

WEEKLY UPDATE

9 ottobre 2023



L'«ECONOMIA ECOLOGICA» COME NUOVO PARAMETRO DEL BENESSERE SOCIALE E DELLA SOSTENIBILITÀ

La teoria economica dell'ambiente è sempre stata eminentemente una teoria microeconomica, ovvero l'analisi teorica tende a concentrarsi sui prezzi e la questione centrale è come internalizzare i costi esterni ambientali per arrivare a prezzi che riflettano pienamente i costi opportunità marginali sociali; poi, una volta che i prezzi sono ritenuti congrui, il problema s'intende "risolto" senza il supporto di alcuna dimensione macroeconomica. Non a caso, una ricerca su alcuni dei principali testi di macroeconomia (Barro,1987 – Dornbusch-Fischer,1987 – Hall-Taylor,1987) mostra che non vi è alcuna menzione a tematiche quali ambiente, risorse naturali, inquinamento, esaurimento delle risorse. Secondo alcuni economisti, la ragione per cui la macroeconomia ambientale sarebbe sempre stata una sorta di "scatola vuota" risiede in ciò che Schumpeter definì "una visione pre-analitica"; a tutt'oggi, la visione della teoria economica moderna (e specialmente di quella macroeconomica) è quella del noto diagramma di flusso circolare, ovvero il sistema macroeconomico è visto come un sistema isolato in cui il valore di scambio si snoda fra imprese e famiglie in un circolo chiuso, in altri termini non c'è alcuno scambio di materia o energia con il suo ambiente: quindi, per dirla con Schumpeter, poiché l'analisi non può offrire ciò che la "visione pre-analitica" omette, è scontato che i testi di macroeconomia non trattino di ambiente, risorse naturali e inquinamento. Ciò premesso, un primo approccio all'*ecological economics* (economia ecologica) è sicuramente ascrivibile a Edward Daly (economista della Louisiana University e *senior economist* presso la Banca Mondiale) il quale, dubitando che il PIL potesse essere considerato un efficiente

DOCUMENTO A CURA
DEL TEAM GESTIONE
PRODOTTI AZIONARI,
OBBLIGAZIONARI E
SOLUZIONI DI
INVESTIMENTO di
Fideuram Asset
Management SGR



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING
Asset Management

parametro del benessere sociale, si è sempre fortemente adoperato per convincere il mondo accademico (e politico) che *“con la crescita si sfruttano in modo eccessivo le risorse naturali, si genera più inquinamento e si provocano anche effetti negativi sul piano etico”*; fin dai primi anni '70, dunque, Daly si è proposto quale alfiere di una nuova teoria economica proponendo un ripensamento su basi ecologiche e morali per *“reinderizzare l'economia verso la comunità, l'ambiente e un futuro sostenibile”*, arrivando ad accostare due scienze quali l'economia e la biologia in quanto entrambe aventi per oggetto il *“processo della vita”* e indicando, altresì, l'utilità del modello *input-output* dell'economista Leontief allo scopo di integrare *“il mondo delle merci nella più ampia economia della natura”*.

La svolta ecologica ha trovato ulteriore terreno fertile in un report del 1972 (*“The limits to growth”*) a cura del MIT (System Dynamics Group Massachusetts) nel quale si profetizza che *“in mancanza di profondi interventi correttivi delle tendenze in atto, il sistema mondiale sembra destinato a svilupparsi per poi subire un collasso e precipitare in miseria a causa della popolazione crescente in un ambiente sempre più degradato, nel quale le terre coltivabili, l'acqua e le risorse minerali saranno sempre più scarse e costose”*.

Posto che la tesi su cui poggia la mania della *“crescita senza limiti”* si fonda sull'ipotesi che il mutamento tecnologico possa diventare un modo per risolvere i problemi senza crearne e che possa continuamente conseguire il raggiungimento di obiettivi sempre più grandiosi una volta che le risorse siano esaurite, si arriva finalmente alla conferenza del 1982 sul tema dell'integrazione fra economia e ecologia, dove si comincia a prendere le distanze da economisti di formazione neoclassica, i quali si dicono convinti che *“il problema del deterioramento dell'ambiente si può risolvere internalizzando le esternalità”*, esattamente come riportato nei manuali di microeconomia: fatto sta che, da quel periodo in poi, il termine *“sviluppo sostenibile”* diventa la parola d'ordine sempre più diffusa e gli obiettivi di sviluppo sostenibile vengono qualificati come *“il soddisfacimento dei bisogni della generazione presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di realizzare i propri”*.

Nello specifico, mentre gli economisti neoclassici trattano tutti gli input (lavoro, capitale, risorse naturali) allo stesso modo, gli economisti ecologici insistono su una differenza qualitativa: il lavoro e il capitale sono agenti di una trasformazione, fondi che trasformano un flusso di risorse naturali in un flusso di prodotto, ma non sono essi stessi incorporati fisicamente nel prodotto.

Più ancora, gli economisti ecologici riconoscono l'importanza dell'energia, essenziale per ogni produzione e, recuperando la legge dell'entropia, ribadiscono che *“tutta la produzione economica genera inevitabilmente rifiuti”*, tant'è che la funzione di produzione dell'economia ecologica incorpora anche l'uso di energia e l'emissione di rifiuti laddove, invece, l'economia neoclassica omette del tutto questi ultimi fattori.



In definitiva, dopo anni di riflessioni, dibattiti, convegni e accese discussioni all'interno del mondo accademico e politico, il Rapporto della Commissione Brundtland (*World Commission Environment and Development*, 1987) arriva a fornire un grande contributo nel sottolineare l'importanza dello sviluppo sostenibile e di fatto nel porlo energicamente in cima all'agenda delle Nazioni Unite, dando un forte impulso a quella che poi sarebbe divenuta l'«Agenda 2030» per lo sviluppo sostenibile, sottoscritta il 25 settembre 2015 da 193 Paesi delle Nazioni Unite, individuando un programma d'azione per le persone, il pianeta e la prosperità articolato in 17 obiettivi sostenibili da raggiungere entro il 2030.

Non più, dunque, una visione meramente teorico-idealista, ma una chiara presa di coscienza traslata in altrettanto chiari precetti normativi, in quanto l'Agenda 2030 nasce proprio per far fronte all'insostenibilità dell'attuale modello di sviluppo (sul piano ambientale ed economico-sociale) e si focalizza su cinque concetti chiave:

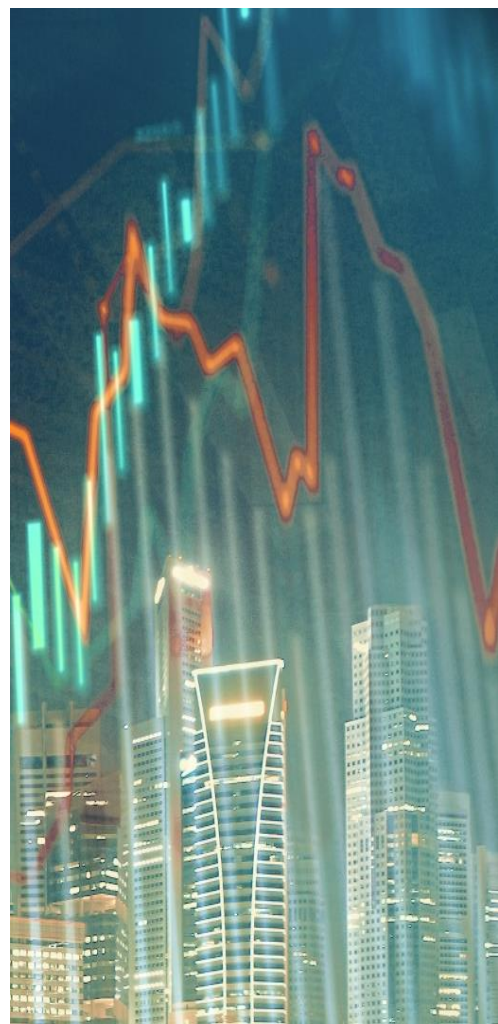
- a) persone (eliminando fame e povertà e garantendo dignità e uguaglianza);
- b) prosperità (garantendo vite prospere e in armonia con la natura);
- c) pace (promuovere l'affermazione di società pacifiche, giuste e inclusive);
- d) partnership (implementando l'Agenda attraverso solide collaborazioni);
- e) pianeta (proteggendo le risorse naturali e il clima del pianeta a salvaguardia delle generazioni future).

La risposta della comunità finanziaria non si è fatta attendere ma, anzi, ha assecondato *in toto* gli obiettivi attesi per il 2030 promuovendo in modo massiccio, soprattutto in Europa, gli investimenti ESG ormai cresciuti oltre i 250 miliardi (e pur decelerando in parte nel secondo trimestre 2023, i flussi di investimento “sostenibili” in entrata si sono confermati ampiamente superiori a quelli “convenzionali”), nella piena convinzione che “*chi guarda in profondità nella natura capirà meglio ogni cosa*” (A. Einstein).

L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Settimana di inizio ottobre (all'avvio lunedì 2) decisamente beneaugurante per i mercati azionari globali grazie ai dati macro cinesi relativi al PMI manifatturiero relativo al mese di settembre che ha riagguantato la fase di espansione (salendo oltre i 50 punti) per la prima volta dal mese di marzo di quest'anno.

L'indice Shanghai Composite, peraltro, la scorsa settimana era chiuso per l'occasione della *Golden Week*, settimana nella quale si celebra l'anniversario della fondazione della Repubblica Popolare Cinese, ma indubbiamente la comunità finanziaria internazionale ha recepito con grande sollievo e interesse i numeri rilasciati da Pechino, anche perché, sempre sul versante asiatico, ben supportati dal progressivo



miglioramento dell'indice Tankan giapponese (sulla fiducia delle imprese).

Quest'ultimo ha guadagnato quattro punti per il secondo trimestre consecutivo (portandosi a 9, oltre le stime di consenso), ben coadiuvato dall'indice PMI dei servizi, confermatosi a settembre in fase di espansione.

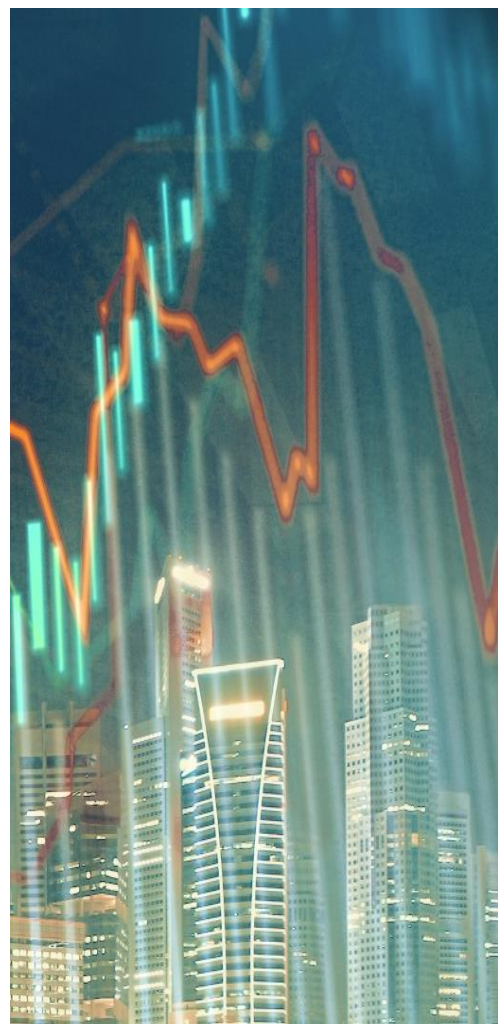
Il tema dominante della settimana, tuttavia, è stato senza dubbio la forte impennata dei tassi su scala globale (con rendimenti diffusi dai Btp ai Treasury al 5 %), al punto che un nuovo mantra ha cominciato a circolare nelle sale dei trader, ovvero *"higher for longer"* (tassi più alti e per più tempo); nuovi record di rendimenti (il trentennale americano sui massimi di 16 anni), dunque, soprattutto sulla parte lunga della curva, quella meno condizionata dalle politiche monetarie ma più dal "premio al termine".

La novità delle ultime settimane, in particolare all'indomani della riunione della FED dello scorso 20 settembre, quando appunto Powell ha sdoganato la stagione *"higher for longer"* (e precisando che il "tasso neutrale" al 2.5% *"è ragionevole che possa salire"* ha contribuito non poco ad alzare l'asticella globale dei tassi), è che gli investitori dei bond sono diventati dei "guardiani": ossia, non sono più disposti a comprare bond a lunga scadenza senza un adeguato "premio a termine", mettendo pressione ai governi e ai recenti deficit che, in buona parte, sono causa di questa nuova ondata di rialzi dei tassi sul mercato secondario; senza contare che il primo dei tre dati settimanali attesi sul mercato del lavoro USA, ovvero i JOLTS (nuovi posti di lavoro aperti) ha alimentato ulteriori dubbi, in quanto a sorpresa ad agosto le nuove posizioni lavorative sono cresciute a 9.6 milioni ratificando, di fatto, la persistente resilienza del mercato del lavoro americano nonostante il più violento rialzo dei tassi degli ultimi 40 anni.

Non a caso, dopo la pubblicazione del dato (martedì 3), il mercato dei future sui tassi ha alzato al 50% le probabilità che la FED attui un'altra stretta entro fine anno.

Per quanto poi riguarda il Vecchio Continente, i contenuti dei commenti settimanali non si sono distinti per una particolare originalità replicando, anzi, concetti e tematiche già ampiamente noti agli investitori; il bollettino della BCE, ribadendo che *"i rialzi dei tassi decisi finora stanno sempre più indebolendo la domanda"*, ha evidenziato come la maggior parte delle componenti dell'inflazione di base stiano cominciando a calare in ragione di un crescente allineamento tra domanda e offerta (nonché alla progressiva assenza dell'impatto dei precedenti aumenti dei prezzi dei beni energetici), pur in un contesto in cui le pressioni interne sui prezzi continuano ad essere considerevoli.

In tale ottica, risulta perfettamente allineato l'intervento di De Guindos, secondo il quale *"iniziare a parlare di tagli dei tassi ora è prematuro poiché l'ultimo tratto da percorrere non sarà facile"* e



l'intervento di Lane (capo economista BCE) alla conferenza annuale in Lituania ha fugato ogni dubbio, in quanto *"in base alla sua attuale valutazione, il Consiglio direttivo ritiene che i tassi di interesse di riferimento abbiano raggiunto livelli che, mantenuti per un periodo sufficientemente lungo, forniranno un contributo sostanziale a un ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo"*.

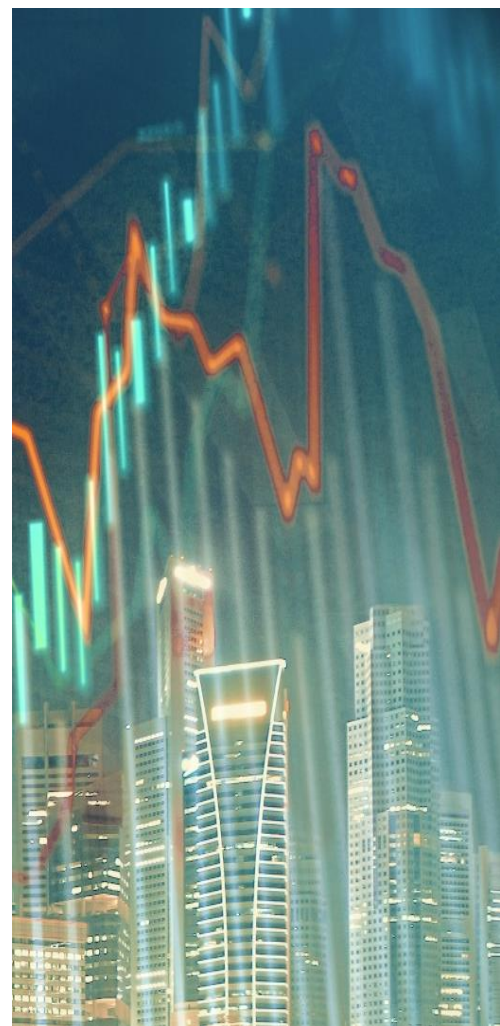
Lagarde, da parte sua, calandosi in una dimensione più "familiare", ha ammesso che *"sappiamo bene quanto dolore infliggono i tassi di interesse a questi livelli, quanta sofferenza c'è, ma sappiamo anche che la nostra missione e il nostro dovere è riportare l'inflazione all'obiettivo in maniera tempestiva"*.

Oltreoceano, come sovente accade negli ultimi tempi, continuano a convivere due anime distinte all'interno del mondo FED; da un lato, gli austeri Barkin, Mester e Bowman predicano ulteriori ritocchi al rialzo dei tassi e quest'ultimo soprattutto non nasconde che *"nel tentativo di ristabilire un'inflazione al 2% in tempi brevi saranno necessari ulteriori aumenti dei tassi di interesse; vedo un rischio continuo che gli alti prezzi dell'energia possano compromettere parte dei progressi che abbiamo visto sull'inflazione negli ultimi mesi"*, mentre il nucleo più accomodante dei banchieri centrali rivendica la possibilità che ormai la FED abbia raggiunto il picco (Williams), lasciando aperta anche la possibilità che *"la FED realizzi qualcosa di piuttosto raro nella storia delle banche centrali, ovvero sconfiggere l'inflazione senza danneggiare l'economia"* (Goolsbee).

Nel mentre, l'agenzia S&P Global Ratings ha fatto sapere che in agosto i casi di default sono saliti ai massimi del 2009 (con 16 insolvenze, il doppio della media, e ormai 107 da inizio anno); per di più, si stima che i tassi di default *speculative grade* a 12 mesi negli Stati Uniti e Europa continueranno a salire dai livelli attuali, rispettivamente al 4.5% e al 3.75% entro giugno 2024 e una delle ragioni di questa "febbre" estiva va ricercata, secondo S&P, anche nell'impennata dei *"distressed exchange"*, ovvero le conversioni del debito in altre forme: in altri termini, *"questi tipi di default continuano ad attrarre gli emittenti in difficoltà che considerano la ristrutturazione extragiudiziale una strada migliore rispetto ad altre opzioni come il fallimento tradizionale"*.

Per quanto poi riguarda l'attesissimo dato sui *NonFarm Payrolls* (mercato del lavoro) di venerdì 6, anche qui i dati hanno giocato in favore di una politica monetaria conservativa in termini restrittivi (e i tassi che si stavano calmierando hanno virato subito al rialzo), con una crescita dell'occupazione ben superiore alle stime di consenso che, dunque, da giugno in poi ha accelerato nei tre mesi successivi.

Nello specifico, l'accelerazione è stata trainata in primis dal comparto del *Leisure & Hospitality*, con quasi 100 mila addetti in più, anche se la sorpresa nell'andamento dell'occupazione si è associata con una dinamica relativamente moderata (e inferiore alle attese) dei salari orari, ragion per cui nel complesso le indicazioni sulla dinamica salariale sono da considerare abbastanza confortanti dalla Fed, a

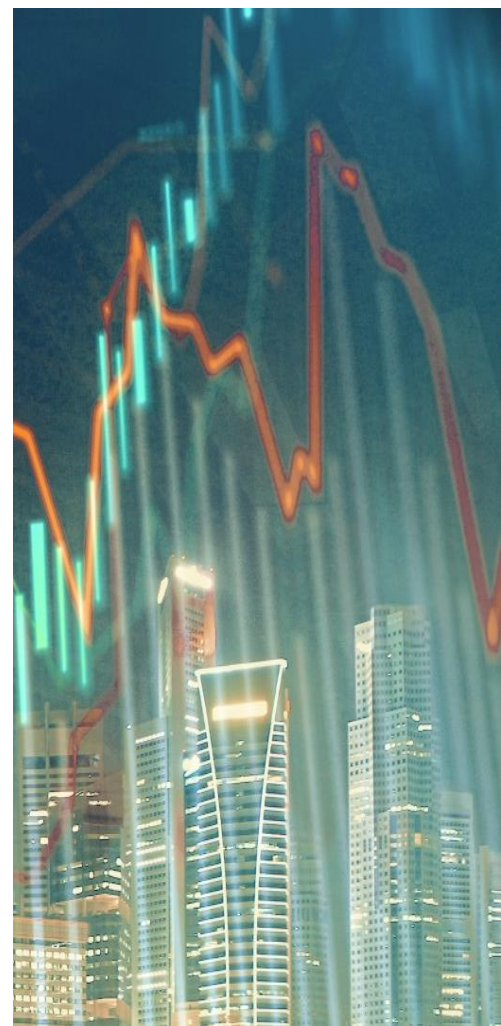


differenza di quelle relative alla notevole accelerazione della crescita occupazionale: in definitiva, il dato sul mercato del lavoro di settembre conferma che il rischio di un rialzo dei tassi in una delle prossime due riunioni della Fed non è trascurabile, anche se da parte nostra ribadiamo l'aspettativa che il ciclo restrittivo della politica monetaria si sia concluso con il rialzo deciso a fine luglio.

Il saldo settimanale dei principali listini internazionali ha evidenziato una tendenziale debolezza, pur con l'S&P 500 comunque in zona verde oltre 4300, l'Eurostoxx 600 resiliente nel range 440-445 e il Topix giapponese in salutare correzione e buona tenuta del livello 2200.

Universo obbligazionario penalizzato nella prima parte della settimana, con rendimenti decennali governativi su nuovi massimi relativi (4.88% per gli americani e 3.02% per i tedeschi), salvo poi correggere in parte in chiusura di ottava (prima dei dati sul lavoro), con spread Btp-Bund al test dei 205 punti base, a riflesso di una settimana impegnativa per il comparto bond.

Moneta unica sempre debole con minimo a 1.0448, con yen al test di 150 e rublo russo di nuovo oltre la soglia psicologica 100 a conferma del peso dei deflussi di valuta estera e contrazione della bilancia commerciale mentre, in tema di commodities, petrolio in forte flessione in direzione 80 a causa di timori legati alla domanda nonostante l'Arabia Saudita abbia confermato i tagli alla produzione di greggio fino alla conclusione del 2023.



DISCLAIMER

Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management SGR" o "SGR"), società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (TUF), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Asset Management SGR (ed eventualmente da altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, è fornita dalla SGR relativamente all'accuratezza, completezza, affidabilità e correttezza delle stesse. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento o in eventuali documenti allegati non costituiscono in alcun modo ricerca in materia di investimenti o comunicazione di marketing, raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, né sollecitazione o offerta, né consiglio di investimento, consulenza in materia di investimenti, consulenza legale, fiscale o di altra natura.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni e le previsioni qui contenute.

Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, è necessario prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.

I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.

Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita, né una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.

Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute; la SGR e i propri dipendenti non sono altresì responsabili per qualsiasi errore e/o omissione contenuti in tali informazioni.

La presente comunicazione e i relativi contenuti (ivi compresi quelli di eventuali documenti allegati) non potranno essere riprodotti, ridistribuiti, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicati, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso scritto da parte della SGR.