



DECALIA

Wealth Management  
Asset Management  
Private Markets

# INVESTMENT INSIGHTS



EDIZIONE MENSILE #104 | 1° settembre 2023

## Un futuro senza rimorsi per i viaggi in aereo

### VIEW DELLA REDAZIONE

- Il carburante per aviazione sostenibile (SAF) potrebbe consentire una forte riduzione delle emissioni del trasporto aereo entro il 2050
- Ottenuto da una serie di materie prime, il SAF può anche essere integrato nei sistemi esistenti
- Un potenziale così grande, tuttavia, comporta anche grandi sfide...

### STRATEGIA GLOBALE

- *Goldilocks economy*: è tutto oro quello che luccica?
- Risultati favorevoli nel 2° trimestre e ampliamento dell'ampiezza del mercato azionario rispetto alle valutazioni e all'eccesso di fiducia
- La luce in fondo al tunnel? Sì, ma potremmo trovare un altro tunnel prima della fine dell'anno

### ASSET ALLOCATION

- Allocation - Togliamo qualcosa al mercato azionario e aumentiamo la duration delle obbligazioni
- Azioni - Leggero sottopeso: focus sulle azioni di qualità elevata e ricche di liquidità di tutti i settori
- Obbligazioni - Leggero sottopeso anche qui, ma aumenta l'esposizione ai titoli di Stato di lungo termine

## Un futuro senza rimorsi per i viaggi in aereo

Sotto le maestose ali di un aereo si celano moltissime contraddizioni. L'eccitazione di scoprire nuove destinazioni, infatti, spesso è accompagnata dal senso di colpa per l'impronta di carbonio lasciata da questo tipo di viaggi. E se riuscissimo ad attenuare questo conflitto e a trovare un equilibrio tra il nostro desiderio di volare e quello di proteggere l'ambiente? La risposta potrebbe celarsi dietro queste tre lettere: SAF, l'acronimo di *Sustainable Aviation Fuel*. Il carburante sostenibile per l'aviazione contribuirà enormemente a modificare il settore aereo e a proteggere il pianeta.

Il settore dell'aviazione, responsabile di poco più del 2% delle emissioni globali, sta affrontando la difficile sfida di diventare più ecologico. Nel 2019 le emissioni del trasporto aereo, dovute soprattutto alla combustione di cherosene, sono state di 1GtCO<sub>2</sub>e (un miliardo di tonnellate di anidride carbonica). Tuttavia, ridurle non è facile a causa della dipendenza del settore dai combustibili fossili, della mancanza di alternative valide e delle infrastrutture pesanti.

I livelli di emissioni devono essere valutati nel contesto dell'allineamento all'Accordo di Parigi, poiché la crescita prevista potrebbe portare a una quota del 6,4% del bilancio di Parigi entro il 2050 (fonte: Credit Suisse). Oltre alla CO<sub>2</sub>, l'aviazione produce anche altri agenti responsabili del riscaldamento, come i protossidi di azoto e le sostanze che formano le scie.

Il carburante per aviazione sostenibile (SAF) si sta affermando come una soluzione commercialmente praticabile. Può essere ricavato da varie fonti, come grassi e oli di scarto, rifiuti solidi urbani, residui agricoli e forestali e colture non alimentari coltivate su terreni marginali. In alternativa, il SAF può essere prodotto sinteticamente catturando il carbonio direttamente dall'atmosfera. È considerato sostenibile perché le sue materie prime non competono con le colture alimentari, richiedono risorse extra minime come l'acqua o i terreni boschivi, ed evitano effetti ambientali negativi come la deforestazione o la perdita di biodiversità. A differenza dei combustibili fossili, che rilasciano nell'atmosfera il carbonio intrappolato in precedenza, il SAF ricicla la CO<sub>2</sub> assorbita dalla biomassa (materia prima) durante il suo ciclo di vita con una riduzione potenziale massima delle

emissioni dell'80%.

Essendo un carburante "drop-in", il SAF può essere perfettamente integrato nei sistemi aeronautici esistenti senza problemi di sicurezza. Nel 2021, l'Associazione Internazionale del Trasporto Aereo (IATA) ha approvato una risoluzione che impegna le sue circa 300 compagnie aeree a raggiungere l'obiettivo di net-zero nel 2050. Per raggiungere questo obiettivo serviranno diverse misure, incluse nuove tecnologie e miglioramenti dell'efficienza operativa. Tuttavia, il metodo principale per ridurre le emissioni dell'aviazione sarà quello di sostituire il cherosene convenzionale con il SAF. In effetti, la completa sostituzione del carburante per l'aviazione con il SAF potrebbe ridurre le emissioni del 65% entro il 2050.

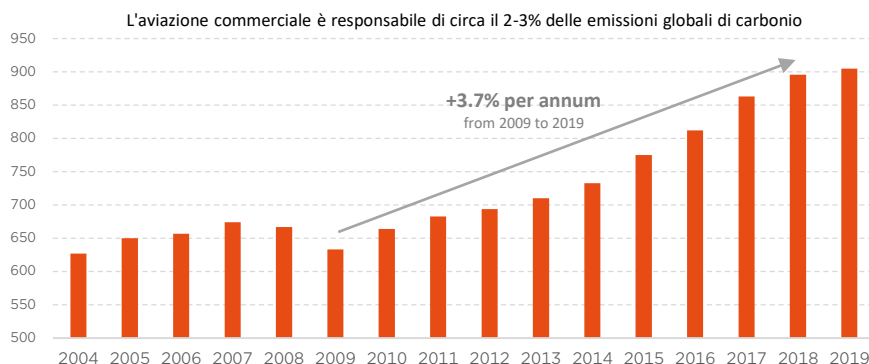
Le politiche nazionali promuovono l'adozione del SAF. Nell'UE, i tassi di miscelazione SAF obbligatori passeranno dal 2% nel 2025 al 70% nel 2050. Gli Stati Uniti incentivano la fornitura di SAF tramite crediti d'imposta, puntando a una produzione interna annua di 3 miliardi di galloni entro il 2030, da portare a 35 miliardi di galloni (o il 100% della domanda interna di carburante per l'aviazione) entro il 2050. Le compagnie aeree hanno risposto fissando i propri obiettivi SAF, con un commitment al 5% del mercato entro il 2030. Le compagnie con obiettivi più ambiziosi sono Emirates, Qantas ed Air France - KLM.

Riconoscendo le prospettive di crescita promettenti del SAF molte società, tra cui raffinerie, aziende di gas industriali e grandi società petrolifere stanno indirizzando i loro investimenti in questa direzione. In particolare Neste, leader mondiale del diesel rinnovabile nel settore automobilistico e dei camion, si sta posizionando rapidamente per guidare l'espansione del SAF.

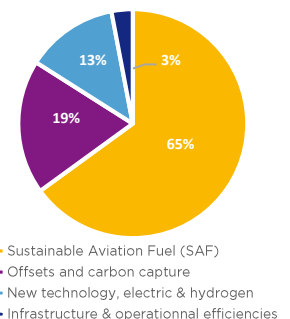
Per quanto grande sia il potenziale, però, occorre anche essere consapevoli delle enormi sfide associate nel garantire un'ampia fornitura di SAF al settore aereo. La richiesta di capitale di investimento sarà elevata e servirà un flusso costante di materie prime, in uno scenario di imprevedibilità delle fluttuazioni dei prezzi delle materie prime. Per non parlare del rischio a breve termine di un eccesso delle forniture di SAF!

*Scritto da Jonathan Graas, Senior Portfolio Manager*

### Emissioni di anidride carbonica dell'aviazione commerciale nel mondo (in milioni di tonnellate)



### Impatto della decarbonizzazione dell'aviazione nel 2050



## STRATEGIA GLOBALE

### Adesso la *Goldilocks economy*... e dopo?

Finora quest'anno le economie globali, le banche centrali e i mercati finanziari si sono mossi su una linea molto sottile tra l'inflazione, la crescita e i tassi di riferimento, aumentando le probabilità di un "soft landing". L'attività si sta dimostrando più resiliente del previsto, la disinflazione sembra ben avviata, i trend di riduzione delle scorte hanno raggiunto il picco, il ciclo di rialzo dei tassi si avvicina alla fine e sul mercato del lavoro c'è maggiore equilibrio. A dire il vero, il recupero della Cina dopo la riapertura non è all'altezza delle aspettative e i trend economici europei restano contrastanti, ma secondo noi si può escludere una grave recessione nel breve termine. Anche gli effetti delle strette monetarie devono ancora riflettersi nella crescita; finora si è esaurito solo l'eccesso di offerta di moneta degli ultimi anni, rinviando una potenziale stretta del credito. Riepilogando, lo scenario degli investimenti è decisamente migliorato, lasciando meno spazio a sorprese positive.

Anche se dai risultati del 2° trimestre non emergono segnali della grande depressione degli utili annunciata (con revisioni in positivo per quasi tutti i mercati), ultimamente le azioni si sono dimostrate ancora instabili, mentre la maggior parte degli indici si prendeva una pausa per digerire i guadagni di inizio anno. Questo consolidamento è stato possibile grazie a una maggiore ampiezza del mercato, un solido sviluppo in linea con le nostre precedenti aspettative di una graduale convergenza non lineare dei titoli sotto la superficie degli indici, il che prelude a ulteriori rotazioni del mercato nei prossimi mesi.

Sul fronte meno positivo i mercati azionari globali, soprattutto negli Stati Uniti, sembrano ancora costosi in base alla maggior parte degli indicatori, il che compromette fortemente la loro attrattiva nell'attuale contesto di rendimenti (reali) elevati. In realtà, gli attuali multipli azionari lasciano poco margine di errore, anche se si possono ancora trovare alcune sacche di valore interessanti in nomi selezionati di qualità elevata in Europa e Giappone, nei settori finanziario e energetico e nel segmento delle small e mid cap. Inoltre, di recente gli indicatori del sentiment di mercato sono passati da ribassisti a rialzisti, e gli ultimi dati sull'asset allocation a livello di settore indicano che gli investitori hanno seguito l'esempio, aumentando in modo significativo la loro esposizione azionaria. In

altre parole il precedente vento di coda del ridotto posizionamento azionario, che limitava il rischio di vendita al ribasso, non è più un'argomentazione valida.

Mentre il rally azionario globale di quest'anno inizia a mostrare segni di stanchezza, a livelli che già scontano uno scenario macro *Goldilocks*, vediamo poco margine d'errore e poco spazio per nuovi catalizzatori di breve termine, il che ci spinge a declassare la nostra posizione azionaria da neutrale a leggermente sottopeso. È vero che negli ultimi mesi molti dei precedenti eccessi del mercato sono stati eliminati. Ma con indicatori di sentiment rialzisti e un posizionamento azionario meno favorevole, che si aggiungono ai multipli di valutazione degli indici già poco allettanti e alle rinnovate preoccupazioni per gli effetti a catena della Cina, riteniamo che il mercato sia pronto per una pausa. In particolare, dovremmo avere maggiore visibilità sulle tendenze di crescita e inflazione prima di accogliere favorevolmente le promettenti prospettive degli utili del prossimo anno.

Sebbene la duration dei titoli di Stato possa contribuire a mitigare le possibili perdite azionarie dovute a una recessione degli utili, dubitiamo ancora del suo ruolo di buffer nel prossimo futuro, in uno scenario di inflazione persistente, politiche monetarie aggressive e lieve recessione. Tuttavia, dato che i tassi a lungo termine hanno continuato a salire durante l'estate, toccando i massimi dal 2008, ora li consideriamo equamente valutati e, pertanto, abbiamo deciso di aggiungere un po' di duration in un contesto di "carry ponderato per il rischio" per portafogli bilanciati (pur rimanendo leggermente sottopeso a fronte di rendimenti della liquidità più interessanti e non correlati).

Il risultato? Dopo un inizio d'anno molto movimentato e le significative inversioni di rotazione di azioni, obbligazioni, forex e materie prime, prevediamo ulteriori scossoni nel breve termine. Il 2024 potrebbe rivelarsi migliore, ma con l'attuale dispersione dei risultati macro ancora notevolmente ampia, continuiamo a favorire un approccio *all-terrain* per la costruzione del portafoglio e privilegiamo un'allocazione e una selezione ben diversificate e di alta qualità.

Scritto da Fabrizio Quirighetti, CIO

#### Eccesso di offerta di moneta non ancora completamente assorbito



#### Premio di rischio per l'azionario USA: troppo basso per essere vero



## CONTATTI

DECALIA SA  
Rue du Rhône 31  
CH-1204 Ginevra

Tel. +41 (0)22 989 89 89  
Fax +41 (0)22 310 44 27

[info@decalia.com](mailto:info@decalia.com)  
[www.decalia.com](http://www.decalia.com)

Copyright © 2023 by DECALIA SA. All rights reserved. This report may not be displayed, reproduced, distributed, transmitted, or used to create derivative works in any form, in whole or in portion, by any means, without written permission from DECALIA SA.

This material is intended for informational purposes only and should not be construed as an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument, or as a contractual document. The information provided herein is not intended to constitute legal, tax, or accounting advice and may not be suitable for all investors. The market valuations, terms, and calculations contained herein are estimates only and are subject to change without notice. The information provided is believed to be reliable; however DECALIA SA does not guarantee its completeness or accuracy. Past performance is not an indication of future results.

External sources include: Refinitiv Datastream, Bloomberg, FactSet, IATA, Statista

Finished drafting on 31 August 2023