

La Versione di Iggo

26 APRILE 2019



Chris Iggo
Chief Investment Officer, Fixed Income

Come accumulare ricchezza e salvare il pianeta

Secondo alcune fonti, negli ultimi anni il Regno Unito ha ridotto in misura rilevante le emissioni di anidride carbonica. Secondo altre fonti, l'umanità si trova sull'orlo dell'estinzione poiché non stiamo facendo abbastanza per invertire il riscaldamento globale. È una tematica complessa. La scienza, il governo e le imprese stanno cercando di contenere i danni climatici e ambientali e di migliorare la qualità della vita sul pianeta e per gli esseri umani. Indubbiamente si tratta di un compito arduo. Il settore finanziario ha un ruolo in questo processo e si sta orientando verso gli investimenti responsabili per ragioni sia finanziarie che non finanziarie.

Limitando i disastri naturali derivanti dai cambiamenti climatici si ottiene certamente un vantaggio in termini di performance finanziaria delle compagnie assicurative. La scoperta di fonti di energia più pulita e più efficiente andrà certamente a beneficio degli investitori azionari che hanno impegnato i loro capitali nelle società che operano in tale settore. Il contenimento del rischio di perdite di capitale derivanti dai costi delle controversie o normativi per le società impegnate in attività non etiche, investendo nelle imprese con standard più elevati, favorirà gli investitori obbligazionari. Se investitori e gestori mettessero i fattori ESG sempre più al centro delle loro attività di investimento, potrebbero influire positivamente su alcune aree della società, e potremmo allontanare il dibattito sui cambiamenti climatici dai negazionisti ma anche dai catastrofisti. Con investimenti responsabili si intende la possibilità di influenzare il cambiamento per il bene del nostro pianeta e dei suoi abitanti. E questo può andare di pari passo con la prosperità. Man mano che questo settore attribuirà più importanza agli investimenti responsabili, si andrà diffondendo, forte e chiaro, il messaggio che si tratta di una "buona cosa".

Le proteste – Chi si trovava a Londra o nei suoi paraggi la settimana scorsa, o si è sintonizzato sulle notizie provenienti dal Regno Unito, sarà già a conoscenza dei disordini creati in città dalle dimostrazioni degli attivisti del cambiamento climatico. Le proteste hanno coinciso con uno dei fine settimana pasquali più caldi della storia e con l'udienza in Parlamento della sedicenne attivista svedese Greta Thunberg. La copertura mediatica ha evidenziato chiaramente la situazione del "dibattito" sul clima in ambito pubblico. È stato alquanto scoraggiante ascoltare alla radio le voci di coloro che negano che il cambiamento climatico sia in atto e leggere le loro dichiarazioni sui social media. È comunque ugualmente scoraggiante rendersi conto che il pubblico non è consapevole degli enormi sforzi che si stanno facendo, sia nella sfera pubblica che da parte delle aziende, per rispondere alle sfide dei cambiamenti climatici e del riscaldamento globale. Il mondo delle imprese si sta adattando rapidamente a obiettivi non finanziari che vanno ad abbinarsi a quelli tradizionali del rendimento

dell'investimento, allo scopo di rispondere a più ampie ambizioni sociali. Questo non riguarda unicamente il cambiamento climatico, che è indubbiamente il fattore più importante, ma anche tematiche ambientali, sociali e di governance di più ampia portata. Coloro che possiedono e coloro che gestiscono i capitali si stanno rendendo conto del ruolo che possono avere nell'incoraggiare imprese e governi ad adottare politiche che rispettino la necessità di prenderci cura del nostro pianeta, che alimentino la diversità e le pari opportunità e che garantiscano la responsabilità del comportamento economico rispetto a una più ampia gamma di criteri, al di là di quelli meramente finanziari.

Il ruolo del capitale nella definizione di risultati con un beneficio sociale – Per quanto non esista un approccio univoco per inserire i fattori ambientali, sociali e di governance nel modo di operare dei gestori degli investimenti, io credo che ci sia un principio fondamentale che li accomuni. Mi riferisco al fatto che la ripartizione del

La Versione di Iggo

capitale nell'economia moderna sia discrezionale. Il capitale sarà dunque utilizzato dove gli investitori ritengono di poter ottenere il miglior rendimento e/o dove il rischio è più contenuto e, sempre più frequentemente, dove la società civile nel suo complesso vuole assistere a dei cambiamenti in termini di performance non finanziaria. Tra gli indicatori di performance non finanziaria potremmo considerare il volume delle emissioni di CO2 generati da un'impresa, il numero di donne nelle posizioni manageriali chiave, il contributo al conseguimento di uno degli obiettivi di sviluppo delle Nazioni Unite o una maggiore trasparenza in termini di corporate governance.

Le società sono incentivate a contenere al minimo il costo del capitale; dovrebbero, dunque, adeguare il loro comportamento nel corso del tempo allo scopo di ottimizzare il rendimento, ridurre il rischio e migliorare in generale il contributo ai fattori ESG. Le imprese che agiranno in questo modo avranno un vantaggio competitivo, in quanto il costo del capitale sarà inferiore. Ciò avvantaggerà gli azionisti e ridurrà il rischio per i creditori. Dal punto di vista del reddito fisso, i fattori ESG possono essere considerati uno strumento di gestione del rischio analogo al rating di credito. Se il business model di un'azienda generasse il rischio di un intervento da parte delle autorità di vigilanza o un'azione legale, per esempio a causa di insufficienti controlli ambientali o di pratiche fraudolente nella vendita di prodotti finanziari, l'affidabilità creditizia risulterebbe danneggiata. La possibilità di monitorare il profilo di rischio di una società in merito a una gamma di tematiche più vasta rispetto agli indicatori di credito tradizionali, come un rapporto troppo elevato tra debito e EBITDA o un indice di copertura finanziaria troppo basso, andrà certamente a vantaggio di chi investe nel debito, che dovrebbe sempre temere che il rendimento derivante dal *carry* venga spazzato via da un evento di credito negativo.

La gestione del rischio – Con l'evoluzione dell'industria degli investimenti verso misure più sofisticate dei rischi ESG e la capacità di differenziare i profili di rischio dei singoli emittenti, settori e Paesi, inevitabilmente si crea un legame più solido tra punteggio ESG, performance e rischiosità. Anche in questo caso il parallelo è con il rating di credito tradizionale, che ha sviluppato modelli piuttosto efficaci per riflettere il rischio di un calo del valore di un'obbligazione a causa del suo profilo di credito (debito troppo alto, business model troppo ciclico, ecc.). Gli investitori vorranno un rendimento più alto in presenza di un punteggio ESG più scarso per compensare il rischio che il business model dell'emittente non sia sostenibile. Il costo più elevato del capitale dimostrerà l'insostenibilità del business model oppure spingerà a cambiarlo allo scopo di ottenere standard ESG più elevati. Il contesto legislativo e normativo contribuirà a promuovere il cambiamento, ma gli investitori

hanno un ruolo molto importante in questo senso. Da qui la rapida evoluzione delle strategie ESG, dei fondi sostenibili specializzati e degli investimenti a impatto sociale. Come rappresentante di una società di investimento attiva, vedo che l'analisi dei fattori ESG sta diventando essenziale per il processo di investimento affinché i gestori dei fondi facciano le scelte giuste, non solo per sfruttare le tendenze in evoluzione nel cosiddetto settore dell'economia "pulita", ma anche per contenere al minimo i rischi di perdita, riducendo l'esposizione sugli emittenti che hanno standard inferiori.

Attivo è meglio – Relativamente ai fattori ESG, ci sono diversi livelli di gestione attiva. A un primo livello ci sono le politiche basate sull'esclusione: gestori e investitori decidono di non investire nelle società (e nei Paesi) con attività che non sono nell'interesse della società civile. Ci riferiamo alle società del tabacco, a quelle coinvolte nella produzione di armi o di carbone, e così via. Oggigiorno le politiche di esclusione sono una versione più sofisticata dei fondi etici tradizionali, che non investono nei produttori di tabacco, alcool e in determinate attività finanziarie. Chi investe grandi capitali, come i fondi pensione e le compagnie di assicurazione, può avere un profondo impatto sul comportamento aziendale e sulle scelte del governo attraverso l'adozione di determinate politiche di investimento. Oltre a escludere gli investimenti in alcune attività, con un grosso impatto sul costo del capitale di determinati settori, oggi c'è sempre più interesse per gli investimenti a impatto che impiegano il capitale per ottenere un risultato specifico, per esempio ridurre le emissioni, centrare obiettivi di sviluppo o sostenere progetti di microfinanza. Questa procedura tende a essere più mirata ed è associata in particolare al private equity. Per la maggioranza, la difficoltà sta nell'inserire i fattori ESG nel processo di investimento mantenendo l'attenzione concentrata sul rendimento e sulla performance finanziaria.

I due aspetti non si escludono a vicenda. Ma costringere le aziende ad adottare un comportamento più virtuoso può portare anche a una migliore performance finanziaria nel lungo periodo. Per gli investitori, un'esposizione ESG di più alta qualità dovrebbe risultare anche in un miglior rendimento nel lungo termine. Può rappresentare, inoltre, un vantaggio per gli investimenti attivi. Le strategie di investimento passive che replicano il rendimento di un indice non fanno differenza tra le società che applicano bene i criteri ESG e le altre. I gestori di portafogli attivi invece considerano sempre più spesso questo aspetto. Se gli investitori vogliono portafogli ESG, è meglio che si rivolgano ai gestori attivi in grado di conseguire tale obiettivo. Gli investimenti indicizzati non sono un modo efficiente di ripartire il capitale in un'economia, né certamente sono un modo efficiente di impiegare il capitale per conseguire risultati migliori dal punto di vista non finanziario.

La Versione di Iggo

La governance è sempre importante nell'analisi del credito –

Nel reddito fisso l'attenzione è rivolta al credito. La valutazione della governance delle società è sempre stata una parte cruciale dell'analisi del credito per dare ai creditori fiducia nelle capacità e nella volontà del management dell'azienda di gestire in modo efficace il proprio stato patrimoniale, di curare gli interessi di azionisti e obbligazionisti e di concentrarsi sui propri rating di credito. L'ampliamento del concetto di governance, fino a comprendere l'impatto ESG di un'azienda e il modo in cui gestisce tali aspetti, è un'estensione naturale del lavoro tradizionale fatto sul credito. Servono però impegno e risorse. Gli asset manager attribuiscono ai loro analisti del credito e agli specialisti degli investimenti responsabili un mandato sempre più ampio per coinvolgere le aziende in queste tematiche. Oggi non è concepibile che eventi come lo scandalo sui test delle emissioni di Volkswagen, sul riciclaggio di denaro di Danske Bank, o come la responsabilità del crollo del ponte di Genova non determinino un cambio ai vertici aziendali, anche grazie all'attenzione da parte delle politiche di investimento responsabili.

Le strategie ESG hanno un ruolo importante in questi cambiamenti e speriamo che servano a creare aziende meglio gestite e un profilo ESG più solido. Per giungere a un portafoglio di credito che miri a una migliore esposizione sulle tematiche ESG nel corso del tempo, serve la capacità di monitorare il profilo ESG delle singole aziende, attraverso dati che misurino una serie di fattori ma anche attraverso la capacità di interpretare tali dati, di capire cosa spinga le aziende a migliorare la loro performance e a prendere decisioni *relative value* che tengano conto sia del punteggio ESG che degli indicatori di credito tradizionali.

Qui e ora – Sebbene queste cose si sappiano, volevo sottolineare il fatto che i criteri ESG stanno diventando una parte importante delle gestioni attive in molte componenti del settore finanziario. Normalmente mi concentro sull'impatto del contesto macroeconomico sui tassi di interesse, sugli spread inflazionistici o sui premi per il rischio di credito. Indubbiamente questo approccio top-down continuerà a essere estremamente importante per prendere le decisioni di asset allocation e per gestire le aspettative di rendimento. Tuttavia, i portafogli sono costituiti da titoli e l'analisi ESG conferisce un ulteriore vantaggio in fase di selezione e aiuta a rispondere ai requisiti non finanziari degli investitori. In un mondo caratterizzato da tassi bassi e fondamentali stabili nei mercati del credito, l'analisi ESG può fare la differenza nella scelta di investire nelle obbligazioni di una società rispetto a un'altra con lo stesso profilo di credito tradizionale.

Anche se questo non si manifesta nella performance relativa nel breve periodo, è sempre più evidente che gli

investitori preferiscono un'esposizione nelle società con profili ESG migliori, anche se non ci sono differenze evidenti nel valore relativo o nel potenziale di rendimento a breve termine. In effetti gli investitori devono fare e fanno queste scelte oggi. In alcuni mercati, una gara d'appalto indetta da un investitore istituzionale per conferire un mandato di credito, senza una copertura ESG o una politica ESG integrata nella strategia, fa ormai parte del passato. Per un gestore, descrivere le proprie credenziali di investitore conforme ai criteri ESG è un requisito fondamentale per attirare un nuovo cliente o per far inserire i propri fondi in una piattaforma di investimento. Questo significa che anche lo sviluppo di prodotti tiene conto dei requisiti ESG: i fondi sostenibili, i *green bond* e i prodotti a impatto sociale stanno diventando sempre più la norma nell'ambito dell'offerta dei gestori degli investimenti. Gli standard di settore sono sempre più rigorosi contro il cosiddetto "*green washing*" e cercano di fornire agli investitori degli indicatori sulla base dei quali misurare la performance dei fondi ESG. Ci sono numerosi indici sui *green bond* e la maggior parte dei fornitori oggi pubblica una versione ESG degli indici tradizionali attribuendo un punteggio ESG a tutti i componenti dell'indice.

I mercati come veicolo del cambiamento sociale – I governi hanno un ruolo importante nello sviluppo di un'economia più sostenibile. Tasse e incentivi devono essere, e continuano a essere, utilizzati per influenzare sia i produttori che i consumatori allo scopo di ottenere determinati risultati. E funziona. Oggi ci sono meno persone che fumano. I produttori di automobili stanno passando rapidamente dalla benzina alle auto elettriche. I consumatori chiedono a gran voce di cambiare il tipo di imballaggio degli alimenti. Il mondo della finanza sta facendo la sua parte mettendo i fattori ESG al centro degli investimenti. I mercati azionari offrono gli strumenti per investire nelle società che cercano di sviluppare nuove forme di energia, che sfidano i metodi agricoli tradizionali, che fanno progressi in campo sanitario grazie alle nuove tecnologie, alleviando l'onere del sistema sanitario statale. I mercati del debito consentono di intervenire sui capitali per influenzare il comportamento delle aziende (e a volte anche dei governi).

C'è ancora molto da fare se la società vuole realizzare le proprie ambizioni e ottenere un pianeta più pulito e una popolazione più sana. Talvolta questo comporta prendere decisioni che potrebbero influire sul rendimento finanziario nel breve termine ma, se questo significa centrare l'obiettivo di 2 gradi del riscaldamento globale, i vantaggi a più lungo termine dimostreranno che ne è valsa la pena. Infine, dato che i capitali sono globali, credo che l'attenzione si sposterà sempre più su come è possibile aiutare e incoraggiare i Paesi in via di sviluppo a essere più "verdi".

La Versione di Iggo

La Cina, per esempio, rappresenta un'enorme sfida in questo senso per via della sua dipendenza dal carbone come principale fonte di energia. Nello stesso tempo, il Paese vanta il mercato dei *green bond* in più rapida crescita e questo dà agli investitori sensibili alle tematiche ESG l'opportunità, a livello internazionale, di contribuire al finanziamento di progetti che produrranno fabbriche, mezzi di trasporto ed edifici più efficienti dal punto di vista energetico.

Investimenti irresponsabili – Se non altro l'impatto ambientale del Manchester United non potrà peggiorare questa stagione, dato che la squadra non dovrà più viaggiare per partecipare alla Champions League né sfilare tra le strade della città con un trofeo in mano. Dubito che riesca ad assicurarsi un posto tra i primi quattro che porti la squadra a viaggiare verso remote destinazioni europee per l'Europa League il prossimo anno. Speriamo che ci sia un rimpasto tra i giocatori, che potrebbe concludersi anche con un guadagno finanziario se diamo conto alle voci su quanto guadagnano alcuni dei membri meno proficui della squadra. A Manchester serve decisamente una migliore ripartizione del capitale. A ogni modo, il City merita il Campionato e l'Ajax merita di vincere la Champions League. Non vedo l'ora che inizi la prossima stagione quando continuerò irrazionalmente a sperare nel ritorno di un calcio esuberante all'Old Trafford e in un posto tra i primi due in Campionato per il Sheffield Wednesday. Per quanto riguarda il calcio, non sembra che l'età mi abbia reso più saggio.

Buon fine settimana,

Chris

La Versione di Iggo

Il presente documento è destinato unicamente a Soggetti collocatori o investitori professionali / istituzionali, e non può essere in alcun modo diffuso al pubblico o consegnato ad investitori che non posseggano tale qualifica.

AXA Investimento Managers UK Limited (Londra), è una società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito, numero di riferimento 119368, sede societaria al 7, Newgate St, London EC1A 7NX – Registrata in Inghilterra e Galles con il numero: 01431068.

Le informazioni contenute nel presente documento hanno scopo esclusivamente informativo ed in nessun modo rappresentano da parte di AXA IM un'offerta d'acquisto o vendita o sollecitazione di un'offerta d'acquisto o vendita di titoli o di strumenti o a partecipare a strategie commerciali.

Le informazioni contenute nel presente documento sono riservate e fornite esclusivamente su richiesta del destinatario. Accettando le informazioni ivi contenute il destinatario si impegna ad usare le suddette esclusivamente per finalità interne e si impegna altresì a non divulgarle a nessun altro soggetto. Qualsiasi riproduzione delle presenti informazioni totale o parziale è vietata.

AXA Investment Managers non offre consulenza legale, finanziaria, fiscale o di altra natura sull'idoneità di questi fondi/investimenti o servizi per gli investitori, che dovrebbero, però, prima di investire, richiedere un consiglio professionale appropriato e fare le loro valutazioni sui meriti, rischi e conseguenze fiscali.

AXA Investment Managers declina ogni responsabilità riguardo eventuali decisioni basate sul presente documento. I pareri espresso nel presente documento non costituiscono consulenza in materia d'investimento

Il presente documento è stato elaborato sulla base di dati, proiezioni, anticipazioni e ipotesi di natura soggettiva. Le analisi e le conclusioni ivi contenute esprimono un'opinione, basata sui dati disponibili ad una data specifica. In conseguenza della natura soggettiva e indicativa di queste analisi, attiriamo la Vostra attenzione sul fatto che la reale evoluzione delle variabili economiche e i valori dei mercati finanziari potrebbero differire significativamente dalle indicazioni (proiezioni, previsioni, anticipazioni e ipotesi) fornite nel presente documento. Inoltre, per esigenze di semplificazione, le informazioni contenute nel presente documento possono essere considerate esclusivamente soggettive. Il presente documento può essere modificato senza preavviso e AXA Investment Managers ha facoltà di, ma non l'obbligo, di aggiornare o rivedere il medesimo.