contenute. Gli alti prezzi del petrolio e del gas hanno premiato gli operatori dei combustibili fossili, mentre l'aumento dei tassi di interesse ha scoraggiato i progetti di energia rinnovabile in un settore già altamente concorrenziale. Il calo della performance si è riflessa nei flussi di fondi, che per la prima volta da molto tempo hanno segnato il passo rispetto gli investimenti tradizionali (Figura 1).

**Figura 1: Flussi di fondi trimestrali verso prodotti conformi all'Articolo 8 e 9 (sostenibili) vs. prodotti conformi all'Articolo 6 (non sostenibili)**



Fonte: Morningstar Direct. Dati aggiornati a settembre 2023. Sulla base dei dati SFDR raccolti dai prospetti informativi del 97,6% dei fondi disponibili per la commercializzazione nell'UE, esclusi i fondi comuni monetari e i fondi feeder.

## Il movimento anti-ESG è destinato a placarsi?

Sappiamo che, al di là dei titoli dei giornali e della chiassosità del movimento anti-ESG, la maggior parte delle istituzioni finanziarie continua a lavorare alacremente sulla sostenibilità e più specificamente sul clima. Tuttavia, negli Stati Uniti è evidente la tendenza a "silenziare" la dimensione ecologica degli investimenti, per cui alcune strategie ESG sostituiscono il termine "ESG" con "clima" o "decarbonizzazione", senza apportare alcuna modifica alla strategia per evitare pressioni politiche. Incentivi monetari come quelli forniti dall'US Inflation Reduction Act (US IRA) e dai contributi statali rendono le politiche ambientali economicamente vantaggiose, oltre ad avere un impatto positivo sull'ambiente, e questo vale anche per molti Stati a maggioranza repubblicana. Al contempo, la SEC sta elaborando orientamenti per assistere le aziende nella redazione di informative sui rischi climatici.

*“Le nuove generazioni si aspettano che le istituzioni finanziarie esercitino la loro influenza per favorire il progresso dello sviluppo sostenibile*

Per capire se il movimento anti-ESG diventerà meno chiassoso dopo le prossime elezioni bisognerà aspettare di sapere chi si insedierà alla presidenza. Se l'attuale amministrazione sarà confermata, i crediti d'imposta dovrebbero rimanere un meccanismo di cambiamento. Con un risultato diverso, tuttavia, non ci aspettiamo che i progetti in corso vengano interrotti o rallentati. Anche prima dell'introduzione dell'IRA, c'era un imponente volume di attività già investita nelle energie rinnovabili, che è proseguita nonostante un'amministrazione repubblicana. Lo stesso accadrà probabilmente anche adesso. Quanto alla chiassosità, sarà difficile fare previsioni; tuttavia, prevediamo che il movimento anti-ESG rimarrà forte almeno sulle questioni sociali.

Quali sono le nostre previsioni in termini di flussi e performance dei fondi sostenibili? Dato il considerevole rischio di coda che i prezzi del petrolio rimangano elevati a lungo nel 2024 nonostante l'indebolimento della crescita, il prossimo anno potremmo non assistere a una svolta nella performance dei fondi sostenibili. Di conseguenza, è possibile che i flussi di fondi non ritornino (ancora) ai livelli precedenti. Al contempo, permangono buone opportunità di investimento sostenibile. Secondo l'International Energy Agency, nel 2023 saranno aggiunti circa 500 gigawatt di capacità di generazione da fonti rinnovabili, e solo per quelle relative all'energia solare si spenderà almeno un miliardo di dollari al giorno. Benché i settori dell'eolico e del solare siano entrambi altamente concorrenziali e in apparenza meno appetibili al momento, le catene di fornitura di queste società offrono esposizioni più interessanti, come ad esempio nel software delle apparecchiature per le reti elettriche, dove la domanda dovrebbe superare le attese e le barriere all'entrata sono molto più alte.

Lo sviluppo sostenibile a lungo termine è ancora saldamente sostenuto da diversi importanti trend:

- **Interventi normativi:** sia negli Stati Uniti che nel resto del mondo, i legislatori continuano a spingere per soluzioni più sostenibili. Riteniamo che sia imminente la pubblicazione di norme volte a recepire il Quadro globale per la biodiversità (Global Biodiversity Framework, GBF) di Kunming-Montreal.<sup>2</sup> Le conseguenze deleterie del cambiamento climatico stanno diventando sempre più tangibili, e la perdita di biodiversità segue a ruota.<sup>3</sup>
- **Richieste dei clienti:** la domanda di investimenti sostenibili da parte dei clienti finali rimane elevata e l'emissione di strumenti d'investimento green, come ad esempio i green bond, si inserisce in questa tendenza.
- **Domanda sociale:** le nuove generazioni si aspettano che le istituzioni finanziarie esercitino la loro influenza per favorire il progresso dello sviluppo sostenibile, ad esempio attuando programmi di engagement con le aziende e votando a favore della lotta al cambiamento climatico nelle assemblee degli azionisti.

<sup>2</sup> Adottato durante la COP15 nel dicembre 2022, il GBF di Kunming-Montreal definisce un percorso ambizioso per realizzare la visione globale di un mondo che vive in armonia con la natura entro il 2050, stabilendo anche una serie di traguardi a breve termine per il 2030.

<sup>3</sup> Il nostro Global Climate Survey 2023 rivela che il cambiamento climatico e la biodiversità sono entrambi al centro dell'attenzione degli investitori.

## 2. Le cinque normative di maggiore impatto sull'investimento sostenibile

Negli ultimi anni la regolamentazione in materia di sostenibilità è cresciuta rapidamente. Ciò comprende non solo le norme in materia di informativa rivolte alle società finanziarie e non, come l'SFDR,<sup>4</sup> la CSRD<sup>5</sup> e il regolamento della SEC in materia di informative climatiche,<sup>6</sup> ma anche normative settoriali specifiche volte a modificare il comportamento delle aziende e a promuovere il cambiamento nell'economia reale.

Una panoramica degli interventi normativi in materia di sostenibilità rivela la presenza di oltre 40 provvedimenti diversi in varie fasi di sviluppo su una molteplicità di temi sociali e ambientali. Tra questi, le emissioni di carbonio, la deforestazione, i diritti dei lavoratori, la privacy dei consumatori, l'assistenza sanitaria e l'alfabetizzazione finanziaria, che vengono affrontati attraverso una varietà di meccanismi tra cui l'informativa, l'imposizione fiscale, i sistemi di scambio e le norme comportamentali.

Gran parte della regolamentazione proviene dall'Europa, ma anche gli Stati Uniti hanno varato numerose norme in materia di sostenibilità (spesso a livello statale anziché federale), e in questa carrellata sono visibili pure paesi dell'America Latina e dell'Asia. Inoltre, l'impatto delle norme emanate in Europa e negli Stati Uniti si estende spesso oltre i confini delle giurisdizioni attraverso le imprese multinazionali e le catene di approvvigionamento globali.

Gli analisti settoriali di Robeco specializzati negli investimenti sostenibili hanno identificato alcuni provvedimenti normativi in materia di sostenibilità particolarmente importanti e degni di nota. In genere, gli obiettivi di sostenibilità sono allineati con risultati economici desiderabili sul lungo periodo. Tuttavia, nel breve termine le aziende si confrontano spesso con un aumento delle esigenze di spesa per investimento e/o dei costi operativi.

### 2021

- Legge cinese sulla sicurezza dei dati
- Revisione del Codice giapponese di corporate governance

### 2022

- US IRA
- US Uyghur Forced Labor Prevention Act

### 2023

- ETS giapponese
- Legislazione USA sulla sicurezza informatica nella sanità
- Politica di trasformazione ecologica del Giappone
- Aumento degli obblighi di informativa sul capitale umano per le aziende giapponesi

### 2024

- CSRD
- US SEC Climate Disclosure Rule
- Normativa dell'UE sulla circolarità nella produzione di batterie
- Normativa dell'UE sulla sicurezza delle reti e delle informazioni
- US National Drinking Water Regulation
- Normativa dell'UE sui mercati digitali

### 2025

- Normativa di Hong Kong sull'informativa climatica
- Normativa sulla deforestazione
- Programma cinese di responsabilità dei produttori di plastica
- Quarta versione della Direttiva UE sulla prestazione energetica nell'edilizia

### 2026

- CBAM dell'UE
- CSDDD
- Sconti sui prezzi dei farmaci previsti dall'US IRA

### 2030

- Normativa dell'UE sulla circolarità nella produzione tessile

### 2035

- Divieto de facto della commercializzazione di nuove auto con motore a combustione interna nell'UE

### Calendario incerto

- Regolamento dell'UE sulla progettazione ecocompatibile dei prodotti sostenibili
- Direttiva dell'UE sulle asserzioni ambientali
- Aggiornamento delle US Green Guides
- Normativa dell'UE sulle materie prime critiche
- Direttiva dell'UE relativa ai rifiuti
- Regolamentazione sull'IA

<sup>4</sup> Il Regolamento relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, che promuove la trasparenza dei partecipanti al mercato finanziario nei confronti degli investitori.

<sup>5</sup> La Direttiva relativa alla rendicontazione societaria di sostenibilità, che impone alle grandi società quotate in borsa di riferire sui rischi sociali e ambientali con cui si confrontano e sull'impatto delle loro attività sulle persone e sull'ambiente. La CSRD sostituisce la precedente Direttiva relativa alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario.

<sup>6</sup> La SEC Climate Disclosure Rule, che propone nuove norme per l'inserimento di informative sui rischi finanziari legati al clima nella documentazione richiesta dalla SEC. Le società quotate saranno tenute a fornire informazioni sulla gestione del rischio climatico e sulle emissioni di gas serra nel modulo di registrazione e nelle relazioni annuali.

1

L'US IRA del 2022 rimane la normativa più rilevante dal punto di vista finanziario nel settore dell'energia. La cattura, l'utilizzo e lo stoccaggio dell'anidride carbonica (CCUS) hanno ricevuto un notevole impulso in termini di incentivi finanziari e, all'aumentare degli avvertimenti di danni climatici irreversibili nel 2023, è probabile che nel 2024 gli investimenti in progetti CCUS continuino a crescere.

Le società di esplorazione, produzione e raffinazione sono nella posizione ideale per cogliere questa opportunità, in quanto dispongono di conoscenze, economie di scala e risorse. I carburanti sostenibili per l'aviazione (SAF) sono attualmente un tema molto dibattuto. Al momento meno dell'1% del carburante per l'aviazione è a base biologica, ma le possibilità di diffusione dei SAF sono molto elevate perché il settore aereo deve ridurre le emissioni del 65% entro il 2030.<sup>7</sup> È probabile che anche altri governi inizino a incentivare lo sviluppo dei SAF.

L'IRA ha altresì implicazioni per il settore sanitario statunitense, anche se l'obiettivo di migliorare l'accessibilità economica dei farmaci ridurrà il pricing power delle imprese. Gli effetti saranno percepibili solo dopo la fine dei periodi di esclusività previsti dai brevetti farmaceutici. Comunque, nel 2024 le aziende riceveranno maggiori informazioni sugli sconti che si applicheranno a partire dal 2026. L'IRA sta già influenzando le strategie di innovazione delle imprese biofarmaceutiche, che stanno riesaminando le loro pipeline per dare priorità ai prodotti più redditizi che arrivano al successo più velocemente, dati i nuovi orientamenti sull'evoluzione dei prezzi.

2

Il Regolamento dell'UE in materia di contrasto ai prodotti associati alla deforestazione e al degrado forestale entrerà in vigore alla fine del 2024 per le grandi imprese e avrà importanti ricadute sulle catene di approvvigionamento delle aziende di beni consumo, innescando potenzialmente spinte inflazionistiche diffuse nel prossimo anno o due. I produttori di generi alimentari, i rivenditori di beni di prima necessità e i ristoratori dovranno estendere i loro processi di due diligence a determinati prodotti (legname, olio di palma, bestiame, soia, cacao, caffè) per dimostrare che non sono associati alla deforestazione.

La materie prime utilizzate come input devono essere rintracciabili a livello di singolo appezzamento di terreno attraverso il monitoraggio satellitare, oppure si deve poter dimostrare che non violano le leggi sulla deforestazione dei paesi fornitori o le norme in materia di diritti umani emanate dalle Nazioni Unite. Le imprese con sistemi avanzati di tracciabilità della catena di fornitura o quelle che già lavorano con fornitori più sostenibili sono probabilmente avvantaggiate, mentre le aziende con un pricing power forte potrebbero riuscire a trasferire (in parte) i costi sui consumatori.

Altre società dovranno sviluppare catene di approvvigionamento alternative, che possono richiedere tempo e denaro. Dal momento che materiali di provenienza sostenibile hanno già prezzi più alti, questi requisiti potrebbero accrescere il costo dei generi alimentari e di altri beni di consumo. Andando oltre il 2024, la Direttiva dell'UE relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità (CSDDD) estenderà i requisiti ai diritti umani e ad altre questioni ambientali.

<sup>7</sup> IATA: <https://www.iata.org/en/pressroom/pressroom-archive/2021-releases/2021-10-04-03/>

3

Nel settore immobiliare, la pubblicazione della quarta versione della Direttiva sulla prestazione energetica nell'edilizia (EPBD) è imminente e la proposta dovrebbe entrare in vigore nel 2025. La nuova norma prevede criteri più rigorosi sia per gli edifici nuovi che per quelli vecchi, l'introduzione di requisiti per gli edifici a emissioni zero, il calcolo del potenziale di riscaldamento globale nell'arco del ciclo di vita e standard minimi di prestazione energetica. Gli investitori immobiliari dovranno attivarsi velocemente nel 2024 per esaminare i portafogli e ammodernare se necessario, per evitare perdite di valore.

4

Anche se un loro varo nei prossimi 12 mesi è improbabile, gli investitori a lungo termine dovrebbero prestare attenzione all'entrata in vigore di norme relative alla gestione delle risorse. Ad esempio, la normativa europea sulle materie prime critiche avrà ripercussioni su diversi settori. Questo provvedimento si prefigge l'obiettivo di assicurare un approvvigionamento sicuro e sostenibile di metalli e materiali critici in Europa, di promuovere il riciclaggio e di contribuire al raggiungimento degli obiettivi climatici europei.

I produttori di metallo già impegnati nel riciclaggio saranno ben posizionati per la transizione, mentre altri, per restare competitivi, dovranno seguire il loro esempio ben prima della data di attuazione del 2030. Quanto ai settori che dipendono dall'approvvigionamento di metalli critici, come l'hardware tecnologico e i semiconduttori, è probabile che nel medio termine risentano di pressioni sui costi se non si riesce a creare abbastanza rapidamente una capacità di fornitura locale sufficiente a soddisfare la domanda.

5

Il Meccanismo di adeguamento del carbonio alle frontiere dell'UE (CBAM), la "prima carbon tax di frontiera al mondo", è entrato in vigore nell'ottobre 2023. Attualmente, i settori ad alte emissioni (cemento, fertilizzanti, ferro e acciaio, alluminio, idrogeno ed elettricità) devono dichiarare la quantità di emissioni di carbonio incorporate nei prodotti importati nell'UE. Il prezzo del carbonio non sarà applicato fino al 2026, quando tutti i settori saranno inclusi nell'ambito della normativa, ma nel prossimo anno o due, le imprese (e i loro investitori) cercheranno di quantificare l'impatto finanziario per la propria azienda. Anche in questo caso le imprese di riciclaggio e i produttori di materiali critici partono avvantaggiati, mentre le aziende con emissioni di carbonio elevate dovranno fronteggiare un aumento dei costi.

Questi cinque importanti provvedimenti non sono che un assaggio dei numerosi e complessi cambiamenti normativi che si profilano nell'immediato nel campo della sostenibilità e che modificheranno il comportamento e le operazioni delle aziende nel 2024. L'elaborazione delle norme spesso richiede anni, ma gli investitori devono essere consapevoli dell'implicazione dei nuovi provvedimenti molto prima che entrino in vigore.

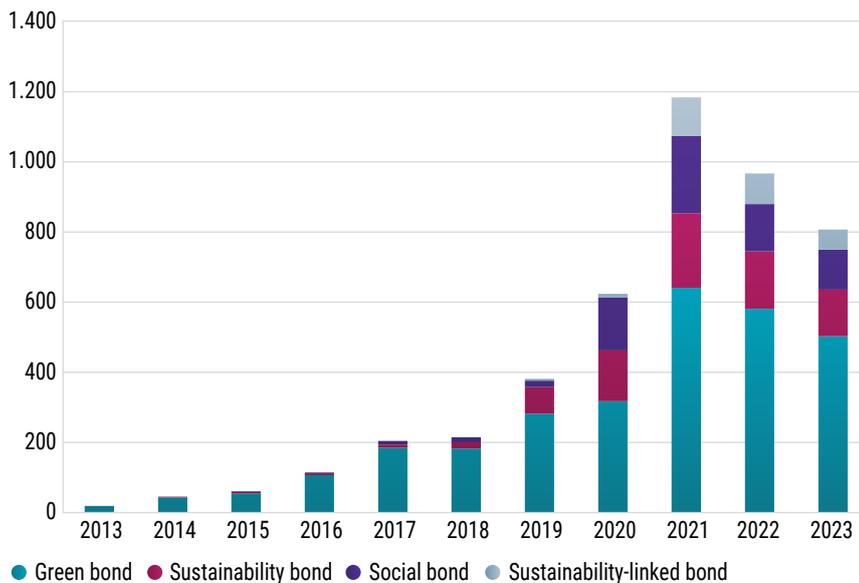
Molti di questi sviluppi normativi costringeranno le aziende a sostenere costi che in precedenza potevano scaricare sulla società. Inoltre, in fase di transizione i modelli di business dovranno prevedere la necessità di capitali da investire in soluzioni sostenibili rese possibili dall'espansione del mercato ESG.

### 3. Previsioni sulla crescita del mercato delle obbligazioni ESG nel corso del prossimo anno

Le emissioni di obbligazioni ESG, note anche come obbligazioni GSS+,<sup>8</sup> sono destinate ad aumentare nel corso del prossimo anno, ma saranno le dinamiche di domanda e offerta a stabilire se i collocamenti arriveranno ai livelli record del 2021. Dal lato dell'offerta, in vista di una possibile diminuzione dei tassi d'interesse nel 2024, le imprese saranno più disposte a finanziare i loro piani di sostenibilità a fronte di costi più bassi, il che potrebbe avere ricadute positive sulla crescita del mercato delle obbligazioni ESG. Inoltre, il movimento anti-ESG che ha preso piede negli Stati Uniti potrebbe condurre a un rallentamento della crescita delle emissioni, che tuttavia potrebbe essere compensato dall'alto potenziale della regione APAC e di altri paesi emergenti; inoltre, prevediamo che le emissioni in Europa rimarranno sostenute.

Sul fronte della domanda, provvedimenti come la Norma dell'UE per le obbligazioni verdi (adottata nell'ottobre 2023 e che dovrebbe entrare in vigore alla fine del 2024) e il gran numero di tassonomie in via di pubblicazione nei mercati emergenti (come Brasile e Messico) dovrebbero favorire una maggiore trasparenza e suscitare l'interesse degli investitori. Inoltre, la scomparsa del "greenium" (la differenza tra obbligazioni ESG e non ESG in termini di costo dell'indebitamento) rappresenterà un segnale importante di un mercato in via di maturazione e incentiverà una partecipazione più attiva degli investitori. Ciò è in linea con il crescente interesse per le strategie di impact investing e il desiderio di dimostrare gli impegni sul fronte della sostenibilità.

**Figura 2: Emissione di obbligazioni ESG per categoria (miliardi di USD)**



Fonte: Bloomberg NEF. Informazioni aggiornate al settembre 2023 (dati da inizio anno). Solo a scopo illustrativo. I dati non rappresentano una specifica strategia di investimento di Robeco.

<sup>8</sup> I cosiddetti green bond, social bond, sustainability bond e sustainability-linked bond vanno collettivamente sotto il nome di obbligazioni tematiche, GSS, GSS+, ESG o sostenibili (Banca Mondiale, 2022).

Prevediamo una crescita disomogenea delle emissioni tra i diversi segmenti, con il dinamismo maggiore nei mercati dei green bond. Inoltre, ci aspettiamo una crescente diversificazione nelle categorie dei proventi generati dai green bond. Sebbene la mitigazione del cambiamento climatico si confermi la categoria più gettonata, notiamo che proventi considerevoli sono stati destinati a progetti riguardanti la biodiversità o l'economia degli oceani ("blue bond") e riteniamo che questa tendenza sia destinata a continuare. Le recenti linee guida sui blue bond, redatte da un gruppo formato dall'ICMA e da organismi delle Nazioni Unite, sosterranno ulteriormente la qualità e l'emissione di questi strumenti.

Per quanto riguarda le emissioni di social bond e sustainability bond, anche in questo segmento prevediamo un aumento, seppur più lento, trainato dall'interesse degli emittenti della regione APAC (ad esempio, Corea del Sud e Giappone) e delle istituzioni sovranazionali. Infine, i sustainability-linked bond potrebbero riprendere quota ancor più che nel 2023, poiché ci aspettiamo che un maggior numero di emittenti attui le raccomandazioni dell'ESMA e dell'ICMA. In tal modo si migliora la struttura di queste obbligazioni e si rafforza la fiducia degli investitori.

## 4. Azionariato attivo: cosa aspettarsi dalla stagione delle AGM del 2024?

Vista la crescente importanza della sostenibilità, gli azionisti sono diventati più attivi nel far valere i propri diritti. Oltre che una maggiore partecipazione, si rileva un cambio di passo tra gli azionisti negli argomenti da trattare. Le delibere degli azionisti sono di solito un indicatore affidabile di ciò che gli investitori istituzionali hanno in mente.

Il cambiamento climatico ha catalizzato gran parte dell'attenzione negli ultimi anni e continuerà a farlo. Tuttavia, le delibere sulle pari opportunità, sulle politiche di diversità, sui finanziamenti e sulle politiche di prezzo dei vaccini hanno rispecchiato questioni sociali urgenti. Nonostante l'assenza di delibere presentate finora, le indicazioni iniziali suggeriscono che le questioni climatiche rimarranno un punto focale anche nel 2024. La trasparenza fiscale e l'intelligenza artificiale – temi che da tempo fanno parte del programma di engagement di Robeco – hanno recentemente richiamato l'interesse di diversi investitori e prevediamo che verranno presentate ulteriori delibere su questi argomenti.

### Un ritorno alla ragione?

Avendo iniziato a riflettere questioni sociali di portata più ampia, le discussioni tra gli azionisti sono anche diventate più polarizzate e politicizzate. Ciò ha dato origine al cosiddetto movimento anti-ESG che si è schierato contro l'idea che il settore degli investimenti debba fare spazio alle questioni ambientali, sociali e di governance. Sono state così presentate diverse delibere degli azionisti in opposizione a CEO che erano diventati troppo "svegli" e che sembravano andare alla ricerca di una prospettiva più ampia del mero perseguimento del profitto.

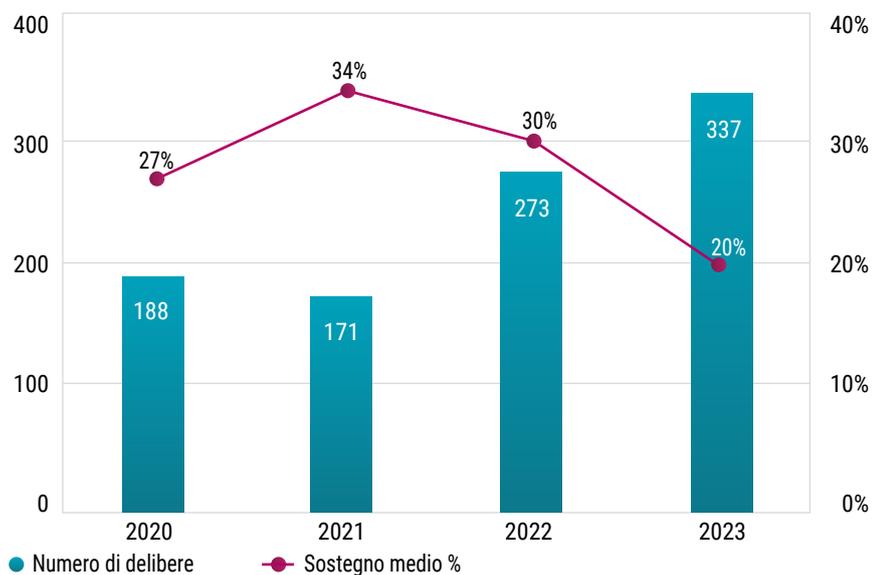
D'altra parte, molti azionisti sensibili ai temi ESG sono frustrati dalla lentezza dei progressi su questioni come il cambiamento climatico e gli Obiettivi di sviluppo sostenibile, il che li porta spesso a intensificare il loro impegno e ad assumere posizioni più forti nelle votazioni. Tuttavia, sembra che la tendenza verso un crescente sostegno alle delibere ambientali e sociali abbia subito una battuta d'arresto negli ultimi due anni (cfr. Figura 3), con un dibattito pubblico incentrato su posizioni estreme e una mancanza di enfasi sui progressi concreti. Per spostare il centro della narrazione, anziché concentrarsi sui punti di disaccordo, la conversazione dovrebbe focalizzarsi sui risultati realizzabili nel medio termine e sulla pianificazione a lungo termine. Quanto al prossimo anno, ci aspettiamo che in vista di diverse importanti elezioni i toni alle assemblee generali degli azionisti (AGM) del 2024 si faranno sempre più tesi, per poi ripiegare verso un dialogo più costruttivo.

### SRD 2.0

L'attuazione della nuova versione della Direttiva relativa all'esercizio dei diritti degli azionisti (SRD) impone alle società dell'UE, a partire dal 2020, di chiedere ogni quattro anni agli azionisti di approvare le loro politiche retributive. Le imprese impegnate in un dialogo continuo con gli azionisti sui piani di retribuzione hanno in genere evitato sorprese indesiderate.

Tuttavia, le aziende che hanno ignorato l'insoddisfazione del mercato e non hanno ottenuto l'approvazione necessaria sono state costrette a organizzare ulteriori confronti tra i comitati per le retribuzioni e gli azionisti in conseguenza di un numero insufficiente di delibere in materia. Dal momento che le società devono chiedere l'approvazione degli azionisti sulle loro politica retributive ogni quattro anni, probabilmente il 2024 scatterà ulteriori dibattiti. Questo offre l'opportunità di fare maggiori pressioni a favore di strutture di incentivazione che favoriscano un miglior allineamento del management con le esigenze degli investitori, dal punto di vista sia finanziario che della sostenibilità.

**Figura 3: Delibere degli azionisti su temi ambientali e sociali: numero e sostegno medio**



Fonte: database Morningstar dei voti per delega. Dati al 28 agosto 2023. Nota: Il grafico mostra i dati relativi alle società statunitensi per gli anni di votazione per delega terminati il 30 giugno.

## 5. Conclusione: affrontare il cambiamento

Anche se il 2023 è stato contrassegnato da grossi ostacoli agli investimenti sostenibili (e non possiamo garantire che nel 2024 emergeranno nuovi fattori d'impulso), continuiamo a prevedere che nel lungo periodo la sostenibilità sarà fermamente radicata nei provvedimenti normativi, nelle emissioni obbligazionarie e nelle assemblee degli azionisti. Le cinque importanti normative ESG discusse in questo capitolo non sono che un assaggio dei numerosi e complessi cambiamenti normativi improntati alla sostenibilità che sono destinati ad alterare il comportamento delle imprese nel 2024 e che avranno un impatto duraturo sulle modalità operative delle aziende. Investitori, state attenti! Le obbligazioni ESG e i sustainability bond continueranno a suscitare interesse. La scomparsa del "greenium", il vantaggio di costo delle obbligazioni ESG rispetto a quelle tradizionali, è indicativa di un mercato in via di maturazione e può incoraggiare una maggiore partecipazione degli investitori.

Infine, nelle AGM delle società, i promotori e gli oppositori continueranno ad affrontare le questioni ESG attraverso le delibere proposte dagli azionisti. Con un dibattito pubblico focalizzato sugli estremi dello spettro, riteniamo che non si ponga abbastanza enfasi sui progressi concreti. La conversazione dovrebbe essere più produttiva e incentrata su risultati realizzabili e su una prospettiva futura. Prevediamo tuttavia che, in vista di diverse importanti elezioni, i toni alle AGM del 2024 si faranno sempre più tesi, per poi ripiegare verso un dialogo più costruttivo.

# Informazioni importanti

Robeco Institutional Asset Management B.V., è autorizzata quale gestore di Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (OICVM) e in Fondi di Investimento Alternativo (FIA) ("Fondo/i") dall'Autorità Olandese di vigilanza sui mercati finanziari con sede ad Amsterdam. Il presente documento di marketing è inteso esclusivamente per gli investitori istituzionali, definiti quali investitori qualificabili come clienti professionisti, che abbiano richiesto di essere trattati come tali o che siano autorizzati a ricevere tali informazioni ai sensi delle leggi applicabili. Robeco Institutional Asset Management B.V. e/o le sue società collegate, affiliate e controllate, ("Robeco") non saranno in alcun caso responsabili di eventuali danni derivanti dall'utilizzo del presente documento. Gli utilizzatori di dette informazioni che erogano servizi di investimento all'interno dell'Unione Europea sono responsabili della valutazione della propria idoneità a riceverle in conformità al Regolamento MiFID II. Nella misura in cui tali informazioni rientrano tra i benefici non monetari minori ragionevoli e accettabili di cui al MiFID II, gli utilizzatori che erogano servizi di investimento all'interno dell'Unione Europea sono tenuti a rispettare i requisiti vigenti in materia di contabilità e trasparenza.

Il contenuto del presente documento si basa su fonti di informazione ritenute attendibili ed è privo di qualsiasi tipo di garanzia. Il presente documento non può essere considerato completo in mancanza di ulteriori spiegazioni. Ogni parere, stima o previsione potrà essere modificato in qualsiasi momento senza obbligo di preavviso. In caso di dubbi, rivolgersi a un consulente indipendente. Il presente documento è finalizzato a fornire all'investitore professionista informazioni generali sulle strategie specifiche di Robeco, ma non è una ricerca di Robeco in materia di investimenti e non costituisce una raccomandazione di investimento né una consulenza per l'acquisto o la vendita di determinati titoli o prodotti di investimento né per l'adozione di determinate strategie di investimento, né tanto meno una consulenza in ambito legale, contabile o fiscale. Tutti i diritti relativi alle informazioni contenute nel presente documento sono e rimarranno proprietà di Robeco. Questo materiale non può essere copiato o condiviso con il pubblico. La copia o riproduzione (di parti) di questo documento in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo sono vietati senza il previo consenso scritto di Robeco.

Gli investimenti implicano rischi. Prima di investire occorre prendere atto che il capitale iniziale non è garantito. Gli investitori devono assicurarsi di avere compreso appieno i rischi associati ai prodotti e ai servizi che Robeco eroga nei paesi in cui sono domiciliati. Gli investitori dovrebbero inoltre tener presente i propri obiettivi di investimento e i propri livelli di tolleranza al rischio. I rendimenti storici sono forniti a mero scopo orientativo. Il prezzo delle quote potrebbe subire oscillazioni e i risultati ottenuti in passato non rappresentano in alcun modo una garanzia delle performance future. Qualora la valuta in cui è espressa la performance sia diversa dalla valuta del paese in cui l'investitore risiede, allora si deve tenere presente che, a causa delle oscillazioni dei tassi di cambio, la performance indicata potrebbe risultare maggiore ovvero minore una volta convertita nella valuta locale dell'investitore. I dati sulla performance non tengono conto delle commissioni e delle spese sostenute per la contrattazione dei titoli contenuti nei portafogli dei clienti e per l'emissione o il riscatto di quote. Salvo laddove diversamente specificato, i prezzi utilizzati per le cifre relative alla performance dei Fondi lussemburghesi sono i prezzi operativi di fine mese al netto delle commissioni fino al 4 agosto 2010. A partire dal 4 agosto 2010, i prezzi operativi al netto delle commissioni saranno quelli del primo giorno lavorativo del mese. I dati riferiti al rendimento rispetto al benchmark mostrano i risultati della gestione degli investimenti al netto delle commissioni di gestione e/o di performance; i rendimenti del Fondo implicano il reinvestimento dei dividendi e sono basati sul valore patrimoniale netto ai prezzi e ai tassi di cambio in vigore al momento della valutazione del benchmark. Per ulteriori dettagli si rimanda al prospetto informativo del Fondo. La performance viene riportata al netto delle commissioni di gestione degli investimenti. Le spese correnti di cui al presente documento corrispondono a quelle riportate nell'ultima relazione annuale del Fondo alla data di chiusura dell'ultimo anno solare.

Il presente documento non è destinato alla distribuzione, né all'utilizzo da parte di persone o organismi che siano cittadini, residenti o ubicati in luoghi, stati o paesi o altra giurisdizione nei quali tale distribuzione, pubblicazione, disponibilità o utilizzo sarebbe contrario alla legge

© Q2/2023 Robeco

Le prospettive d'investimento 2024 sono state elaborate da **Peter van der Welle** (Multi-Asset Strategist) e **Colin Graham** (Head of Sustainable Multi-Asset Strategies) del team Multi-Asset di Robeco. Le prospettive d'investimento sostenibile sono state elaborate da **Masja Zandbergen** (Head of Sustainability Integration), **Michiel van Esch** (Head of Voting), **Rachel Whittaker** (Head of Sustainable Investing Research), **Gino Betata** (FI Analyst/Researcher) e **Malene Christensen** (FI Analyst/Researcher).

Per maggiori informazioni,  
consultare il sito web di Robeco.