DIPARTIMENTO DI STUDI AZIENDALI E GIURIDICI

UNIVERSITÀ DI SIENA 1240

SEMINARIO DI DIPARTIMENTO

A.S. 2023-2024

Le sfide della sostenibilità.

Profili aziendali e giuridici

Siena, 11 ottobre 2023

Piazza San Francesco 7, Aula Franco Romani

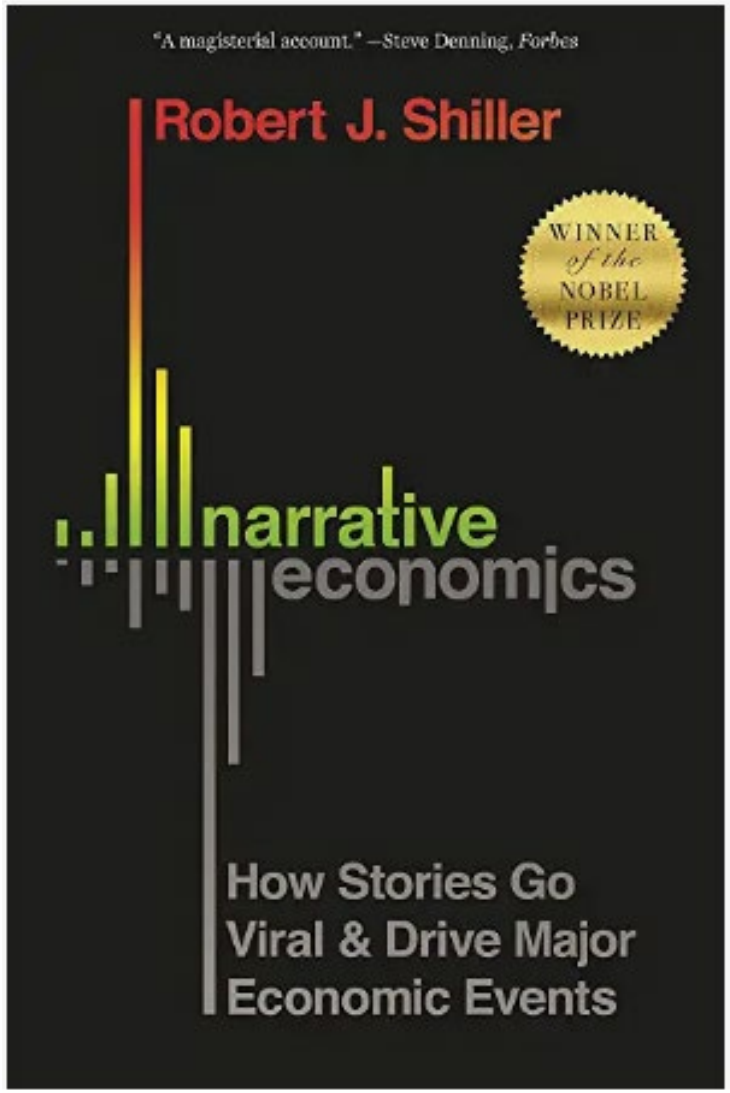
Economia narrativa e investimenti ESG: il ruolo dei mercati

Ruggero Bertelli

La forza delle narrazioni

«Nessuno ha mai preso una decisione per un numero. Abbiamo bisogno di una storia”

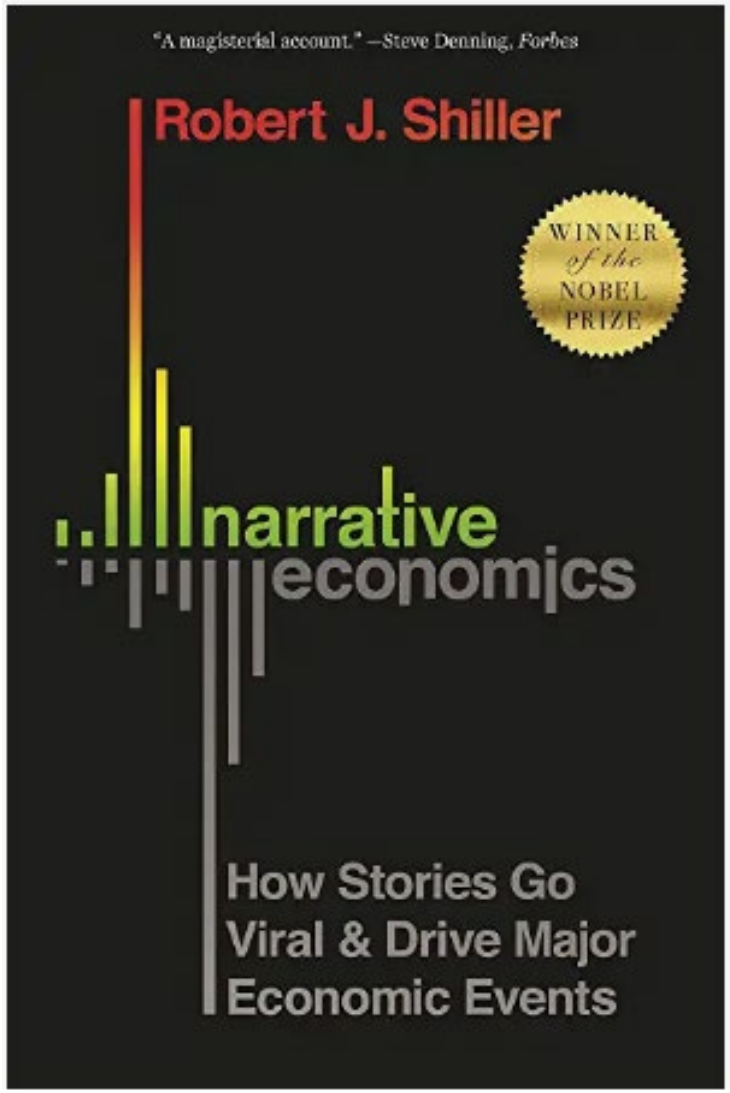
Daniel Kahneman



La forza delle narrazioni

Le narrazioni si diffondono (come i virus) e hanno conseguenze rilevanti sui comportamenti economici e sui prezzi.

Robert Shiller



La forza delle narrazioni

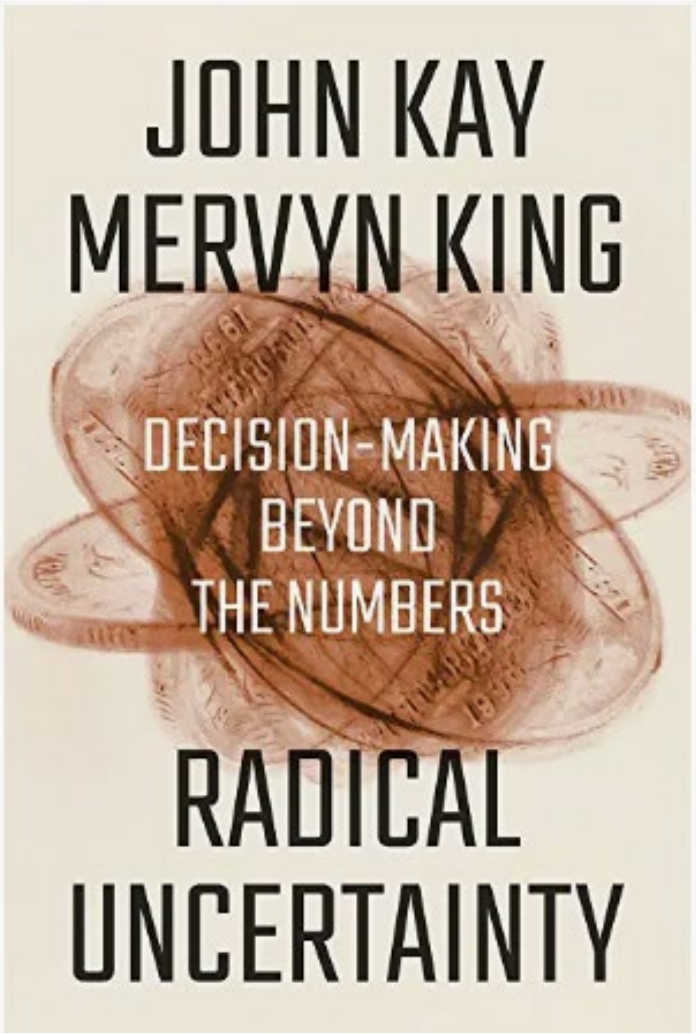
«Le narrazioni economiche seguono lo stesso modello della diffusione delle patologie: un aumento per un certo periodo del numero di persone infette che diffondono la narrazione, seguito da un periodo di oblio e di calo di interesse verso gli scambi verbali sulla narrazione di turno»

Robert Shiller, *Economia e narrazioni*, capitolo 3, Contagio, costellazioni e confluenze.

Narrazioni e modelli

Attraverso i numeri e i modelli possiamo costruire “narrazioni” che ci aiutano a decidere, in un contesto di «incertezza radicale».

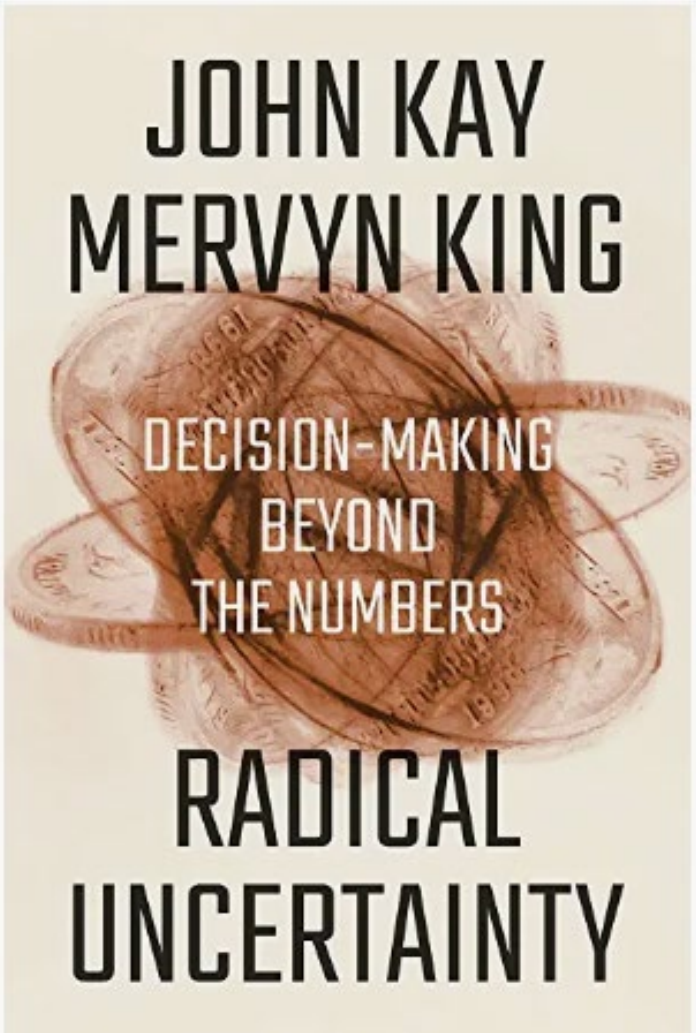
John Kay e Mervin King



Narrazioni e modelli

«Ogni giorno sul mercato competono tra di loro narrazioni alternative, che cercano di scalzare le altre».

John Kay e Mervin King



Gli extra-rendimenti frutto delle narrazioni

Conoscere in anticipo quale narrazione sarà vincente (almeno per un po’) costituisce un vantaggio che consente di produrre extra-rendimenti?

Factor-based Investing

Il “Factor-Based Investing” è un approccio utile, che viene usato sul mercato finanziario per trarre vantaggio dal “premio per il rischio” che si nasconde dentro fattori quali la dimensione, lo stile (value o growth), il momentum, la volatility.

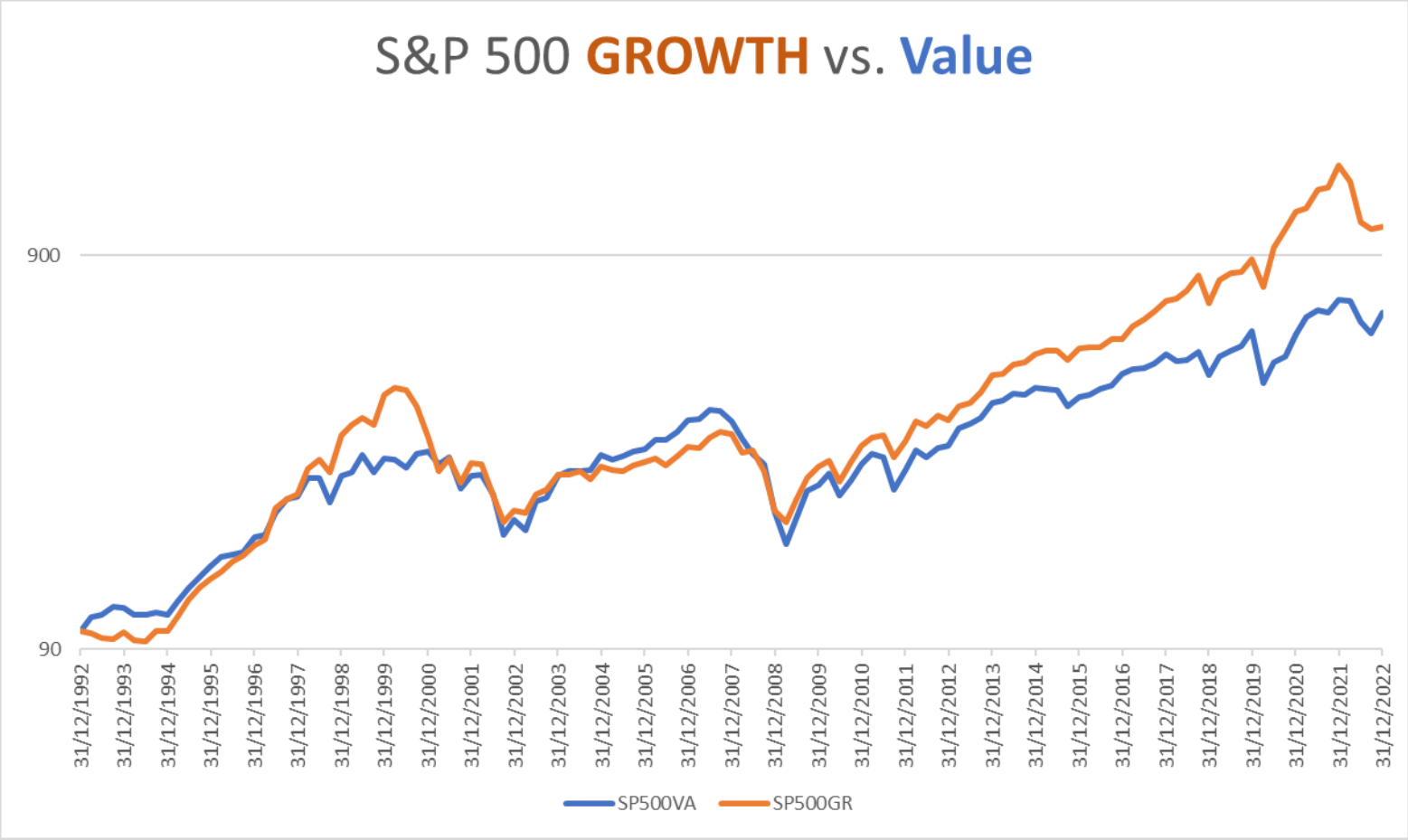
Per ogni fattore è possibile costruire una “narrazione di riferimento” che spiega perché esiste il premio per il rischio e a quali condizioni.

Per esempio: Value vs. Growth

Immediatamente ci vengono in mente “storie”: bolla speculativa tecnologica, diffusione della tecnologia, FAAMG, Intelligenza artificiale. E poi «vince» il saggio Warren Buffet …

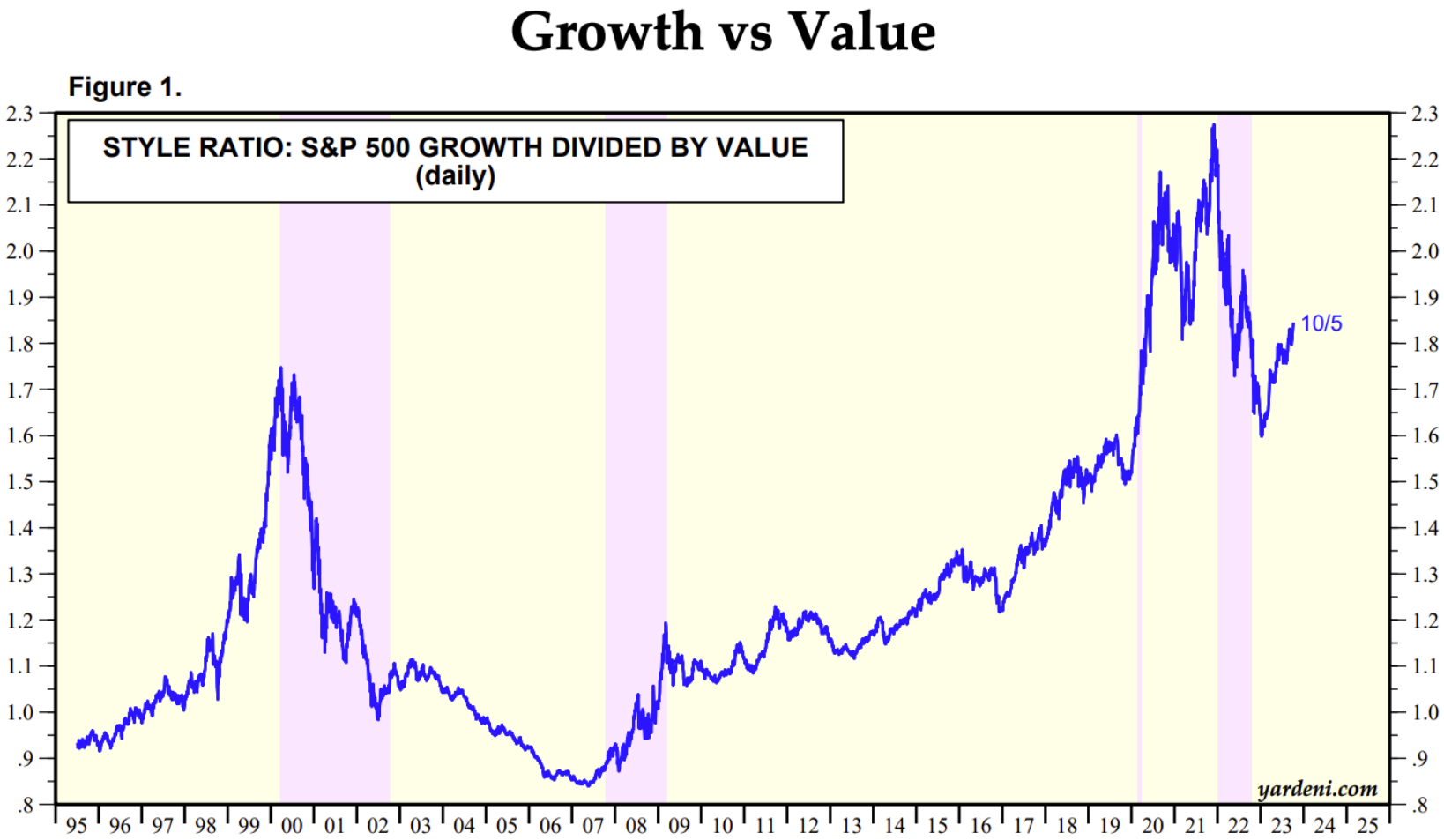
Narrazioni che tendono a diffondersi e a generare percorsi, tendenze, performance.

Un classico esempio: GROWTH vs. Value



Fonte dati: Refinitiv Eikon Datastream

Un classico esempio: Value vs. Growth



Note: Shaded red areas are S&P 500 bear market declines of 20% or more. Yellow areas show bull markets.
Source: Standard & Poor's and Haver Analytics.

ESG e NESG come fattore di rendimento?

L’affermarsi dell’investimento ESG genera implicitamente l’investimento NESG.

E’ una contrapposizione che non ha senso, se l’agire NESG è conSiderato «a termine», ossia se le aziende NESG sono destinate a «morire».

Non lo è se ESG e NESG diviene «narrazione» in competizione sui mercati, dove la prevalenza dell’uno o dell’altro non è «scontata» (nel senso di dare per scontato).

Le cinque narrazioni sul Climate Change *

1. **The Scientific Narrative**: «The Scientific Narrative is internally coherent, content-rich, complex, and based on a strong scientific consensus»
2. **The Skeptical Narrative**: «The elements of this narrative are a combination of: 1) simple climate change denial; 2) the assertion, from some prominent scientists, that while climate change may be happening it is a natural cycle of the Earth and not caused by humans; 3) the argument that the net zero transition is causing further poverty; and 4) the claim that the presumed economic effects of climate change are overstated due to flawed models».
3. **The Moral Narrative**: «An important part of this narrative is the concept of a "Just Transition" which emphasizes that solving the problem of climate change shouldn't unduly burden those who can least afford it».
4. **The Opportunity Narrative**: «The Opportunity Narrative posits that companies which adequately prepare themselves for the needed and even inevitable energy transition will prosper while those which do not will suffer».
5. **The Doomsday Narrative**: «The Doomsday Narrative holds that the use of fossil fuels must be reduced dramatically and immediately. Doing so will require putting pressure on these companies, those who finance them, and those who use their products. This includes individual consumers who must make fundamental changes in their lifestyles in terms of transportation, energy use and diet»

(*) Robert G. Eccles, From scientific to doomsday, the five climate change narratives shaping discourse and decisions, Impactalpha.com

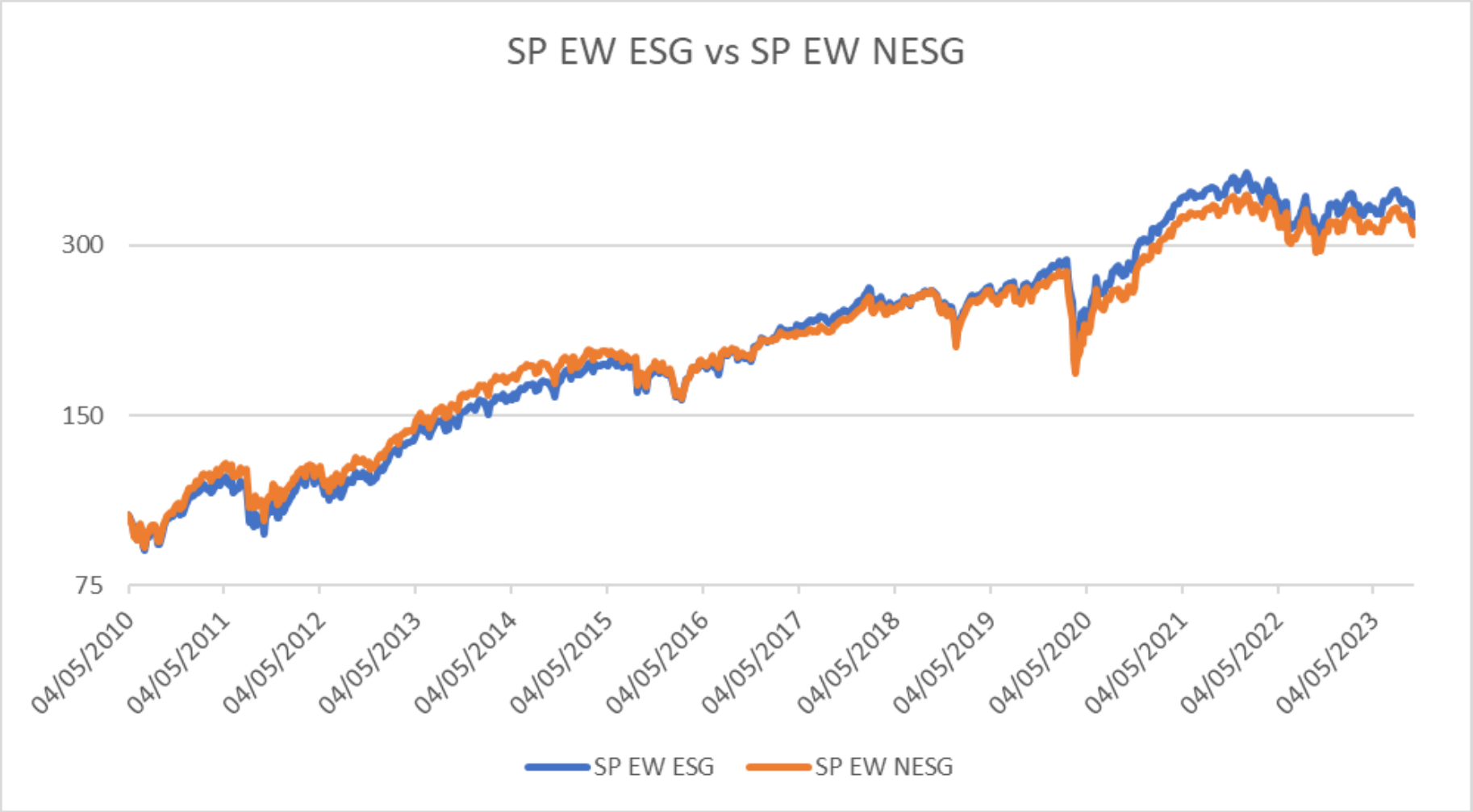
S&P 500 ESG vs. S&P 500 NESG

Non esiste sul mercato la possibilità di investire in indici NESG (e questo ha già un significato si mercato).

Tuttavia, esistono investimenti ESG quale sottoinsieme di un universo investibile ESG + NESG: è il caso dell'indice S&P 500 ESG Equally Weighted (184 titoli su 500 totali).

Noto il numero di titoli, considerato il fatto che sono pesati secondo il criterio EW, è facile stimare la performance di un indice NESG implicito.

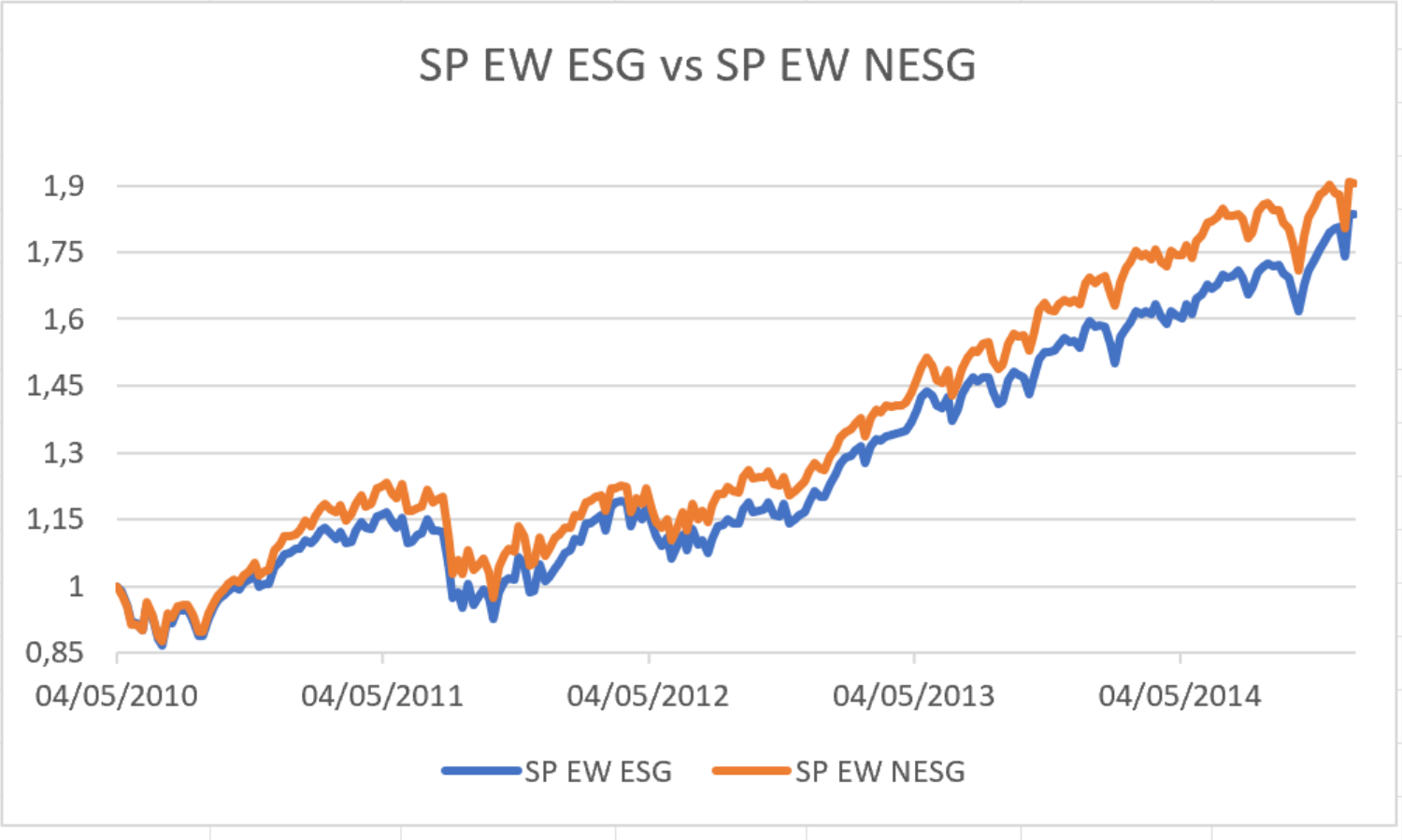
Confronto ESG e NESG su dati S&P500 EW



Fonte dati: Refinitiv Eikon Datastream per l'indice S&P Equally Weighted ESG. Mie elaborazioni per l'indice S&P Equally Weighted NESG

Confronto ESG e NESG su dati S&P500 EW

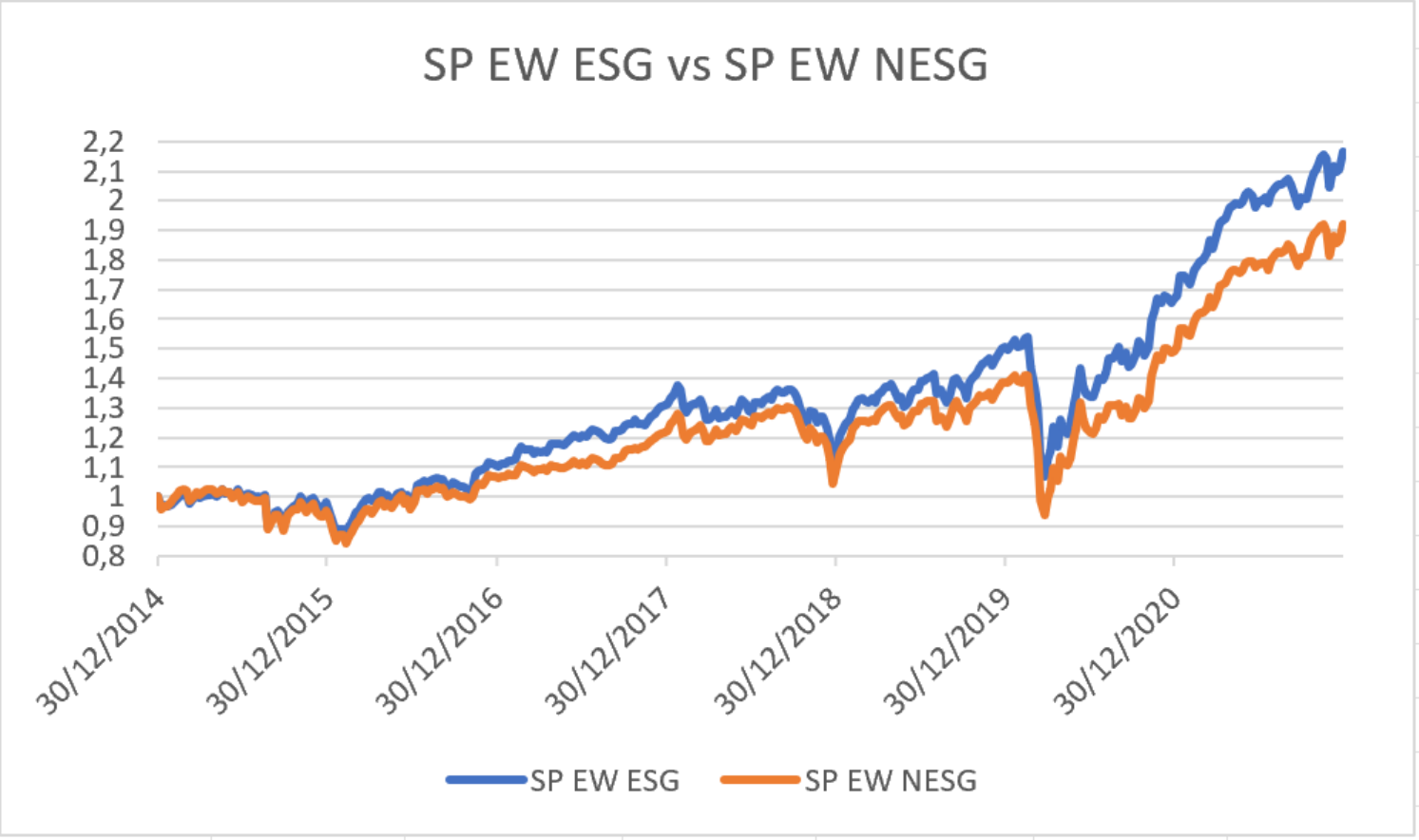
ESG vs. NESG DAL	04/05/2010	AL	30/12/2014



Fonte dati: Refinitiv Eikon Datastream per l'indice S&P Equally Weighted ESG. Mie elaborazioni per l'indice S&P Equally Weighted NESG

Confronto ESG e NESG su dati S&P500 EW

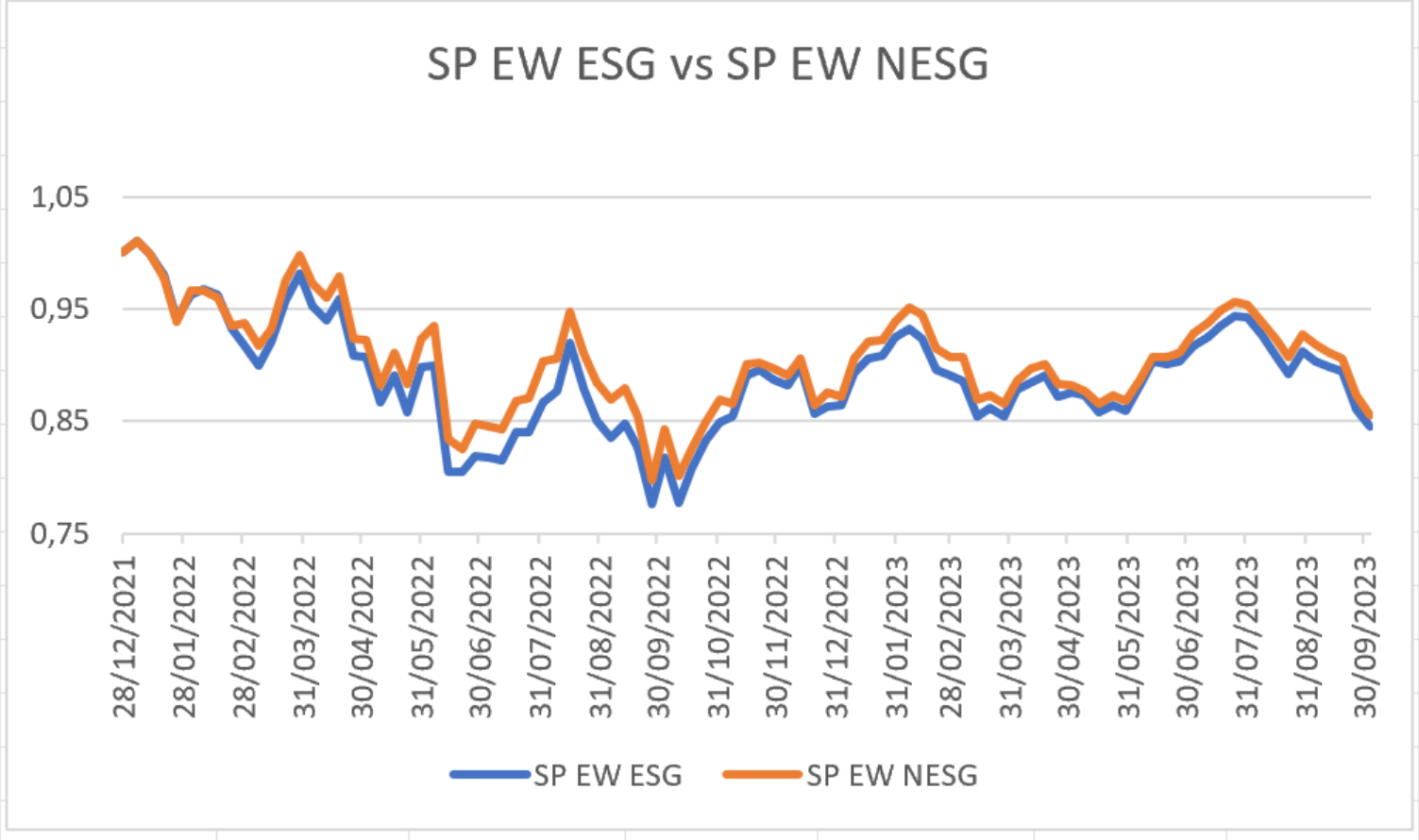
ESG vs. NESG DAL	30/12/2014	AL	28/12/2021



Fonte dati: Refinitiv Eikon Datastream per l'indice S&P Equally Weighted ESG. Mie elaborazioni per l'indice S&P Equally Weighted NESG

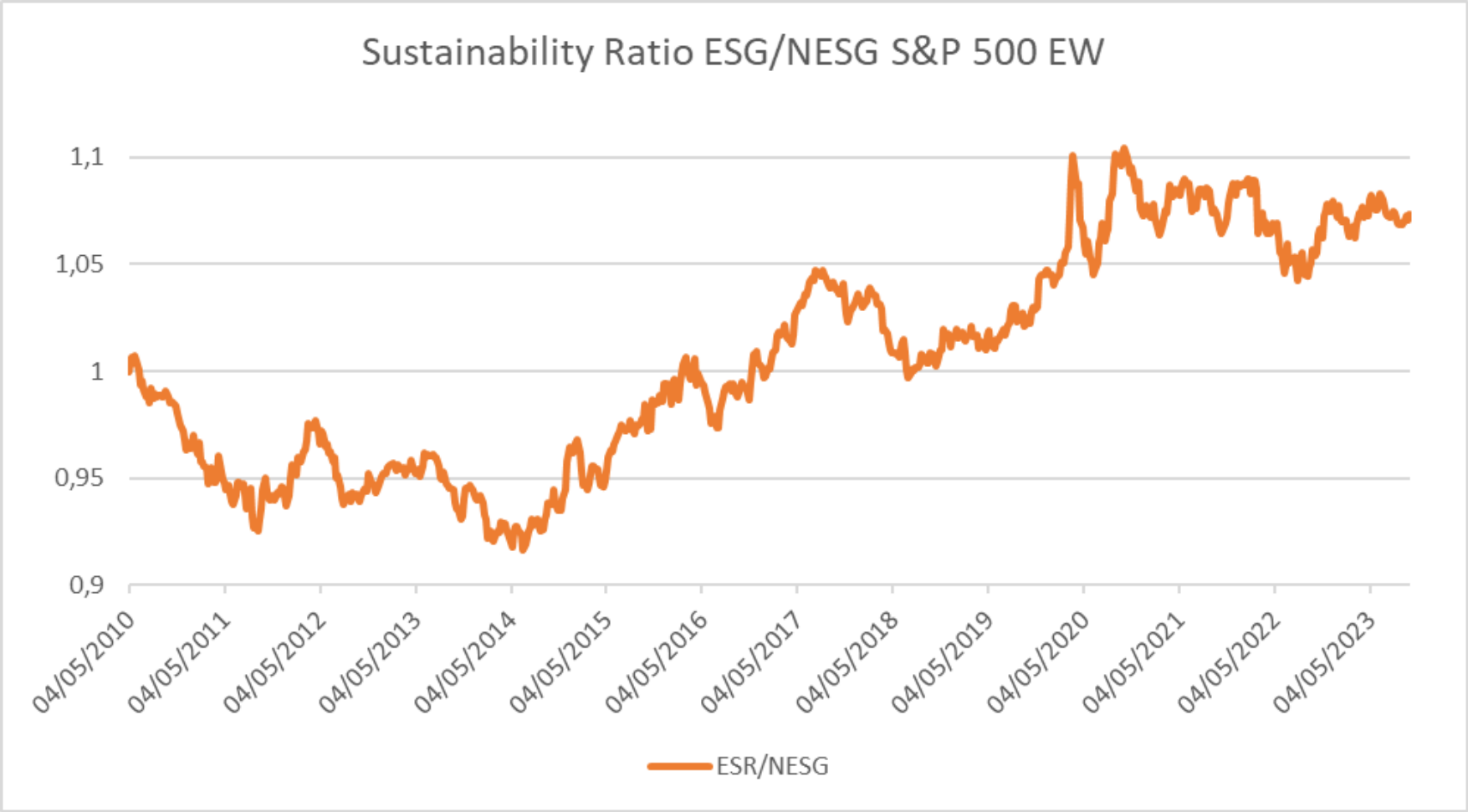
Confronto ESG e NESG su dati S&P500 EW

ESG vs. NESG DAL	28/12/2021	AL	03/10/2023



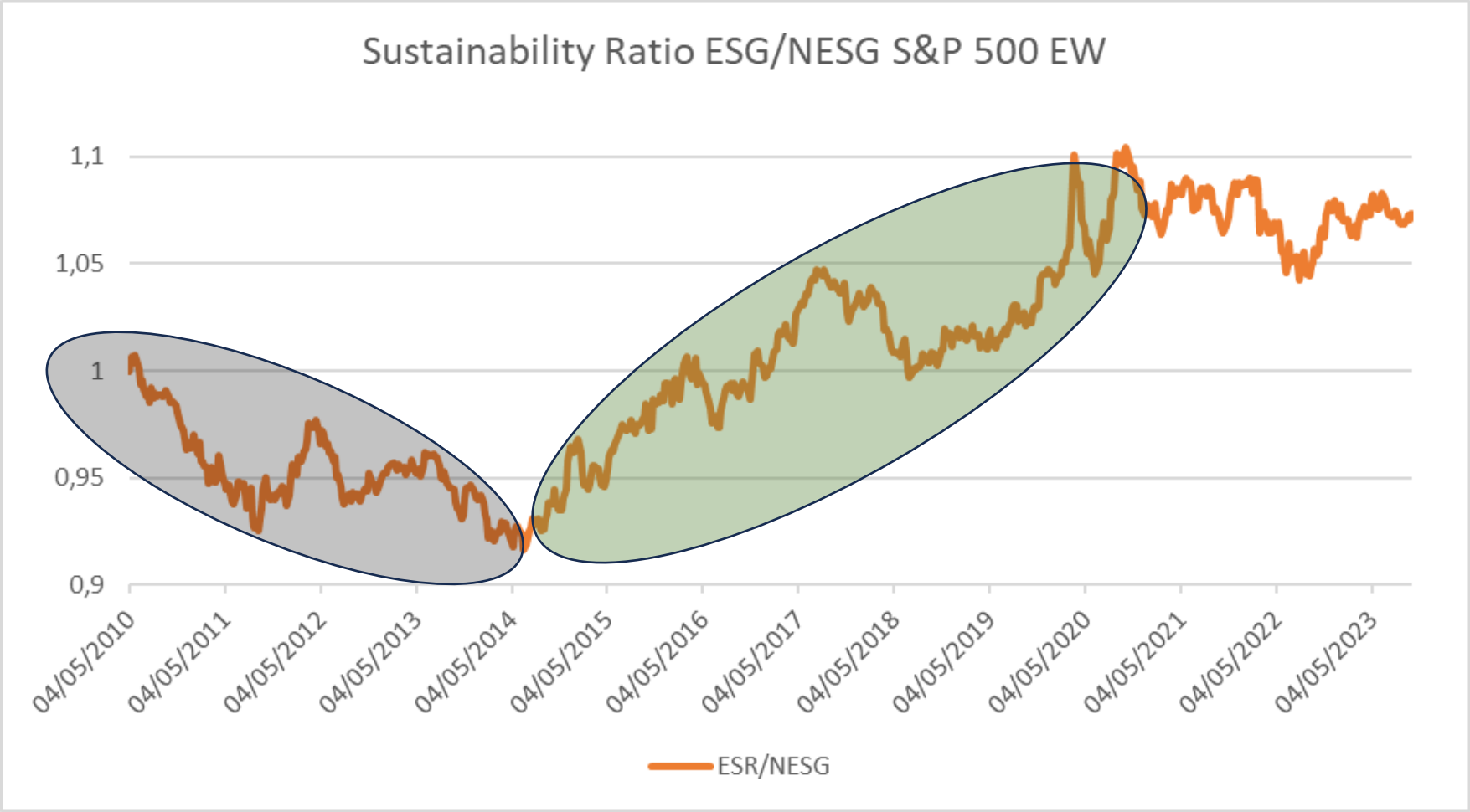
Fonte dati: Refinitiv Eikon Datastream per l'indice S&P Equally Weighted ESG. Mie elaborazioni per l'indice S&P Equally Weighted NESG

Sustainability Ratio: ESG/NESG



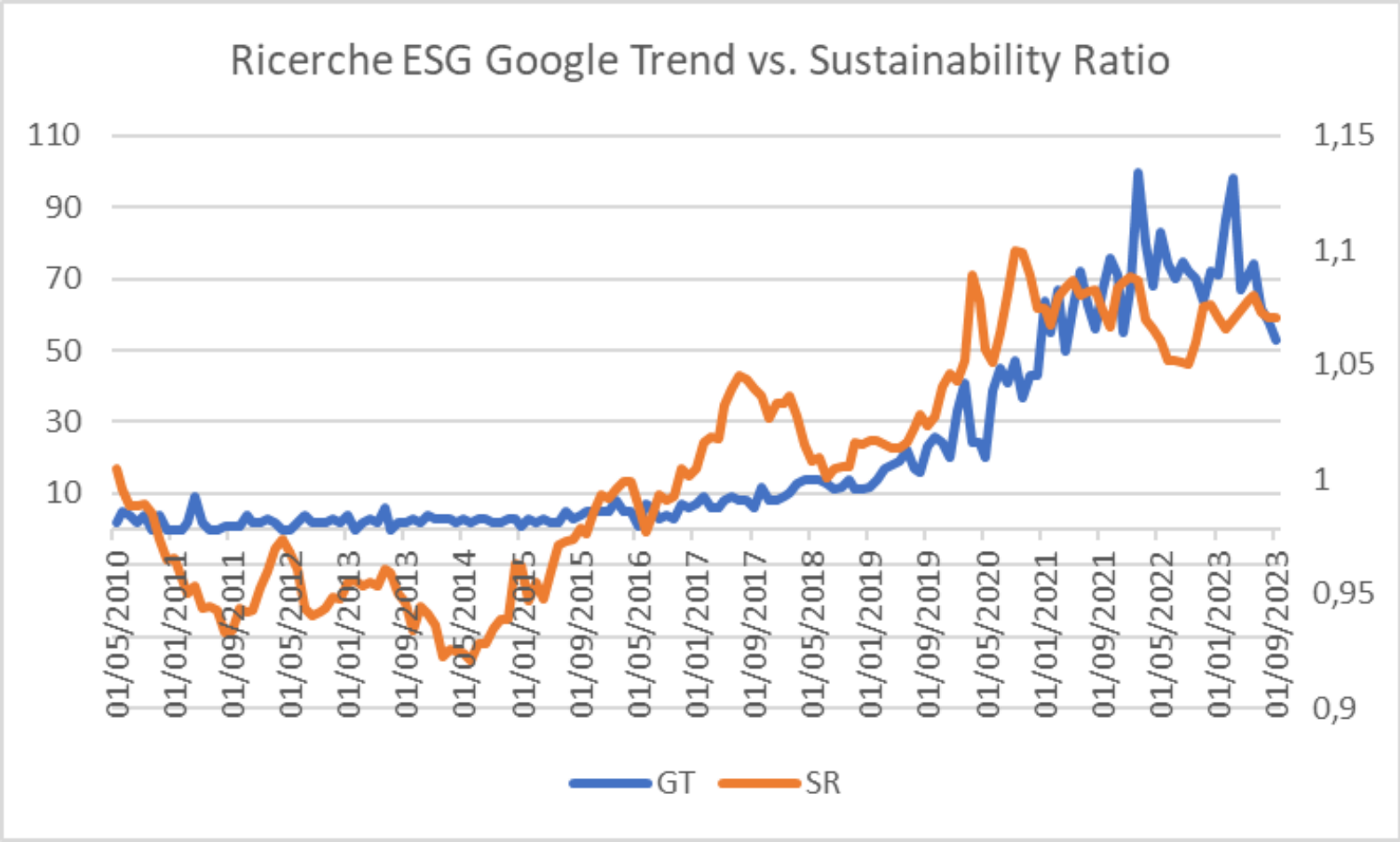
Fonte dati: Refinitiv Eikon Datastream per l'indice S&P Equally Weighted ESG. Mie elaborazioni per l'indice S&P Equally Weighted NESG

Sustainability Ratio: ESG/NESG



Fonte dati: Refinitiv Eikon Datastream per l'indice S&P Equally Weighted ESG. Mie elaborazioni per l'indice S&P Equally Weighted NESG

Google Trend ESG vs. Sustainability Ratio



Fonte dati: Refinitiv Eikon Datastream per l'indice S&P Equally Weighted ESG. Mie elaborazioni per l'indice S&P Equally Weighted NESG

Analisi delle performance S&P 500 EW

		INTERO PERIODO (DA 2/11/2010)		
		SP EW ESG	SP EW	SP EW NESG
	MEDIA W	0,2035%	0,1957%	0,1912%
	MEDIA A	10,58%	10,18%	9,94%
	DEV.ST.	2,24%	2,27%	2,29%
	DEV.ST A	16,17%	16,34%	16,55%
1,00%	VaR	-6,22%	-6,54%	-6,74%
	cVaR	-8,94%	-9,26%	-9,44%
	DR	9,9375%	9,0747%	8,5432%

Fonte dati: Refinitiv Eikon Datastream per l'indice S&P Equally Weighted ESG. Mie elaborazioni per l'indice S&P Equally Weighted NESG

Il Diaman Ratio per cogliere la narrazione pro tempore vincente

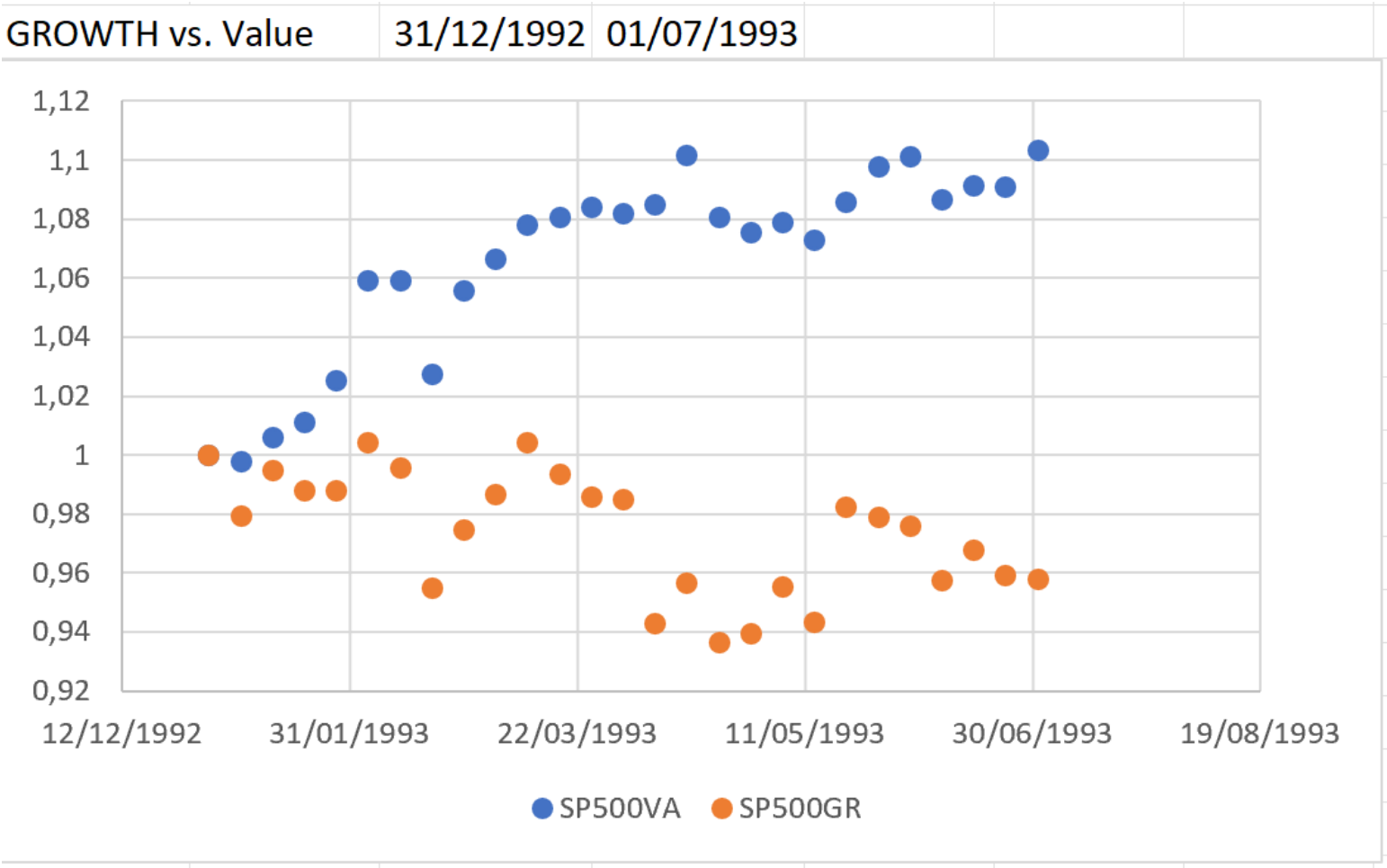
L'indicatore DR, sviluppato da Daniele Bernardi e dal sottoscritto nel 2014 (*) consente di misurare la forza di una narrazione che ha effetto sui prezzi.

WILMOTT
Contents May 2014

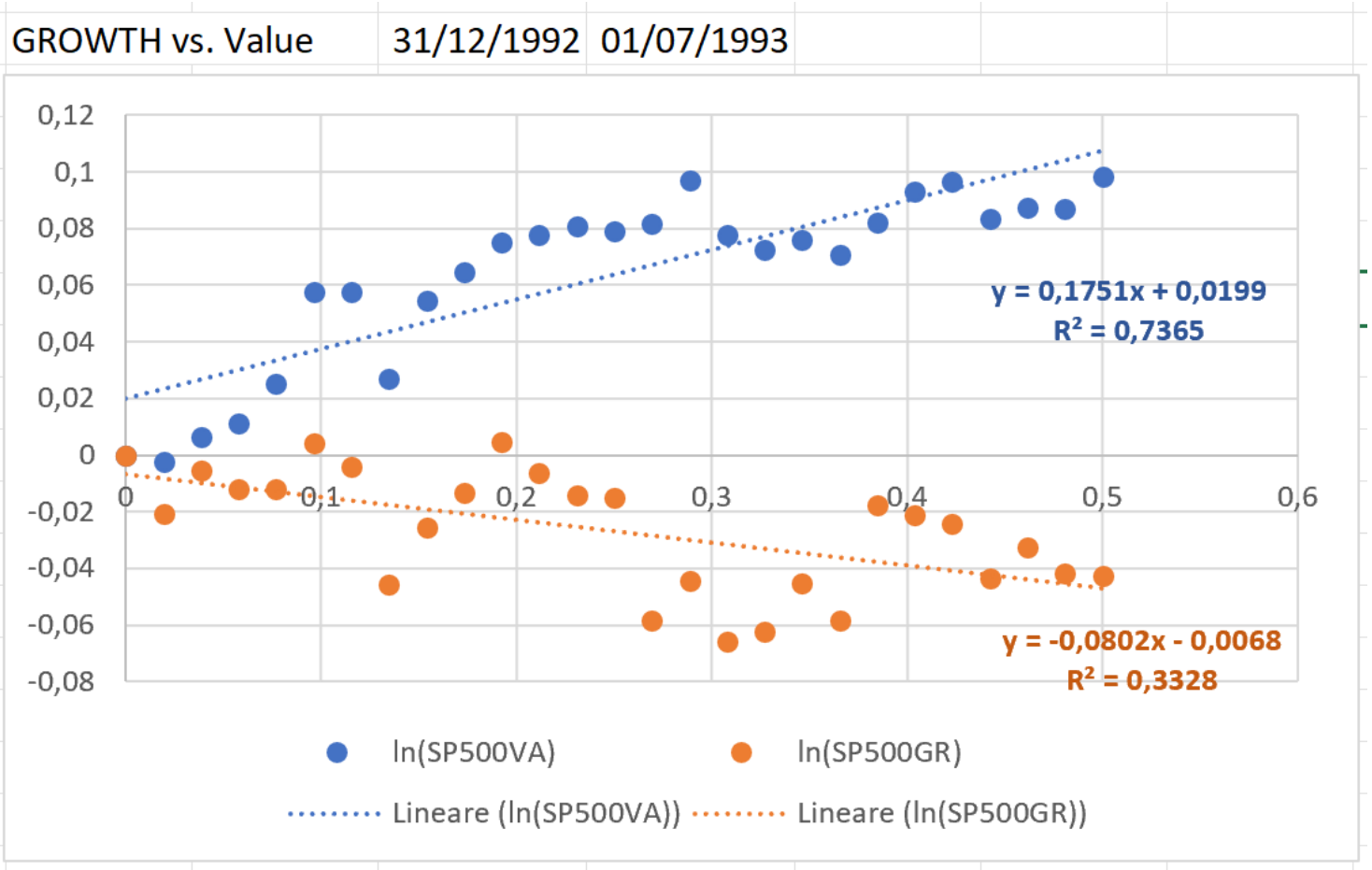
The DIAMAN Ratio

Daniele Bernardi
DIAMAN SCF S.r.l., Italy, email: daniele.bernardi@diaman.it
Ruggero Bertelli
University of Siena, Italy

Il Diaman Ratio per cogliere la narrazione pro tempore vincente



Il Diaman Ratio per cogliere la narrazione pro tempore vincente

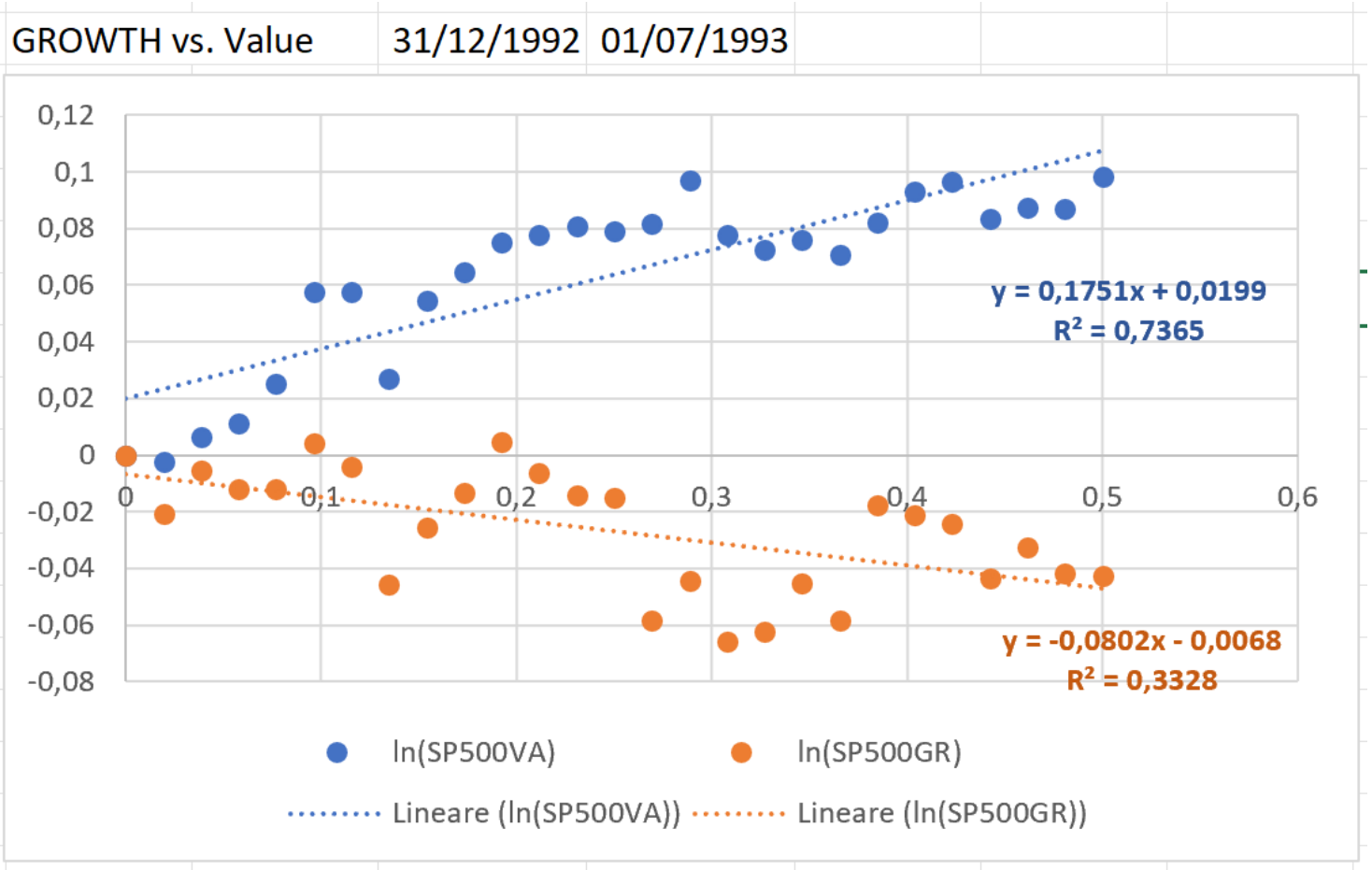


DRVA = 0,175*0,74 = 12,89%
DRGR = -0,08*0,33 = -2,67%

ER (GR – VA) = -15,56%

Negli ultimi sei mesi si è diffusa la «narrazione» Value. Continuerà a diffondersi … finché il numero delle (dei) contagiate (i) sarà superiore al numero di coloro (uomini o donne) che avranno abbandonato la narrazione.

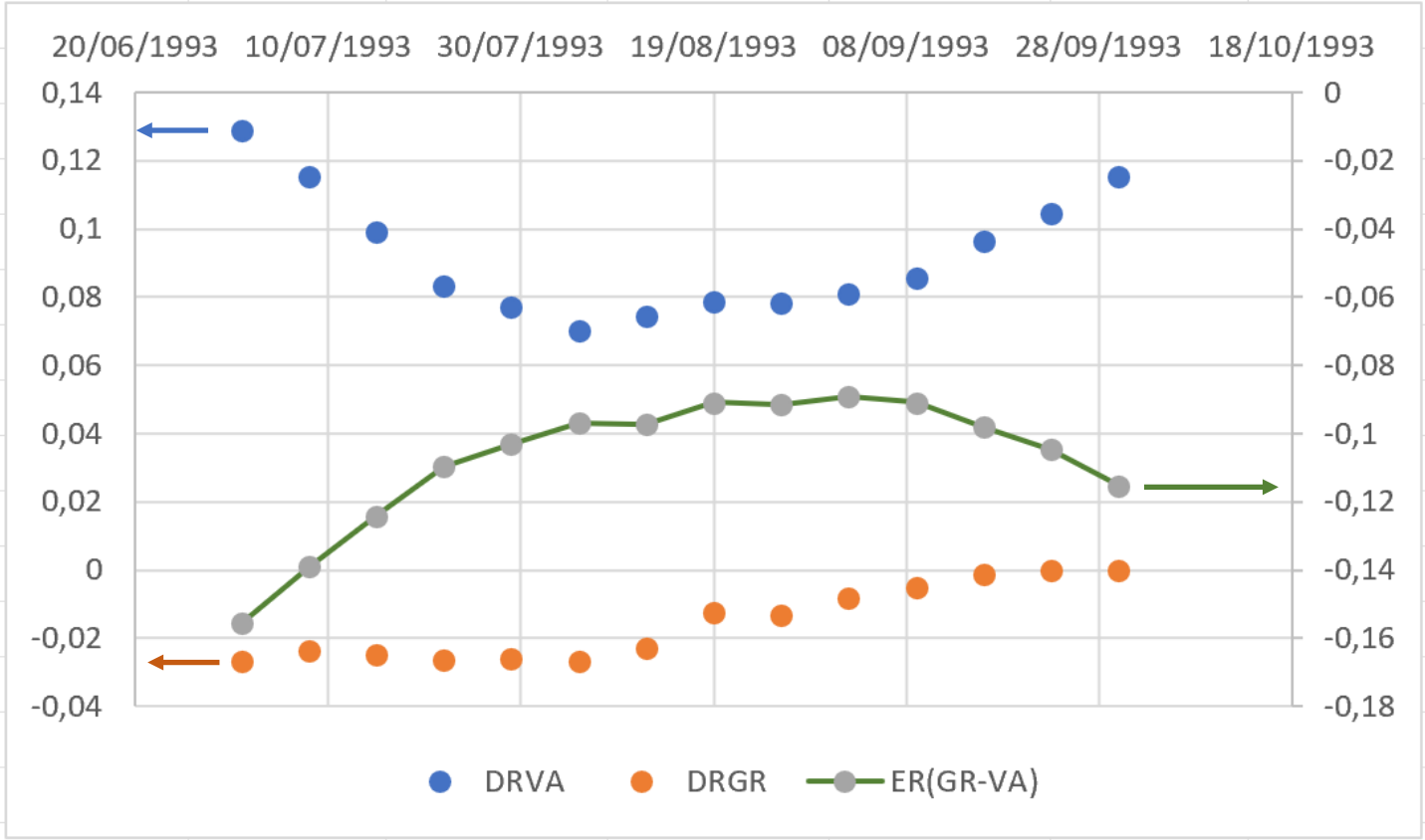
Il Diaman Ratio per cogliere la narrazione pro tempore vincente



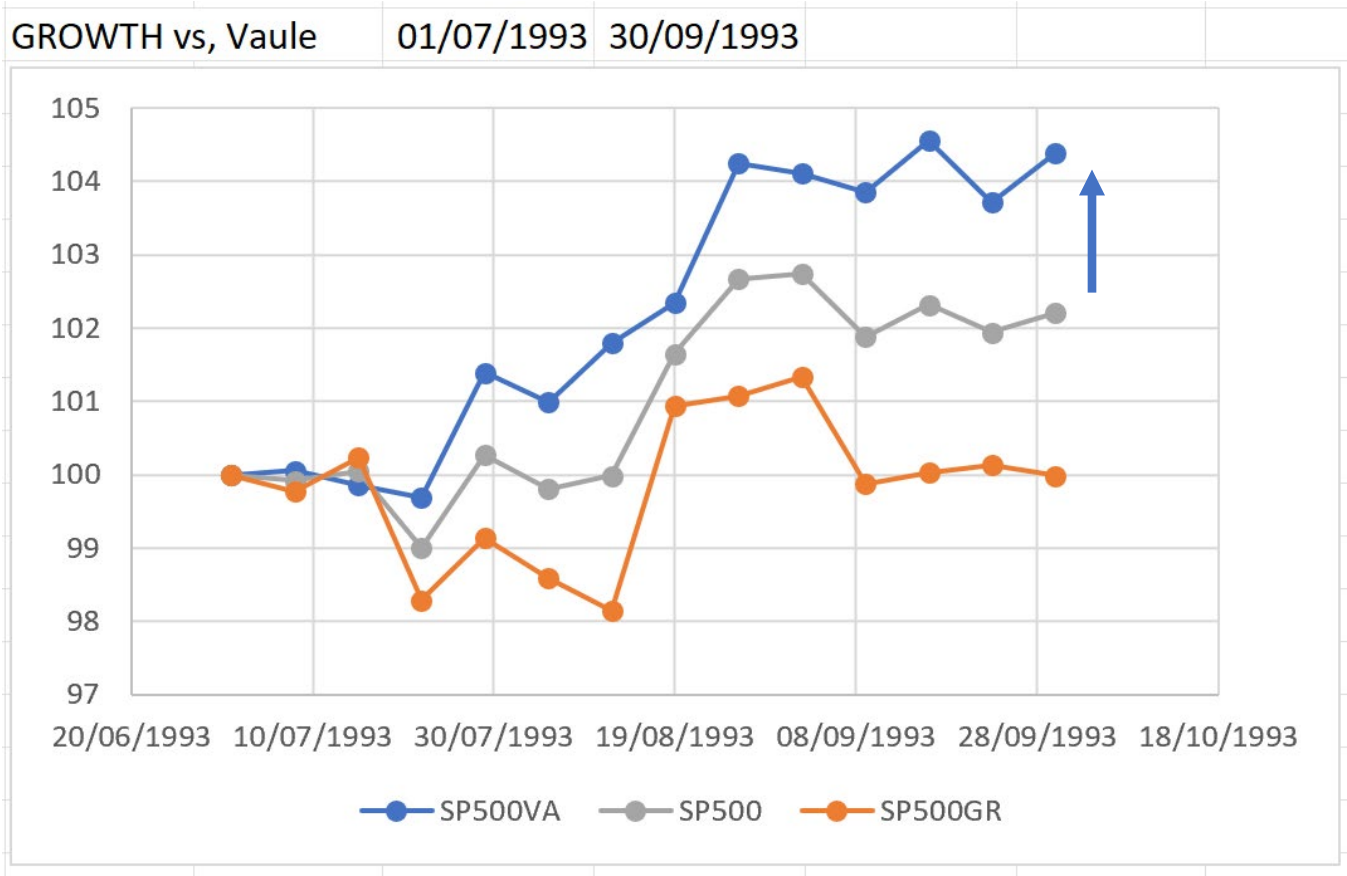
«Le narrazioni economiche seguono lo stesso modello della diffusione delle patologie: un aumento per un certo priodo del numero di persone infette che diffondono la narrazione, seguito da un periodo di oblio e di calo di interesse verso gli scambi verbali sulla narrazione di turno»
Robert Shiller, *Economia e narrazioni*, capitolo 3, Contagio, costellazioni e confluenze.

Il Diaman Ratio per cogliere la narrazione pro tempore vincente

DRGR	DRVA	ER(GR-VA)	01/07/1993	30/09/1993

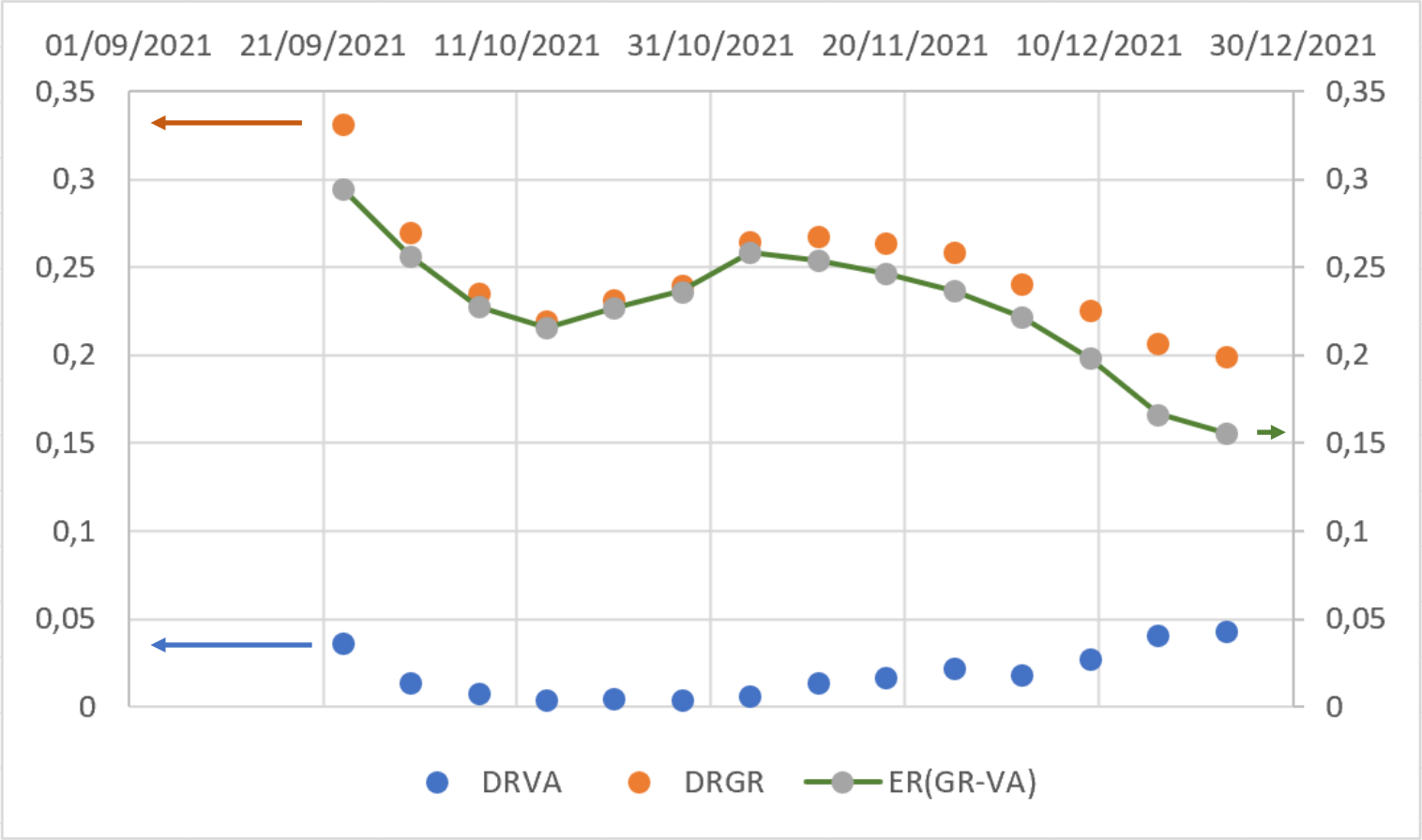


Il Diaman Ratio per cogliere la narrazione pro tempore vincente

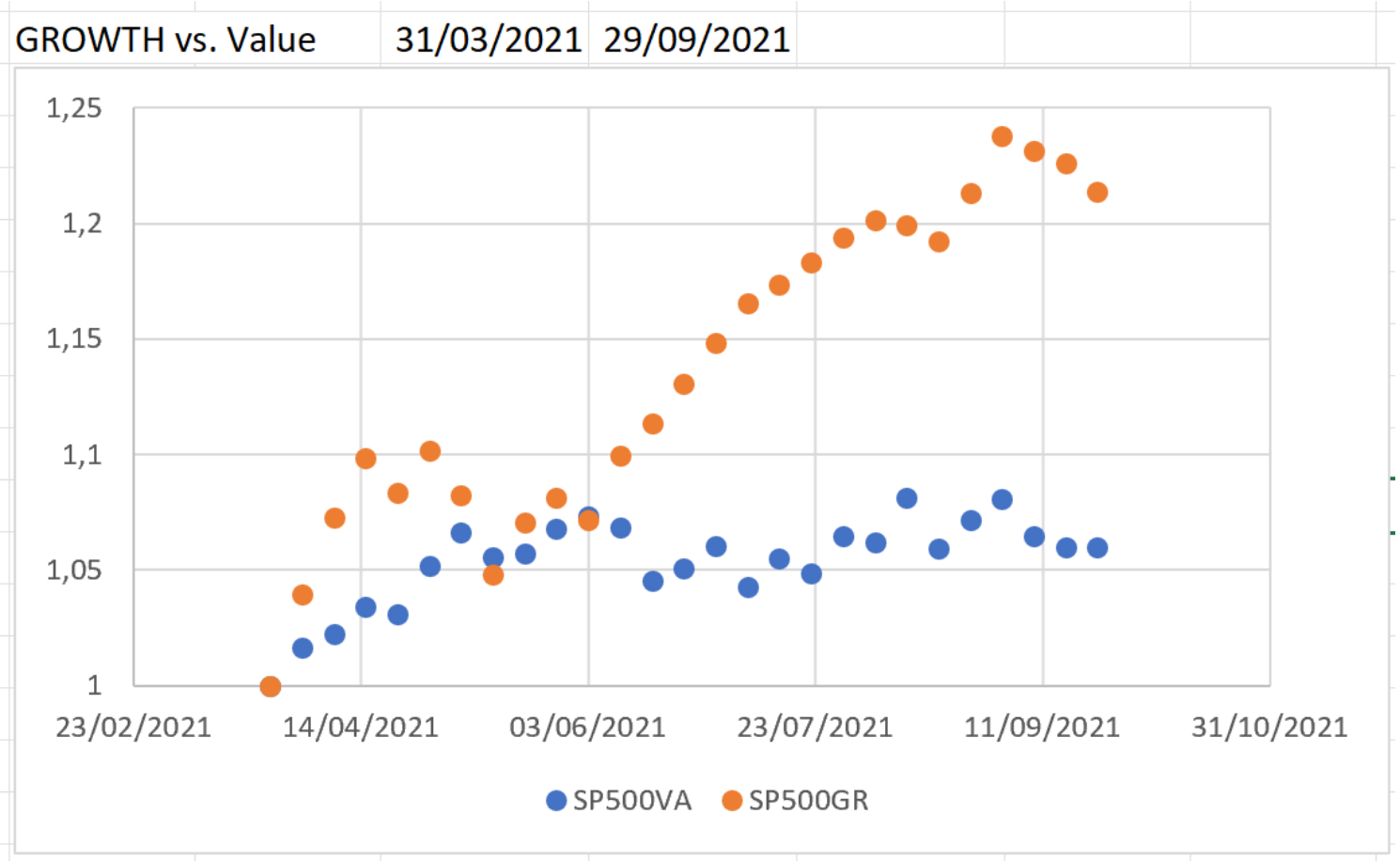


Il Diaman Ratio per cogliere la narrazione pro tempore vincente

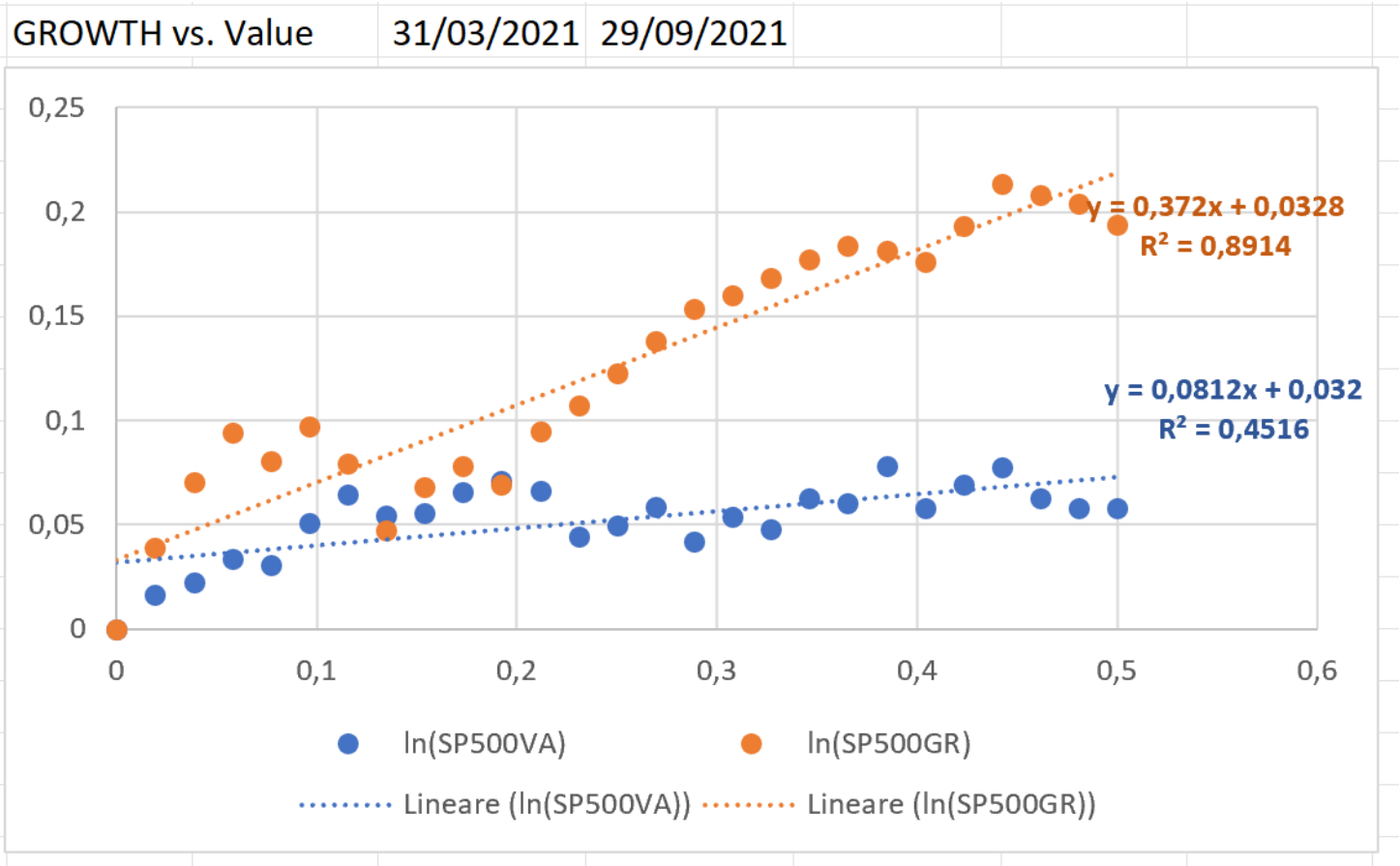
DRGR	DRVA	ER(GR-VA)	23/09/2021	23/12/2021



Il Diaman Ratio per cogliere la narrazione pro tempore vincente



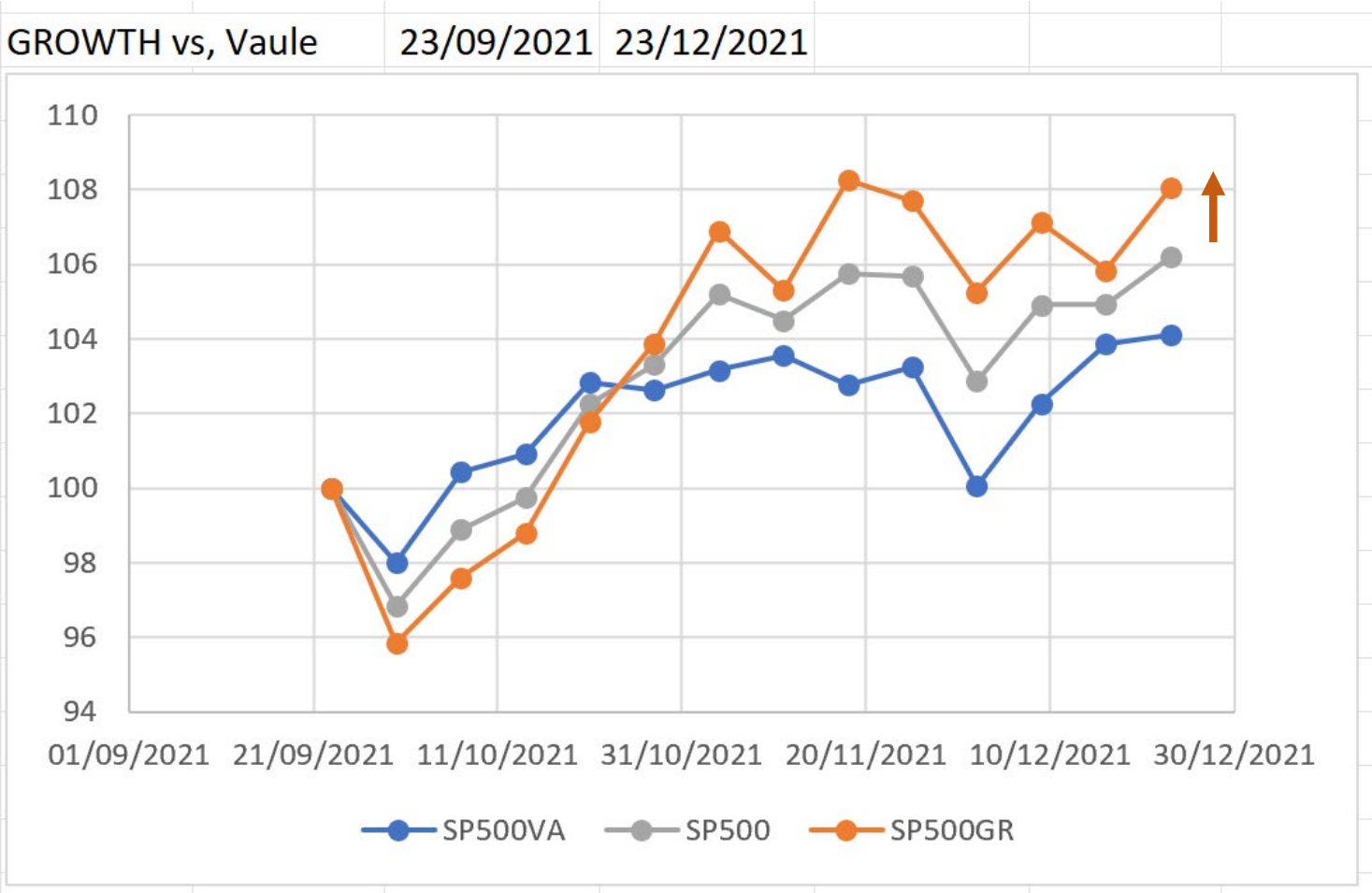
Il Diaman Ratio per cogliere la narrazione pro tempore vincente



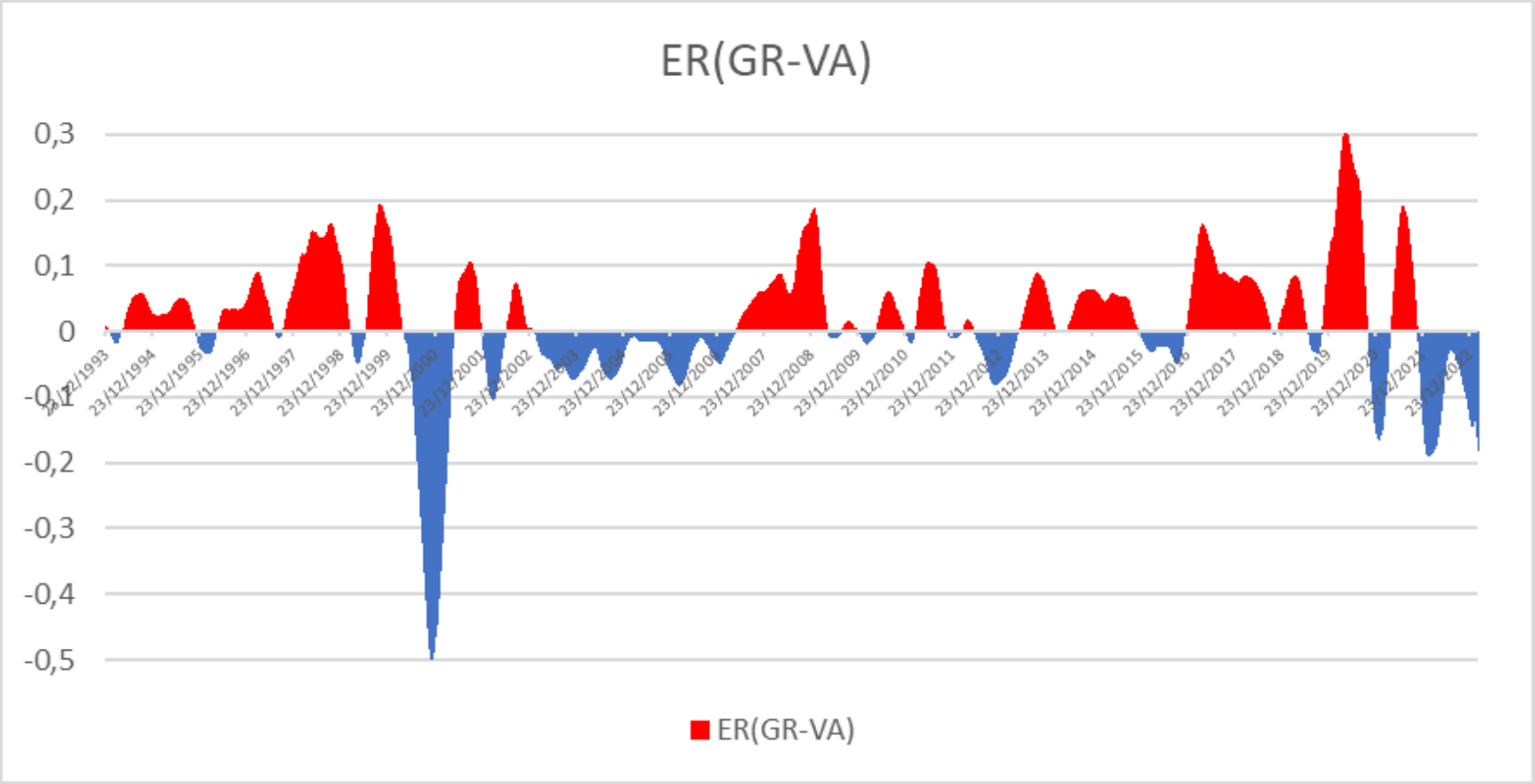
DRVA = 0,08*0,45 = 3,67%
DRGR = 0,372*0,89 = 33,15%

ER (GR – VA) = 29,49%

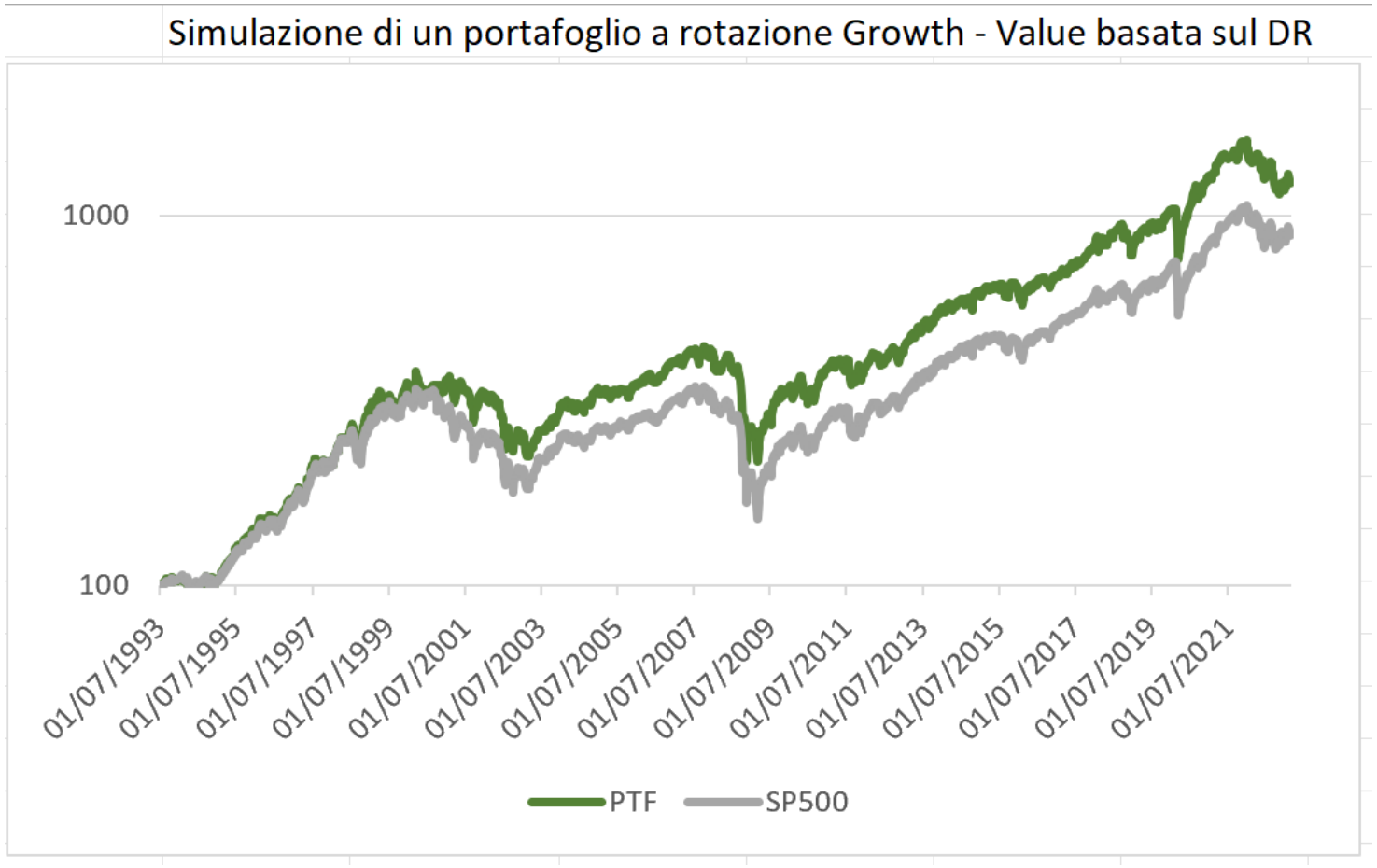
Il Diaman Ratio per cogliere la narrazione pro tempore vincente



Il Diaman Ratio per cogliere la narrazione pro tempore vincente



Il Diaman Ratio per cogliere la narrazione pro tempore vincente



Il Diaman Ratio per cogliere la narrazione pro tempore vincente

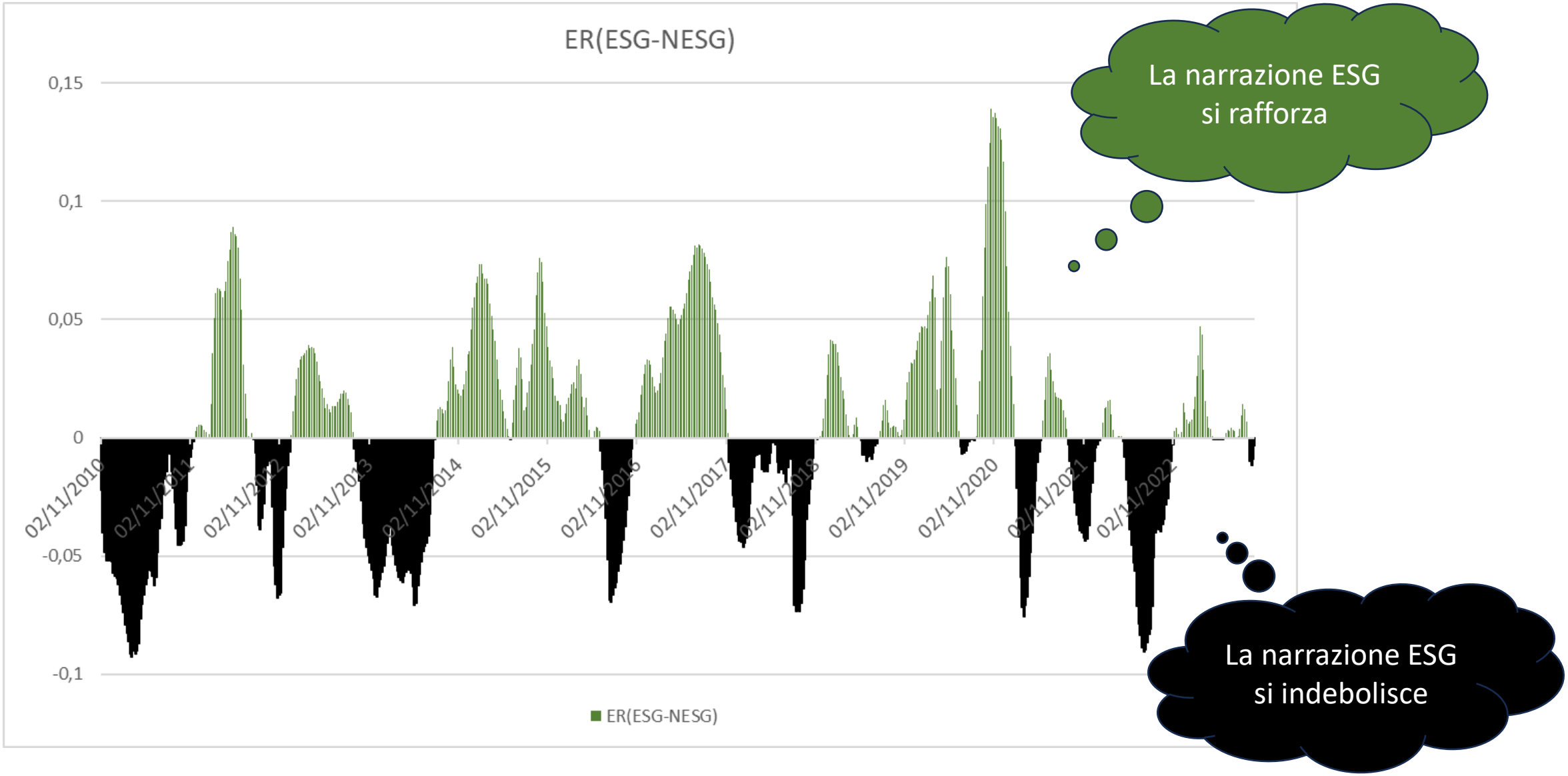
Ciò che abbiamo rappresentato per la classica contrapposizione Growth – Value sarà vero anche per ESG vs. NESG?

Possiamo considerare ESG e NESG come due «fattori» in competizione tra di loro, anticipando i quali è possibile generare extra-profitti?

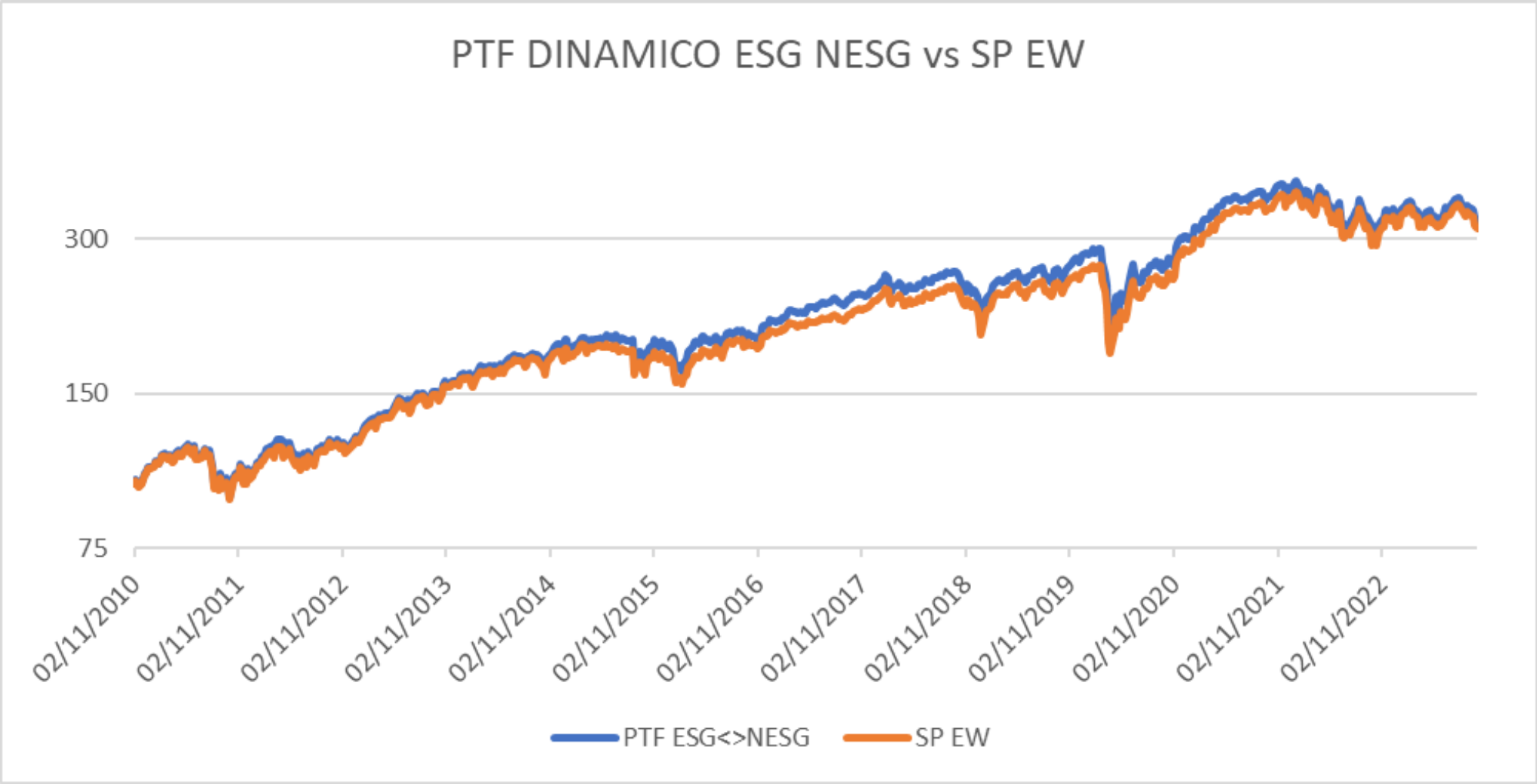
La risposta a questa domanda, fornita su dati storici – e da verificare su altri mercati e con altri strumenti di analisi anche di tipo Bottom-Up – è importante.

E' chiaro che ESG non è un fattore alternativo a NESG: sarebbe come dire che investire nei cattivi consente di vincere … ma i mercati sono cinici e «pecunia non olet».

L'oscillatore delle narrazioni



Un portafoglio a rotazione ESG NESG



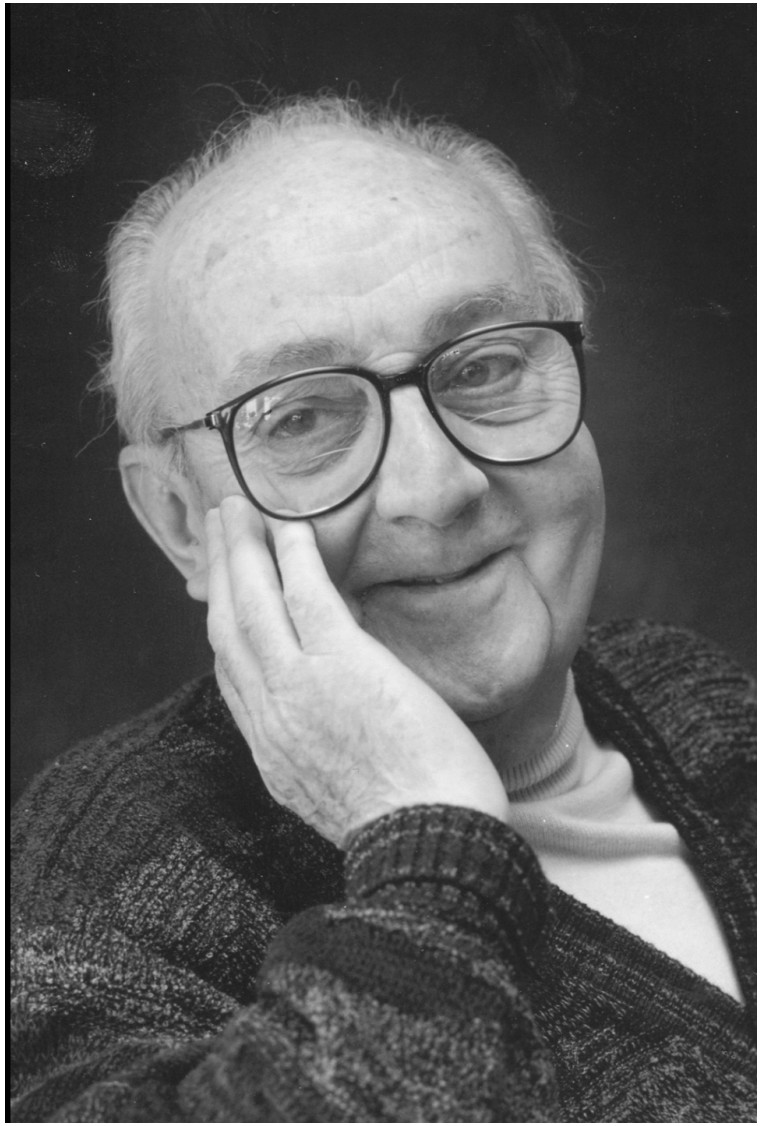
S&P 500 EW vs. PORTAFOGLIO DINAMICO

INTERO PERIODO (DA 2/11/2010)					
		SP EW ESG	SP EW	SP EW NESG	PTF DIN ESG NESG
	MEDIA W	0,2035%	0,1957%	0,1912%	0,1994%
	MEDIA A	10,58%	10,18%	9,94%	10,37%
	DEV.ST.	2,24%	2,27%	2,29%	2,25%
	DEV.ST A	16,17%	16,34%	16,55%	16,21%
1,00%	VaR	-6,22%	-6,54%	-6,74%	-6,59%
	cVaR	-8,94%	-9,26%	-9,44%	-9,55%
	DR	9,9375%	9,0747%	8,5432%	9,4180%
				TE	0,003723%
				TEV	0,234216%
				IR	1,589620%

Fonte dati: Refinitiv Eikon Datastream per l'indice S&P Equally Weighted ESG. Mie elaborazioni per l'indice S&P Equally Weighted NESG

Factor Investing, Behavioral and Narrative Economics under Radical Uncertainty

Tanto lavoro è ovviamente da fare. E non pretendo di aver dimostrato molto, ma solo di aver inquadrato il tema dell'investimento ESG nella economia narrativa, che trova nei mercati la sua massima espressione (Shiller).
Mi piace ricorrere al concetto di «Incertezza Radicale» che prendo a prestito dal libro di John Kay e Merving King.
In un contesto di radicale incertezza, le narrazioni servono per prendere decisioni.
Si potrebbe dire che in tema (almeno) di cambiamento climatico il Cigno non è nero, ma è verde (The green swan della BIS).
La SFDR invita a riflettere sulle conseguenze in termini di rischio di sostenibilità del NON investire ESG. Ma si tratta di rischi di lungo periodo, «nuovi» e – chiaramente – NON FINANZIARI.
Temo che i mercati finanziari siano in difficoltà nello «scontarli».
Forse è meglio «Attendere e accertarsi» … «Attendere e accertarsi», come dice Meryl Streep (Presidente USA) nel film «Don'y look up» con Leonardo Di Caprio, quando gli comunicano che una meteorite sta piombando sul nostro pianeta.



La forza dei modelli

«Tutti i modelli sono sbagliati, ma alcuni sono utili»

George Box, Presidente dell'American Statistical Association (1976)

QUANT