

Fare bene e fare del bene: Trade-off ESG negli investimenti

Caspar Siegert, Ph.D., *Research Analyst, Sustainable Investing*

Karen Ward, *Chief Market Strategist, EMEA, Global Market Insights Strategy*

Nicolas Aguirre, CFA, *Head of Portfolio Construction & Risk, Endowments & Foundations Group*

Philippa Clough, CFA, *Portfolio Manager, International Equities Group*

Kerry Craig, CFA, *Global Market Strategist, Global Market Insights Strategy*

Tim Lintern, CFA, *Global Strategist, Multi-Asset Solutions*

Patrik Schöowitz, CFA, *Global Strategist, Multi-Asset Solutions*

Shivani Sharma, *Quantitative Research, International Equities Group*

IN SINTESI

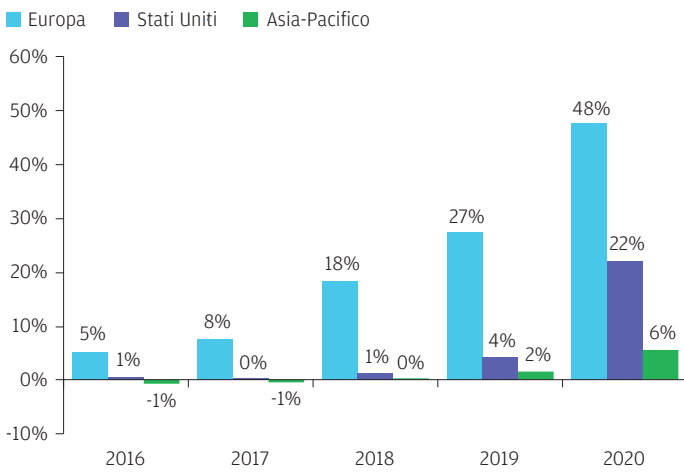
- L'interesse per gli investimenti sostenibili sta intensificandosi in tutto il mondo, alimentato dagli investitori che mirano a incrementare i rendimenti rettificati per il rischio ("fare bene") e supportare risultati sostenibili ("fare del bene").
- La nostra analisi non evidenzia alcun compromesso significativo tra "fare bene" e "fare del bene" quando si investe nei mercati pubblici. Poiché l'investimento ESG - con attenzione a caratteristiche ambientali, sociali e di governance - non comporta un costo in termini di performance, può essere considerato una "opzione a costo zero" per allineare i portafogli ai valori degli investitori, nonché per preparare i portafogli agli impatti di una regolamentazione ambientale e sociale potenzialmente più severa.
- Gli investitori dovrebbero tuttavia evitare di avere dei bias nella loro asset allocation strategica per conseguire risultati sostenibili.
 - Aniché orientarsi verso le aree geografiche con punteggi ESG più elevati, gli investitori dovrebbero identificare le aziende sostenibili in ogni area geografica.
 - Analogamente, non dovrebbero essere dissuasi dall'investire nei mercati privati a causa della mancanza di dati ESG. L'identificazione di leader sostenibili nei mercati privati può agevolare il conseguimento di risultati sostenibili.
- Riscontriamo valore in un approccio duplice: scelta di un mix ottimale di classi di attivi sulla base delle misure di rischio e rendimento tradizionali, e orientamento del portafoglio verso i leader ESG o quelli "in miglioramento" sul fronte ESG, all'interno di ciascuna classe di attivo.

GLI INVESTITORI CONVERGONO IN MISURA CRESCENTE SUGLI INVESTIMENTI ESG SIA PER “FARE DEL BENE” CHE PER “FARE BENE”

L'interesse per gli investimenti sostenibili sta crescendo in tutto il mondo tra un'ampia gamma di investitori (**FIGURA 1**). Alcuni soggetti sono da tempo motivati da obiettivi ambientali o sociali. Altri ricercano opportunità finanziarie nelle aziende destinate a trarre profitto dalla rapida evoluzione delle preferenze dei consumatori, dalle politiche e delle normative, alimentando un ulteriore interesse per gli investimenti sostenibili.

L'interesse per gli investimenti sostenibili è in rapido aumento

FIGURA 1: FLUSSI IN STRATEGIE SOSTENIBILI IN PERCENTUALE DEGLI AFFLUSSI TOTALI PER REGIONE



Fonte: Morningstar, J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 giugno 2021.

Quali sono le scelte e i compromessi a cui gli investitori devono far fronte integrando i rischi e le opportunità ambientali, sociali e di governance (ESG) nei portafogli multi-asset?

In generale, gli investitori tendono a considerare i fattori ESG per incrementare i rendimenti rettificati per il rischio (“fare bene”) o conseguire risultati sostenibili (“fare del bene”). La nostra analisi non individua alcun compromesso significativo tra “fare bene” e “fare del bene” quando si investe nei mercati pubblici. Un portafoglio azionario neutrale sul piano settoriale non viene frenato in termini di performance, rispetto al benchmark, da un orientamento verso i leader ESG (definiti come società che esprimono buone performance nel quadro dei punteggi ESG di J.P. Morgan Asset Management).

Sul fronte del reddito fisso, malgrado i segnali indichino che gli emittenti ESG con punteggi più elevati paghino cedole inferiori, gli investitori sono verosimilmente compensati da un tasso d'insolvenza più basso. I risultati in termini di rendimenti totali varieranno in funzione di quali dei molti sistemi di rating ESG sono utilizzati. Per quanto riguarda sia le azioni che il reddito fisso, la scelta di un sistema di rating ESG che produca “punteggi” ESG affidabili è fondamentale negli investimenti sostenibili.

Gli investitori che desiderano portafogli con un minimo punteggio ESG potrebbero essere tentati di evitare particolari regioni o mercati, come gli emergenti. La nostra analisi dimostra tuttavia che, a causa della notevole differenza di punteggi in ogni regione, una delle soluzioni di portafoglio migliori consiste nell'ottimizzare prima di tutto a livello di regione e poi all'interno di una regione in base a un punteggio ESG.

Analogamente, gli investitori non dovrebbero essere dissuasi dall'investire nei mercati privati solo perché i dati ESG sono talvolta più difficili da ottenere. Ignorare i mercati privati può infatti comportare una perdita reale perché tali mercati offrono in misura crescente portafogli con soluzioni miranti a ottenere reddito, diversificazione e alfa.

Le informazioni ESG possono essere meno trasparenti sui mercati privati e richiedere pertanto maggiori ricerche e indagini. Tuttavia, oltre a favorire il raggiungimento degli obiettivi di rendimento, gli investimenti nei mercati privati sono probabilmente essenziali per conseguire risultati sostenibili a mano a mano che tali mercati crescono in termini di dimensioni e importanza.

Gli investitori potrebbero ancora una volta optare per un approccio duplice: scegliere in primo luogo un mix ottimale di classi di attivo sulla base delle misure di rischio e rendimento tradizionali e in secondo luogo orientare il portafoglio verso i leader ESG o aziende “in miglioramento” sul fronte ESG, all'interno di ogni classe di attivo (questa seconda fase è più difficile sui mercati privati).

AZIONI: LE CONSIDERAZIONI ESG SI SONO ORA SALDAMENTE AFFERMATE E NON COMPORTANO COSTI EVIDENTI

Orientare i portafogli azionari verso le società migliori dal punto di vista ESG non implica sacrificare i rendimenti rispetto al benchmark. L'eventualità che l'orientamento del portafoglio verso i leader ESG possa generare alfa sostenibile è oggetto di un dibattito animato, con ampie ricerche a supporto di tesi favorevoli e contrarie.

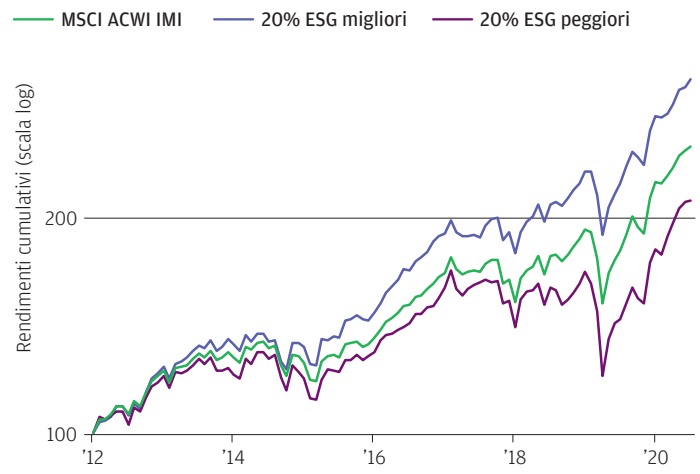
Vi sono due fronti nei quali le prassi operative sostenibili possono aiutare le aziende a sovraperformare le omologhe e generare rendimenti più elevati per gli investitori. Il primo è quello delle forze di mercato, in cui i costi delle prassi non sostenibili emergono e possono penalizzare un'azienda, perché soffre a causa degli effetti della regolamentazione (p.es. tassazione legata alle emissioni di carbonio) oppure perché non soddisfa le preferenze dei consumatori (magari inducendo il boicottaggio di imprese con condizioni di lavoro mediocri). Questo effetto delle forze di mercato dovrebbe persistere nel tempo.

Il secondo fronte è legato all'aumento della domanda (e pertanto prezzi più elevati) delle azioni di tali aziende rispetto alle omologhe con punteggi più bassi. Questo effetto di "repricing" dovrebbe essere transitorio in quanto legato al fatto che i partecipanti al mercato tengono conto del costo degli aspetti ESG in modo più accurato.

La **FIGURA 2** fornisce un'illustrazione del modo in cui lo screening ESG può incidere sulla performance. Sulla base dei nostri punteggi ESG di J.P. Morgan Asset Management, riteniamo che una strategia neutrale sul piano settoriale e che avesse investito nelle migliori aziende da un punto di vista ESG (società che rientrano nel top 20% della classifica) avrebbe sovraperformato il benchmark MSCI All-Country World Index (ACWI) mediamente del 2,5% annuo, in tale periodo. Per contro, l'orientamento del portafoglio verso il 20% di aziende peggiori da un punto di vista ESG avrebbe determinato una sottoperformance rispetto al benchmark dell'1,8% annuo. Ciò nell'arco di un periodo in cui abbiamo osservato una maggiore domanda di attivi sostenibili. Di conseguenza, sebbene esitiamo a utilizzarli come dimostrazione che l'investimento ESG in generale accresca la performance, questi numeri ci infondono fiducia nel fatto che gli investimenti che tengono in considerazione le caratteristiche ESG non danneggiano la performance,¹ un risultato in linea con numerosi altri studi.²

Non vi è alcuna evidenza che l'investimento nei leader ESG danneggi la performance

FIGURA 2: SOCIETÀ CON I PUNTEGGI ESG MIGLIORI VS. QUELLE CON I PUNTEGGI PEGGIORI, PERFORMANCE RISPETTO AL BENCHMARK



Fonte: J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 giugno 2021.

In altre parole, non dobbiamo pensare che l'investimento ESG moderno limiti la serie di scelte degli investitori (es. escludendo interi settori) in maniera tale da danneggiare la performance. Al contrario, può essere un modo di incorporare ulteriori informazioni sulle opportunità di lungo termine (es. veicoli elettrici) nel processo di selezione dei titoli. Nelle aree in cui i prezzi cominciano già a scontare tali opportunità, lo si può osservare nelle caratteristiche di rischio e rendimento attuali.

Un'affermazione spesso ripetuta in merito all'investimento ESG è che l'ESG sia semplicemente "il fattore qualità sotto mentite spoglie" e che le caratteristiche di performance dell'investimento ESG riflettono un'esposizione ai titoli quality. Un'azienda con un management team forte è probabilmente più redditizia delle omologhe settoriali e ha anche meccanismi di governance più robusti. È pertanto destinata ad avere punteggi migliori in base agli indicatori tradizionali di qualità, quali il rendimento del capitale (RoE), nonché in termini di "G" (governance) per quanto riguarda i fattori ESG. Analogamente, è probabile che le aziende con buone prassi di gestione del capitale umano (quali livelli elevati di engagement e soddisfazione dei dipendenti) abbiano un vantaggio competitivo e RoE superiori,³ oltre a essere più sostenibili delle omologhe.

¹ Oltre a essersi verificata in un periodo in cui sono stati registrati afflussi significativi in strategie sostenibili, la sovraperformance riscontrata nel nostro back-test non è statisticamente significativa.

² Ulrich Atz, Zongyuan Zoe Liu, Christopher Bruno, and Tracy Van Holt, "Does Sustainability Generate Better Financial Performance? Review, Meta-analysis, and Propositions", Working Paper, 2021.

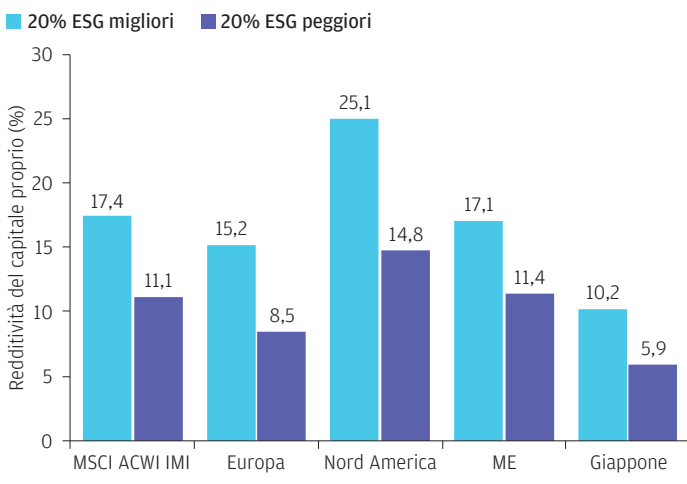
³ Alex Edmans, "Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices", *Journal of Financial Economics* 101, no. 3: 621-640, 2011, and Woocheol Kim, Judith A. Kolb and Taesung Kim, "The Relationship Between Work Engagement and Performance: A Review of Empirical Literature and a Proposed Research Agenda," *Human Resource Development Review* 12, no. 3: 248-276, 2012.

Questa sovrapposizione tra ESG e il fattore qualità può essere osservata nelle caratteristiche di qualità dei portafogli ESG di seguito illustrati. Il portafoglio con i punteggi ESG superiori offre una redditività più elevata e una volatilità alquanto più bassa rispetto al portafoglio con punteggi ESG inferiori (**FIGURE 3 e 4**). Significa che gli investitori possono “fare del bene” anche beneficiando dell’eventuale potenziale di rendimento associato agli indicatori tradizionali di qualità.

L’analisi ESG che si traduce in un punteggio di norma si concentra sul profilo ESG corrente delle aziende. I leader ESG attuali potrebbero sovraperformano grazie a un effetto di repricing o qualora i cambiamenti nei panorami normativi e dei consumi esercitino un impatto significativo sui loro utili futuri. Malgrado l’impossibilità di verificarlo data la mancanza di dati storici, è possibile che esistano opportunità di alfa nell’investimento in aziende che stanno risalendo lungo la scala ESG, soprattutto quelle sfuggite ad altri investitori. Un approccio prospettico all’attribuzione di un punteggio a un’azienda è intrinsecamente difficile, ma con ogni probabilità andrebbe ad identificare le aziende in grado di fare bene e fare del bene. Ciò sottolinea l’importanza della gestione attiva anche in presenza di punteggi ESG di terzi.

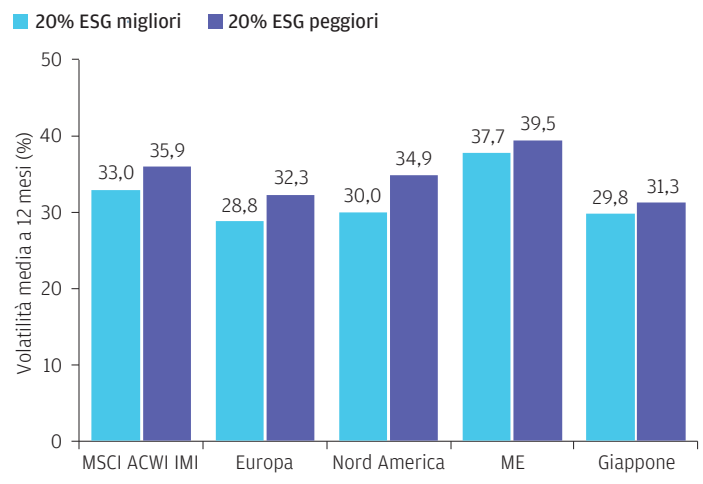
Le aziende con punteggi ESG superiori sono significativamente più redditizie e i loro titoli un po’ meno volatili rispetto alle omologhe con punteggi inferiori

FIGURA 3: ROE MEDIO DELLE AZIENDE CON I PUNTEGGI ESG MIGLIORI E PEGGIORI



Fonte: J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 giugno 2021.

FIGURA 4: VOLATILITÀ MEDIA A 12 MESI DELLE AZIENDE CON I PUNTEGGI ESG MIGLIORI E PEGGIORI



Fonte: J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 giugno 2021.

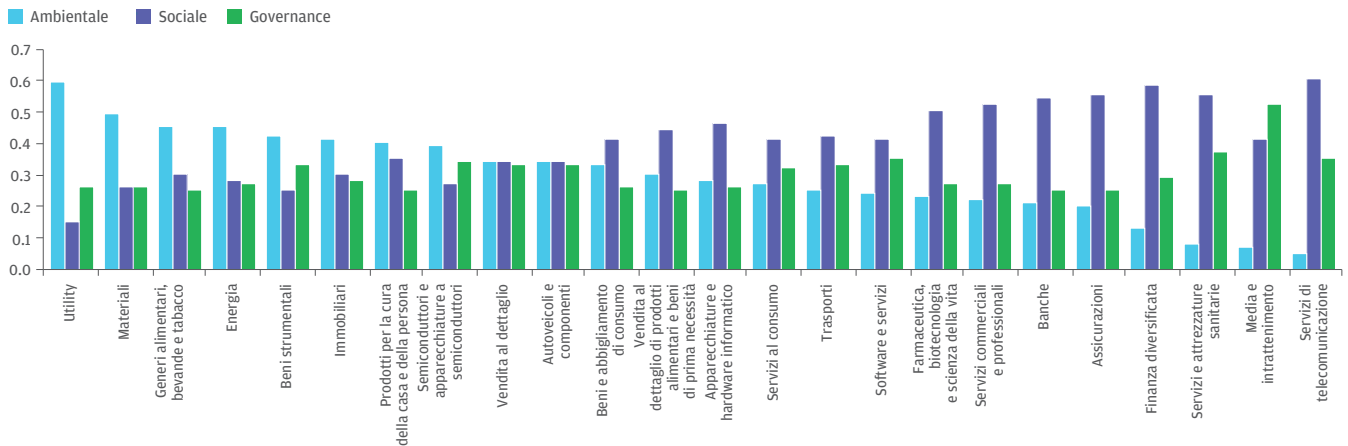
QUALI SONO LE BUONE PRASSI ESG?

Una delle difficoltà che gli investitori devono affrontare è come identificare le aziende virtuose dal punto di vista ESG, data la definizione ambigua di cosa costituisca una “buona” prassi ESG.A

Inoltre i problemi di sostenibilità, che incidono in misura rilevante su un’impresa, variano notevolmente da un settore all’altro. Il sistema di punteggio utilizzato da J.P. Morgan Asset Management attribuisce un peso diverso a ciascuno dei tre pilastri (E, S e G) in funzione del settore e dell’area geografica (FIGURA B1).

Il nostro sistema di punteggio si concentra sulle problematiche di maggiore importanza per un determinato settore.

FIGURA B1: PESI ATTRIBUITI AI FATTORI “E”, “S” E “G” PER SETTORE - PUNTEGGIO ESG PROPRIETARIO DI J.P. MORGAN



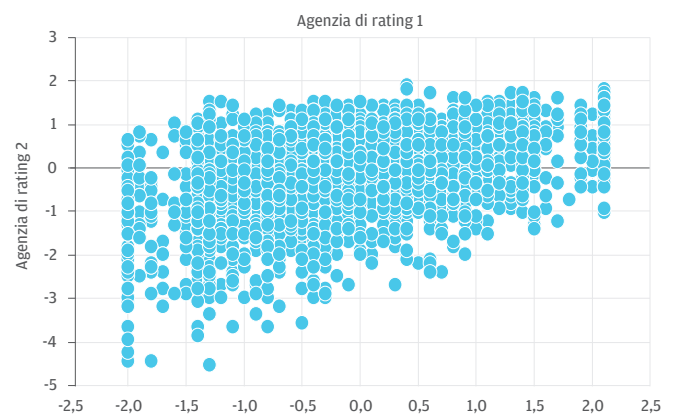
Fonte: J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 giugno 2021.

Nell’ambito del nostro impegno ad ampliare e perfezionare costantemente il nostro quadro di investimenti sostenibili, stiamo sviluppando anche un nuovo strumento proprietario per effettuare valutazioni ESG basate sui dati. Questo strumento utilizza la crescente disponibilità e comparabilità di dati ESG granulari specifici per ogni impresa, come per esempio il volume di emissioni di gas serra, la diversità di genere o i brevetti su tecnologie verdi.

Per contro, le fonti terze esistenti tendono a basarsi in misura più consistente sulle valutazioni dell’esposizione (i rischi che ci aspettiamo di osservare sulla base della diffusione geografica o del settore di un’azienda) o delle controversie aziendali (problemi per i quali le aziende sono state criticate in passato). Vi è inoltre il rischio che le metodologie di valutazione consolidate possano concentrarsi eccessivamente su fattori ESG che contavano in passato, non quelli destinati a diventare importanti in futuro.

La FIGURA B2 illustra i punteggi disponibili da fornitori terzi ed evidenzia l’esistenza di una notevole discordanza anche tra i maggiori fornitori di punteggi ESG. Per esempio, un punteggio di -2 assegnato dall’Agenzia di rating 1 coincide con un range che va da -4,5 a +1 attribuito dall’Agenzia di rating 2. Più in generale, osserviamo una dispersione significativa nei punteggi delle agenzie di rating ESG: le correlazioni tendono a essere inferiori al 50%, rispetto a oltre il 90% per i rating del credito. Questa mancanza di consenso è attribuibile alla discrezionalità con cui ogni fornitore di rating utilizza gli input in ogni fase della definizione di un punteggio ESG, come per esempio quali problematiche considerare, quali parametri usare per descrivere una prassi aziendale e il peer group a fronte del quale misurare ogni azienda.

FIGURA B2: RELAZIONE TRA I PUNTEGGI ESG PRINCIPALI DI MSCI E SUSTAINALYTICS



Fonte: MSCI ESG Research, Sustainalytics, J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 giugno 2021. Punteggi ESG normalizzati per un campione di circa 2.500 società nell’MSCI ACWI.

^A È interessante notare che secondo uno studio le informative ESG più ampie determinano in pratica una maggiore discordanza dei rating ESG. Data la mancanza di consenso in merito ai parametri ESG da utilizzare per valutare la performance di un’impresa, le informative più ampie hanno portato a una soggettività maggiore e a una conseguente discordanza più accentuata tra i fornitori di rating ESG. (George Serafeim and Aaron Yoon, “Stock Price Reactions to ESG News: The Role of ESG Ratings and Disagreement”, Harvard Business School Working Paper 21-079, ottobre 2020.)

REDDITO FISSO: UN'ULTERIORE SFUMATURA

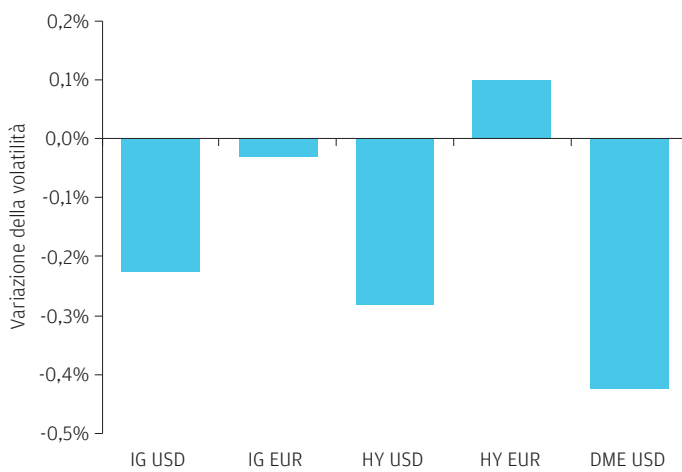
Data la posizione differente nella struttura di capitale, gli investitori obbligazionari esamineranno sempre i fattori ESG con una lente leggermente diversa rispetto agli investitori azionari. In particolare, sul piano finanziario sono fortemente incentivati a evitare gli eventuali rischi di ribasso associati a modelli di business non sostenibili.

La crescente disponibilità di punteggi ESG delle aziende consente robuste valutazioni ESG del credito societario. Tuttavia, i mercati obbligazionari sono rimasti in ritardo rispetto agli azionari in termini di applicazione dei criteri ESG. Ciò è probabilmente riconducibile a una serie di fattori, tra i quali: gli obbligazionisti non hanno alcun diritto di controllo; le obbligazioni possono essere emesse da controllate, per le quali è più difficile ottenere dati pertinenti; inoltre la scadenza più breve del debito societario fa sì che alcune considerazioni di lungo termine siano finanziariamente meno rilevanti. Ciò nonostante, negli ultimi anni il ruolo dei fattori ESG nel reddito fisso ha registrato un incremento molto significativo.

In un'analisi del trend, uno studio condotto da J.P. Morgan Asset Management ha riscontrato che i portafogli creditizi orientati verso aziende con punteggi ESG superiori hanno registrato rendimenti addizionali leggermente migliori rispetto a un benchmark non-ESG.⁴ Il dato più importante è che i portafogli così orientati hanno registrato drawdown inferiori, con un conseguente potenziale miglioramento della loro volatilità complessiva (FIGURA 5). Inoltre, i rating del credito spesso non rilevano le informazioni contenute nei punteggi ESG, il che evidenzia i vantaggi che i punteggi ESG possono fornire in sede di selezione titoli.

Un orientamento verso i punteggi ESG più elevati può migliorare la volatilità complessiva del portafoglio

FIGURA 5: VOLATILITÀ DI PORTAFOGLI DI OBBLIGAZIONI SOCIETARIE ESG RISPETTO AL BENCHMARK PERTINENTE



Fonte: ICE BofAML, MSCI ESG Research, J.P. Morgan Asset Management. IG: investment grade; HY: high yield; DME: debito dei mercati emergenti. I dati IG sono medie del periodo 2007-2019; i dati HY e DME si riferiscono al periodo 2013-2019. I dati relativi al 2019 si riferiscono al primo trimestre, annualizzato.

Obbligazioni sovrane

I partecipanti al mercato sono sempre più interessati a valutare le caratteristiche di sostenibilità dei titoli sovrani. Laddove esistono dati ESG abbondanti a livello di Paese, il problema è cosa fare con tali informazioni. I Paesi con redditi pro capite più elevati tendono ad avere strutture istituzionali e normative più forti e a ottenere pertanto punteggi migliori, in termini di parametri ESG, rispetto alle nazioni in via di sviluppo.

Un allontanamento dai Paesi a basso reddito ridurrebbe il rischio finanziario e potrebbe aiutare gli investitori a “fare bene”. Ma per “fare del bene”, gli investitori potrebbero invece preferire impegnarsi nei Paesi che hanno piani di miglioramento credibili e sono destinati a beneficiare dei finanziamenti di iniziative ambientali o sociali.⁵

Obbligazioni green

Le obbligazioni sostenibili e “verdi” costituiscono un altro segmento di mercato oggetto di interesse crescente. Le credenziali ESG di questi titoli non dipendono dall'emittente obbligazionario, ma dall'utilizzo dei proventi (solitamente progetti sostenibili). Tuttavia è spesso difficile valutare la credibilità dell'utilizzo dei proventi. Questi titoli possono risultare particolarmente allettanti per gli investitori che vogliono “fare del bene” e supportare risultati sostenibili con il loro denaro.

Tali obbligazioni sono scambiate in misura crescente con un premio sistematico (“greenium”) e un rendimento pertanto inferiore anche laddove emesse dalla stessa entità. Con ogni probabilità ciò attesta la forza della domanda rispetto all'offerta. Benché i rendimenti siano relativamente inferiori, la performance totale potrebbe essere rafforzata da un ulteriore effetto di repricing a mano a mano che la domanda di strumenti ESG continua ad aumentare. Gli investitori devono inoltre considerare il rischio d'insolvenza potenzialmente inferiore delle obbligazioni verdi rispetto alle obbligazioni di altri emittenti.

⁴ Bhupinder Bahra and Lovjit Thukral, “ESG in Global Corporate Bonds: The Analysis Behind the Hype”, *Journal of Portfolio Management* 46, no. 8: 133-147, 2020.

⁵ “A New Dawn: Rethinking Sovereign ESG”, World Bank; J.P. Morgan, 2021.

SCELTE DI PORTAFOGLIO

nel mercato azionario od obbligazionario di un'area geografica incorporando i fattori ESG non si espone a una penalizzazione in termini di rendimento totale o volatilità. Tuttavia, per quanto riguarda la costruzione di un portafoglio, vi sono due ulteriori considerazioni. La prima è se effettuare allocazioni alle regioni o agli indici nell'ambito dei mercati pubblici che hanno punteggi mediamente migliori. La seconda è come incorporare i mercati privati, per i quali le informazioni ESG tendono a essere meno prontamente disponibili.

Allocazione per area geografica

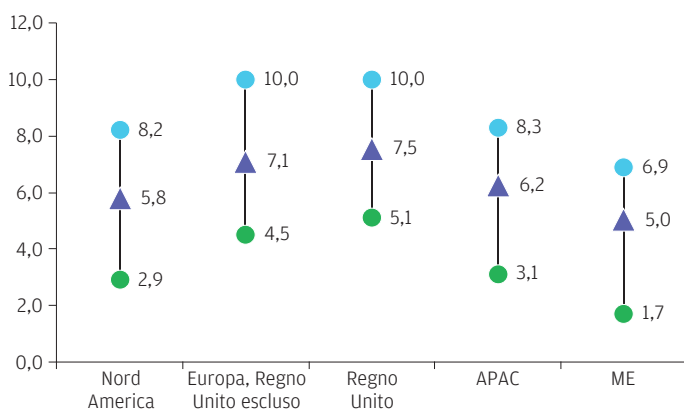
Gli investitori che intendono incrementare il punteggio ESG del proprio portafoglio potrebbero essere tentati di evitare le regioni con punteggi inferiori.

La **FIGURA 6** dimostra che - come prevedibile - i punteggi aggregati sono massimi in Europa (7,1) e nel Regno Unito (7,5) e minimi nei Mercati Emergenti (5,0). Gli investitori attenti ai fattori ESG potrebbero essere tentati di evitare semplicemente i Mercati Emergenti.

I punteggi variano più all'interno di una regione che da una regione all'altra

FIGURA 6: PUNTEGGI ESG BENCHMARK E RELATIVA DISTRIBUZIONE PER AREA GEOGRAFICA

I cerchi indicano il 10° e il 90° percentile della distribuzione dei punteggi all'interno di ogni regione. I triangoli indicano il punteggio medio ponderato.



Fonte: MSCI, J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 giugno 2021.

Tuttavia, la figura dimostra anche che la distribuzione dei punteggi all'interno di qualsiasi area geografica è decisamente maggiore delle differenze tra le aree geografiche. Ciò significa che la selezione dei titoli all'interno di un'area è una leva molto più potente ai fini del miglioramento dei punteggi ESG di un portafoglio.

Per esempio, eliminando le azioni dei Mercati Emergenti da un portafoglio azionario globale e riallocando all'Europa e al Regno Unito, un cambiamento dell'11% del portafoglio azionario aumenterebbe il punteggio ESG totale dal 6,0 ad appena il 6,1. Per contro, anche un orientamento modesto verso i leader ESG azionari in ogni area geografica rafforzerebbe in misura maggiore il punteggio azionario complessivo mantenendo i vantaggi della diversificazione regionale.

Per esempio, eliminando le azioni dei Mercati Emergenti da un portafoglio azionario globale e riallocando all'Europa e al Regno Unito, un cambiamento dell'11% del portafoglio azionario aumenterebbe il punteggio ESG totale dal 6,0 ad appena il 6,1. Per contro, anche un orientamento modesto verso i leader ESG azionari in ogni area geografica rafforzerebbe in misura maggiore il punteggio azionario complessivo mantenendo i vantaggi della diversificazione regionale.

Mercati privati

Gli investitori potrebbero inoltre essere tentati di concentrarsi sui mercati con punteggi ESG relativamente facili da ottenere, il che concentrerebbe un portafoglio sui mercati quotati (**FIGURA 7**).

Le informazioni ESG sono meno disponibili nei mercati privati

FIGURA 7: DIMENSIONI DELLE CLASSI DI ATTIVO VS. DISPONIBILITÀ DEI PUNTEGGI ESG

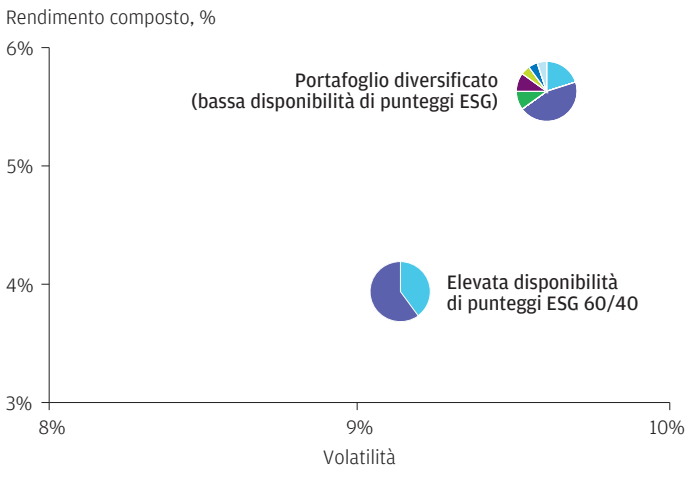
CLASSE DI ATTIVO	DIMENSIONI, MILA MLD, USD	DISPONIBILITÀ PUNTEGGIO ESG	
TITOLI DI STATO	USA	21,8	Media
	Europa	11,0	Media
	Giappone	10,8	Media
	Regno Unito	2,7	Media
	Cina	4,1	Media
	Resto del mondo*	9,2	Media
CREDITO	Investment grade globale	12,8	Alto
	High yield globale	3,3	Alto
AZIONI	USA	39,0	Alto
	Eurozona	5,6	Alto
	Cina	3,2	Alto
	Giappone	3,9	Alto
	Regno Unito	2,4	Alto
	Resto del mondo*	24,0	Alto
ALTERNATIVI	Private equity	4,7	Basso
	Debito privato	0,8	Basso
	Immobiliare	10,3	Media
	Hedge fund	3,8	Basso
	Altri attivi immobiliari	1,0	Media

Fonte: Bloomberg, HFR, Preqin, J.P. Morgan Asset Management Guide To Alternatives, J.P. Morgan Asset Management; stime al 30 giugno 2021. I dati relativi alla capitalizzazione di mercato del public equity sono tratti da MSCI; i dati corrispondono all'indice principale di ogni regione. Sono escluse le società non coperte da MSCI, le small cap e una parte del mercato delle azioni A cinesi.

Tuttavia gli attivi privati svolgono un ruolo sempre più importante a livello di generazione di reddito, diversificazione e alfa. L'universo totale degli attivi si riduce significativamente se gli investitori si concentrano solo sui titoli coperti dalle principali agenzie di rating ESG. La **FIGURA 8** illustra che un portafoglio modello comprendente solo attivi con punteggi attribuiti su ampia scala genererebbe rendimenti notevolmente inferiori (con un rischio lievemente più basso) rispetto a un portafoglio totalmente diversificato.

I portafogli diversificati comprendenti attivi “cui è difficile attribuire un punteggio” generano rendimenti più elevati

FIGURA 8: LA FOCALIZZAZIONE SUI SOLI ATTIVI “CUI È FACILE ATTRIBUIRE UN PUNTEGGIO ESG” RIDUCE I RENDIMENTI DI PORTAFOGLIO



Fonte: J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 settembre 2021.

Portafoglio diversificato

- Obbligazioni aggregate USA 20%
- Private equity 10%
- Immobiliare a valore aggiunto USA 5%
- Direct lending 5%
- Large cap USA 45%
- Immobiliare core USA 10%
- Infrastrutture core globali 5%

Solo azioni e obbligazioni

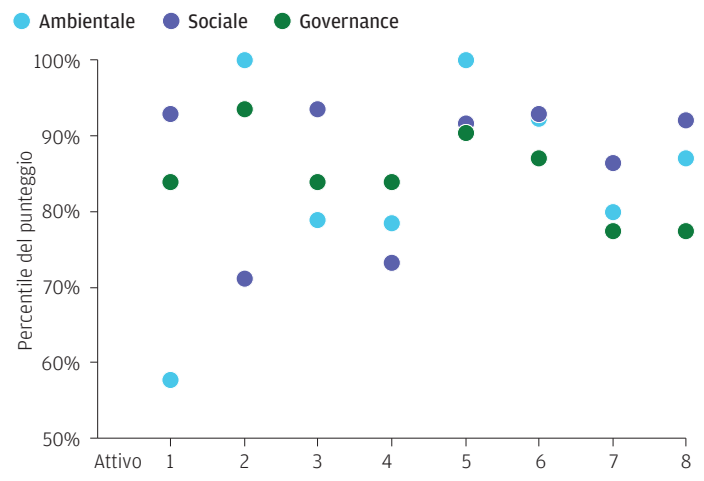
- Obbligazioni aggregate USA 40%
- Large cap USA 60%

Gli attivi dei mercati privati sono i più difficili a cui attribuire un punteggio. Ma ciò non significa che tutti gli attivi privati siano uguali in termini di profilo ESG. Come dimostra la **FIGURA 9**, utilizzando valutazioni ESG individualizzate, più specifiche, di un campione di attivi infrastrutturali, i mercati privati includono attivi con credenziali ESG sia deboli che forti. Aniché escludere totalmente gli attivi dei mercati privati, e pagare così qualche costo finanziario, gli investitori attenti ai fattori ESG dovrebbero effettuare una selezione dei settori e dei titoli all'interno di una classe di attivi, indipendentemente dal fatto che si tratti di mercati pubblici o privati. Ciò contribuirebbe ad alimentare risultati sostenibili, data la possibilità di coinvolgere attivamente i management team nei mercati privati (cfr. **FIGURA 10** per alcuni esempi).

In sintesi, raccomandiamo agli investitori di selezionare le classi di attivi sulla base di un risultato rischio-rendimento desiderato e quindi ottimizzare le caratteristiche ESG nell'ambito di ciascuna classe di attivi. Naturalmente, nei mercati privati questa seconda fase richiede spesso notevoli ricerche indipendenti.

I mercati privati includono attivi con credenziali ESG sia deboli che forti

FIGURA 9: DISPERSIONE DEI RATING ESG DI UN CAMPIONE RAPPRESENTATIVO DI ATTIVI NEL SETTORE INFRASTRUTTURE



Fonte: GRESB, J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 giugno 2021.

CONCLUSIONI

L'incorporazione dei criteri ESG non comporta necessariamente costi finanziari, salvo ove gli investitori limitino la serie di opportunità agli attivi con caratteristiche ESG cui è facile attribuire un punteggio e che presentano punteggi prontamente disponibili. Come spiegato, gli investitori intendono valutare approcci diversi per classi di attivi differenti (per esempio, concentrandosi su un rischio ESG rilevante quando esaminano le obbligazioni, considerando al contempo i rischi e le opportunità nel contesto azionario) e tenere al contempo conto del ruolo importante svolto dalle agenzie di rating e dai sistemi di punteggio.

Riscontriamo valore in un approccio duplice: scelta di un mix ottimale di classi di attivi sulla base delle misure di rischio e rendimento tradizionali, e orientamento del portafoglio verso i leader ESG o quelli "in miglioramento" sul fronte ESG", all'interno di ogni classe di attivi. Ammettiamo che l'individuazione di tali leader possa risultare difficile nei mercati privati, ma esistono soluzioni. In molti casi, ciò implica la collaborazione con il management e l'acquisizione di una comprensione fondamentale profonda dei rischi e delle opportunità nelle aree chiave dei fattori E, S e G. Sui mercati pubblici e privati gli investitori non devono rilevare alcuna tensione intrinseca tra fare del bene e fare bene.

Infine, poiché l'investimento ESG non comporta un costo in termini di performance, può essere considerato una "opzione a costo zero" per allineare i portafogli ai valori degli investitori, nonché per preparare i portafogli agli impatti di una regolamentazione ambientale e sociale potenzialmente più severa.

Classi di attivi differenti richiedono approcci diversi alla misurazione delle considerazioni ESG

FIGURA 10: ILLUSTRAZIONE DEI PARAMETRI PER MISURARE I FATTORI ESG NEI MERCATI PRIVATI

	RELEVANCE OF ESG CONSIDERATIONS	PARAMETRI POTENZIALI		
		Ambientali	Sociali	Governance
PRIVATE EQUITY	In quanto agenti di cambiamento, gli sponsor sono nella posizione esclusiva di riformare le aziende in modo da migliorarne le credenziali ESG. All'altra estremità dello spettro, potremmo vederli selezionare gli attivi che i mercati pubblici non sono disposti a finanziare (il cosiddetto brown-spinning).	Relazioni sui risultati ESG delle aziende in cui sono effettuati gli investimenti. Tali aziende sono tenute a redigere relazioni sui parametri appropriati per il loro settore.		
CREDITO PRIVATO	A mano a mano che un numero crescente di investitori cerca di allineare i portafogli a risultati sostenibili, vedremo probabilmente più gestori iniziare a misurare e riportare le caratteristiche ESG delle aziende cui concedono finanziamenti.			
HEDGE FUNDS	Le strategie orientate all'azionario con basso turnover, e in particolare l'attivismo, sono ben posizionate in termini di applicazione dei principi ESG. Tuttavia, chi segue trend a breve termine può avere maggiori difficoltà a formulare strategie ESG credibili.			
INFRASTRUCTURE	Le infrastrutture sono da tempo al centro dell'attenzione degli investitori che mirano a migliorare i rendimenti corretti per il rischio nel rispetto dei rischi ambientali o sociali. Le infrastrutture sono inoltre interessanti per chi desidera attuare la decarbonizzazione dei portafogli, data la sua capacità di promuovere gli obiettivi climatici. L'enorme mole di capitale di recente immesso nel segmento sta facendo aumentare i prezzi degli attivi e potrebbe rappresentare un fattore sfavorevole per i rendimenti futuri.	<ul style="list-style-type: none"> Impronta di carbonio Valutazioni dei rischi climatici fisici Standard/organismi internazionali (p.es.GRESB) 	<ul style="list-style-type: none"> Diritti umani e relazioni con le comunità Accessibilità economica Salute e sicurezza 	<ul style="list-style-type: none"> Programmi contro la corruzione Gestione degli incidenti critici
IMMOBILIARE	Monitoraggio e miglioramento continui della performance degli immobili in termini di risparmio energetico, impatto sociale, utilizzo delle risorse idriche e volume di rifiuti possono migliorare significativamente le credenziali ESG degli investimenti immobiliari.	<ul style="list-style-type: none"> Impronta di carbonio Valutazioni dei rischi climatici fisici Standard/organismi internazionali (es. GRESB) 	<ul style="list-style-type: none"> Sondaggi sulla soddisfazione dei lavoratori e altre misure di qualità del prodotto Condizioni di lavoro 	<ul style="list-style-type: none"> Programmi contro la corruzione Retribuzione dei dipendenti legata alla compliance
TRASPORTI	Il settore dei trasporti è responsabile di una percentuale significativa delle emissioni nell'ambiente. Man mano che i clienti attribuiscono maggiore importanza ai trasporti sostenibili, le prospettive di redditività e crescita potrebbero diventare inestricabilmente legate ad attività sostenibili.	<ul style="list-style-type: none"> Impronta di carbonio Altre emissioni (es. NOx, SOx) Standard/organismi internazionali (es. Poseidon Principles) 	<ul style="list-style-type: none"> Condizioni di lavoro Dati sulla salute e sicurezza 	<ul style="list-style-type: none"> Comportamento competitivo



MATERIALE DESTINATO SOLAMENTE AI CLIENTI PROFESSIONALI | È PERTANTO VIETATA LA SUA DIFFUSIONE CON QUALSIASI MEZZO PRESSO IL PUBBLICO

JPMAM Long-Term Capital Market Assumptions: data la complessità intrinseca del trade-off rischio/rendimento, raccomandiamo ai clienti di fare affidamento sul proprio giudizio, oltre che su metodi di ottimizzazione quantitativa, nel definire le strategie di allocazione.

Si fa presente che tutte le informazioni riportate sono basate su analisi qualitative. L'affidamento esclusivo a queste ultime è sconsigliato. Le presenti informazioni non costituiscono una raccomandazione a investire in una particolare classe di attivo o strategia, né una garanzia di rendimenti futuri. Si segnala che le classi di attivo e le ipotesi strategiche riportate nel presente documento sono esclusivamente passive e non considerano l'impatto di una gestione attiva.

I riferimenti a rendimenti futuri non sono indicativi né garanzia dei rendimenti effettivamente conseguibili dai portafogli dei clienti. Le ipotesi, le opinioni e le stime sono fornite a solo scopo illustrativo. Non vanno intese come raccomandazioni d'acquisto o di vendita di titoli. Le previsioni delle tendenze dei mercati finanziari basate sulle condizioni di mercato correnti sono frutto del nostro giudizio e sono soggette a variazioni senza preavviso.

Le informazioni riportate nel presente documento sono ritenute attendibili, ma non se ne garantisce la correttezza o la completezza. Il presente materiale è fornito a solo scopo informativo e non è da intendersi né deve essere utilizzato come una consulenza contabile, legale o fiscale.

Gli esiti delle previsioni sono indicati a solo scopo illustrativo/analitico e sono soggetti a limitazioni rilevanti. Le stime di rendimenti "attesi" o "alfa" sono soggette a incertezza ed errore. Ad esempio, variazioni dei dati storici da cui tali stime sono desunte determineranno implicazioni diverse per i rendimenti delle classi di attivo. I rendimenti attesi per ciascuna classe di attivo sono dipendenti da uno scenario economico; i rendimenti effettivi al verificarsi dello scenario possono essere superiori o inferiori, rispetto al passato, pertanto un investitore non dovrebbe aspettarsi di conseguire risultati simili ai dati riportati nel presente documento. I riferimenti a rendimenti futuri sia per le strategie di asset allocation che per le classi di attivo non sono garanzie dei rendimenti effettivi conseguibili dai portafogli dei clienti. A causa delle intrinseche limitazioni di tutti i modelli, i potenziali investitori non devono fare affidamento esclusivamente sul modello nel formulare decisioni di investimento. Il modello non può tenere conto dell'impatto che fattori economici, di mercato e di altra natura possono avere sull'implementazione e sulla regolare gestione di un effettivo portafoglio d'investimento. A differenza delle performance di portafoglio reali, i risultati del modello non riflettono contrattazioni, vincoli di liquidità, commissioni, spese, imposte e altri fattori reali suscettibili di incidere sui rendimenti futuri. Le ipotesi del modello sono solo passive e non considerano l'impatto di una gestione attiva. La capacità di un gestore di conseguire simili rendimenti è soggetta a fattori di rischio che possono esulare in tutto o in parte dal controllo del gestore stesso.

Le opinioni contenute nel presente documento non sono da intendersi come una consulenza o una raccomandazione di acquisto o di vendita di investimenti in alcuna giurisdizione, né rappresentano un impegno da parte di J.P. Morgan Asset Management o delle sue controllate a partecipare in alcuna delle transazioni menzionate. Le previsioni, le cifre, le opinioni o le tecniche e strategie di investimento illustrate sono fornite a solo scopo informativo, sono basate su alcune ipotesi e sulle condizioni di mercato correnti, e sono soggette a variazioni senza preavviso. Le informazioni fornite nel presente documento sono considerate corrette alla data di redazione.

Il presente materiale non contiene informazioni sufficienti per supportare decisioni di investimento e pertanto non deve essere utilizzato come base di valutazione dei meriti dell'investimento in alcun titolo o prodotto. Inoltre, si raccomanda agli utenti di effettuare una valutazione indipendente delle implicazioni legali, normative, fiscali, creditizie e contabili, e stabilire, con l'assistenza dei loro consulenti di fiducia, se gli investimenti menzionati nel presente documento possono considerarsi adatti ai loro obiettivi personali. Gli investitori devono assicurarsi di disporre di tutte le informazioni pertinenti disponibili prima di effettuare un investimento. Si ricorda che tutti gli investimenti comportano dei rischi e il loro valore, nonché i proventi da essi derivanti possono subire oscillazioni dipendenti dalle condizioni di mercato e dal trattamento fiscale, e che gli investitori potrebbero non recuperare interamente il capitale investito. Le performance e i rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri. J.P. Morgan Asset Management è il nome commerciale della divisione di gestione del risparmio di JPMorgan Chase & Co. e delle sue affiliate nel mondo.

Nella misura consentita dalla legge applicabile, le linee telefoniche di J.P. Morgan Asset Management potrebbero essere registrate e le comunicazioni elettroniche monitorate al fine di rispettare obblighi legali e regolamentari nonché politiche interne. I dati personali sono raccolti, archiviati e processati da J.P. Morgan Asset Management secondo la EMEA Privacy Policy di cui alla pagina internet www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy.

Il presente materiale è emesso in Italia da JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l., Via Cordusio 3, 20123 Milano, Italia.

Copyright 2021 JPMorgan Chase & Co. Tutti i diritti riservati.

LV-JPM53234 | 11/21 | IT | 095n212411162633