

FONDI&SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 14 - numero 138 - ottobre 2021



NUBI NERE SULLA CINA, MA
MOLTI CI CREDONO ANCORA
FOCUS SALONE: TANTI
INVESTIMENTI PER IL FUTURO



BANCA
GENERALI
PRIVATE

MECSAATCH

TU L'HAI CREATO, INSIEME LO PROTEGGIAMO.

Per noi di Banca Generali Private, il patrimonio è una cosa viva che ha bisogno ogni giorno di cure. Per questo i nostri consulenti sono sempre al tuo fianco, aiutandoti a dare forma ai tuoi progetti di vita con soluzioni su misura. Accompagnandoti nelle scelte più importanti per il tuo futuro e quello della tua famiglia. Un approccio che ci premia, come conferma il Gruppo Financial Times che ci ha nominato Miglior Banca Private a livello globale per strategia di sviluppo e l'Istituto Tedesco di Qualità e Finanza, che da sei anni ci conferisce la medaglia d'oro come miglior rete di consulenti per livello di soddisfazione dalla clientela.



Messaggio pubblicitario con finalità promozionale. Per conoscere le condizioni e i rischi dei servizi e prodotti offerti da Banca Generali è necessario leggere attentamente la relativa documentazione precontrattuale e contrattuale, disponibile presso le Filiali e gli Uffici dei Consulenti Finanziari della Banca.

DALLA FIDUCIA UN MOMENTO MAGICO di Giuseppe Riccardi

Nel Focus Salone che pubblichiamo in questo numero, c'è stato un intervento, da parte di Allianz Global Investors, che mi ha molto colpito. In estrema sintesi l'asset manager sostiene che alla base di una società che cresce, di ogni cambiamento, come sta avvenendo oggi, c'è la fiducia, che è il collante di ogni società civile, specie se ci sono obiettivi importanti da raggiungere.

Questa parola in realtà può essere utilizzata per situazioni molto diverse: si va dalla semplice fiducia nei confronti di chi ti vende un bene, alla fiducia in se stessi, in una collettività o nell'avvenire in generale.

E attualmente questo sentimento è forse alla base di un'indubbia rinascita dell'Italia. Dopo

anni di sfiducia in noi stessi e a passare il tempo a piangere sulle nostre disgrazie, sui nostri pessimi politici, sul fatto che avevamo perso quasi tutti i treni, oggi il mood è totalmente cambiato. Sarà merito di Draghi, degli atleti che hanno vinto grandi trofei internazionali o di Giorgio Parisi, che ha preso il Nobel lavorando in una struttura italiana e non in un centro estero, ma oggi nel nostro Paese si respira un'aria totalmente diversa rispetto a solo pochi mesi fa. Stranamente sembra che dal Covid stiamo uscendo molto più forti di prima. Ed è un fenomeno che non è accaduto dappertutto: i paesi che in seguito alla pandemia si sono ripiegati su loro stessi sono spesso anche molto vicini a noi.



Poi è ovvio che non basta un clima di fiducia per risolvere in un solo colpo tutti gli annosi problemi che ci portiamo dietro, non è che d'incanto scompaiono le manchevolezze di una classe dirigente politica, imprenditoriale e finanziaria spesso molto mediocre. E nemmeno si può pensare che non ci siano più i tanti punti deboli di un intero popolo. Ma è indubbio che qualcosa si sta muovendo, che con estrema cautela si può cominciare a parlare di un momento magico per il Paese. In pratica c'è fiducia.



CINA, SPERANDO DI SBAGLIARSI di Alessandro Secciani

Nell'inchiesta di copertina di questo mese di Fondi&Sicav sulla Cina, a parte Goldman Sachs (e non è poco) che ha molti dubbi sull'attuale mercato cinese, risulta che la maggior parte degli asset manager considera le perturbazioni sui listini locali un fenomeno passeggero e persino positivo, in quanto le nuove normative di Pechino dovrebbero rendere il mercato meno selvaggio rispetto ad adesso. E molti ritengono che non manchino le occasioni di acquisto. Ma c'è un punto che mi lascia perplesso.

Oggi Pechino è la maggiore minaccia per la pace mondiale. La Cina si sta preparando alla guerra in maniera chiara e dichiarata e se Taiwan non si sottometterà, con un numero molto alto di probabilità entro un decennio Taipei vedrà sbarcare le truppe cinesi sulle proprie spiagge. Il fatto che nell'isola di Formosa ci sia oggi una delle maggiori e migliori produzioni del pianeta di microchip non migliora la posizione di Taiwan. Inoltre le pretese e le minacce militari del Dragone sono rivolte anche al Giappone, per le isole Senkaku, e all'India, per l'intero stato di Arunachal Pradesh. Nel caso che il governo cinese dia il via a un'azione militare anche contro alleati

di ferro degli Usa, ritengo molto improbabile che da parte americana ci sia una risposta militare. Ma sicuramente le conseguenze economiche per Pechino (ma anche per gli Usa) sarebbero terribili: qualunque forma di cooperazione, di investimento e di scambi verrebbe sospesa per anni. Si arriverebbe a una conta tra gli alleati della Cina e quelli dell'occidente. Un danno enorme per tutti che porterebbe a un disastro totale. In queste condizioni, che temo molto realistiche, avrei serissimi dubbi a puntare sul medio-lungo periodo sul Celeste Impero, come su qualsiasi paese che prepara la guerra. Ho, però, molte speranze di sbagliarmi.

SOMMARIO

Numero 138
ottobre 2021
anno 14

direttore
Giuseppe Riccardi

coordinamento redazionale
e direttore responsabile
Alessandro Secciani

vicedirettori
Pinuccia Parini (rapporti con le aziende)
Boris Secciani (ufficio studi)

progetto grafico e impaginazione
Elisa Trenzio

collaboratori
**Massimo Avella, Stefania Basso,
Arianna Caviglioli, Rocki Gialanella,
Mark William Lowe,
Brando Michieli**

redazione e pubblicità
Viale San Michele del Carso 1
20144 Milano,
T. 02 320625567

pubblicità
Pinuccia Parini
pinucciaparini@fondiesicav.it

casa editrice
GMR
Viale San Michele del Carso 1
20144 Milano,
T. 02 320625567

stampa
Tatak S.r.l.s.
www.tatak.it

Autorizzazione n.297
dell'8 maggio
2008
del Tribunale di Milano

immagini usate su licenza di
Shutterstock.com

3 EDITORIALE

6 GEOPOLITICA

In attesa del decennio indiano

8 OSSERVATORIO ASIA

Giappone, nuovo premier, vecchia politica

10 FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE

Chris Iggo, chief investment officer, core investments, Axa Investment Managers
«L'inflazione è un fatto contingente»

Ronald Temple, managing director, co-head of multi-asset and head of Us Equity, Lazard Fund Managers
«L'inflazione non è un fenomeno transitorio»



14

NUBI NERE SULLA CINA

Di nuovo maoista
o riformatrice illuminata?

28 INVESTITORI ISTITUZIONALI/SELL SIDE

Globali, ma anche italiani

30 INVESTITORI ISTITUZIONALI

Fondo Concreto, una penetrazione del 95%

33



FOCUS SALONE

All'insegna
della rivoluzione Esg



50 OSSERVATORIO RISCHIO

Cripto asset & arte, un patrimonio da salvare

53 VOCI DAI MERCATI

P&G Sgr/ Generali Insurance Asset Management/ Western Asset

56 OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA

Il valore della literacy

58 EVENTI

I mille volti dell'arte

60 LA FINANZA E LA LEGGE

Un'importante sentenza del Tribunale di Milano

63 CRÉDIT AGRICOLE ITALIA

Roberto Orlandi e Valerio Bottazzoli
«Una consulenza orientata ai bisogni»

68 INCHIESTA

Eltif e Fia, ancora pochi, ma molto interessanti

73 LIFESTYLE

Per chi ama confrontarsi e innovare



Investimenti tematici. Perché i trend che cambiano il mondo non dovrebbero cambiare anche i tuoi investimenti?

Pictet-SmartCity.



Per ulteriori informazioni sul fondo, si prega di contattare
il proprio consulente finanziario o visitare il nostro sito
assetmanagement.pictet

 @PictetAM_Italia  PictetAM Italia

 **PICTET**
Asset Management

In attesa del decennio indiano

a cura di Mark William Lowe

Il 15 agosto l'India ha celebrato i 75 anni di indipendenza dal dominio britannico. Rivolgendosi alla nazione dai bastioni del Forte Rosso, il primo ministro indiano, Narendra Modi, ha elogiato i suoi connazionali per i progressi che il Paese ha compiuto dal 2014, anno della sua prima elezione, e ha annunciato un massiccio piano di investimenti che stimolerà la produzione e le esportazioni, incoraggerà le industrie nazionali e promuoverà l'innovazione.

Mentre il primo ministro può avere una serie di validi motivi per celebrare i progressi compiuti negli ultimi sette anni e il potenziale sviluppo futuro, la realtà del momento attuale è che la terza economia asiatica ha registrato una contrazione del 7,3% del Pil nell'anno finanziario che si è concluso a marzo. L'impatto del lockdown per il Coronavirus sull'attività economica ha causato la perdita di milioni di posti di lavoro ed è la peggiore recessione del Paese da quando è diventato uno stato indipendente. In termini di sviluppo e standard di vita pre-pandemia, la stima della Banca Mondiale che quasi 100 milioni di indiani sarebbero entrati a fare parte del ceto medio entro il 2020 è stata drammaticamente rivista: i calcoli dell'istituto prevedono ora che nella regione a raggiungere questo obiettivo saranno 66 milioni. Tuttavia, nonostante l'impatto sulla classe media sia peggiore che in qualsiasi altro paese, gli indiani rimangono fiduciosi che il calo della crescita economica sarà contrastato dalla ripresa.

STORIA IN FASE DI SCRITTURA

Rakesh Kochhar, ricercatore senior presso il **Pew Research Center** (un think tank apartitico con sede a Washington) e autore di uno studio che ha confrontato le differenze tra l'impatto della pandemia sulle economie indiana e cinese, ritiene che New Delhi abbia la capacità di guidare la ripresa, ma ci vorrà tempo. Usando le parole di Kochhar, «ci si aspetta che la forte contrazione economica sarà seguita da una ripresa ancora più netta, ma si tratta di una storia ancora in fase di scrittura». Il modo in cui New Delhi intende contrastare il crollo dello sviluppo economico è stato in parte delineato dal primo ministro nel suo discorso di 90 minuti alla nazione in occasione della giornata dell'indipendenza. Modi, promettendo un massiccio piano di investimenti, ha parlato della sua visione per lo sviluppo dell'India affermando che i prossimi 25 anni saranno i più importanti nella storia della crescita del Paese.

In termini pratici, Modi ha annunciato un programma infrastrutturale nazionale chiamato "Gati Shakti", un investimento governativo di oltre 1,35 trilioni di dollari focalizzato sull'aumento della produzione, sulla crescita delle esportazioni, sulla creazione di posti di lavoro e sulla promozione dell'innovazione. Uno degli obiettivi dichiarati è aiutare i produttori indiani a diven-

tare competitivi a livello globale, aspetto quest'ultimo che alcuni analisti ritengono sia un riferimento al desiderio di Modi di competere con la Cina. Il primo ministro ha anche parlato dell'impegno dell'India a raggiungere gli obiettivi di riduzione della produzione di carbonio e ha affermato che il suo governo investirà di più nella mobilità elettrica, nell'energia solare e nell'idrogeno verde (un metodo di produzione che, a differenza dell'idrogeno blu e grigio, non emette anidride carbonica) come parte del suo proposito di rendere l'India indipendente dal punto di vista energetico entro il 2047.

IL RITORNO DAGLI ABISSI

Mentre i prossimi 25 anni rappresentano un periodo cruciale per lo sviluppo economico del subcontinente, i progressi compiuti durante il terzo decennio del 21° secolo saranno decisivi se l'economia vuole elevarsi al rango di potenza economica a reddito medio. Dopotutto l'India sta tornando dagli abissi: la maggior parte delle previsioni fatte in un sondaggio Reuters di economisti si sono rivelate esatte quando New Delhi ha pubblicato i risultati ufficiali del Pil per il secondo trimestre del 2021, nonostante la coincidenza con il momento peggiore di una seconda ondata di contagi da Covid-19.

Dal rilascio dei dati sulla crescita, il numero di casi di Coronavirus è diminuito, l'occupazione è aumentata e gli indicatori in tempo



reale dell'attività industriale, come il consumo di elettricità, sono cresciuti rapidamente. A Mumbai, la capitale finanziaria dell'India, le attività stanno tornando a una qualche forma di normalità e l'ottimismo sul "decennio indiano" sta crescendo.

I PRINCIPALI DRIVER DI CRESCITA

Affinché l'India possa abbracciare completamente il pieno potenziale di questo decennio, gli analisti considerano le seguenti aree tra i principali motori dello sviluppo. Spesso definita la "farmacia del mondo", il settore farmaceutico indiano esporta farmaci in oltre 200 paesi, fornendo oltre il 62% della domanda globale di vari vaccini. Attualmente, l'India produce il 40% della domanda di generici per gli Stati Uniti e il 25% di tutti i medicinali per il Regno Unito, rendendo il Paese il più grande fornitore di farmaci generici a livello globale. Si prevede che gli investimenti esteri e nazionali nei settori farmaceutico e biotecnologico creeranno nuove opportunità di lavoro e stimoleranno la crescita economica. Se abbinati a fonti di energia affidabili e a un'infrastruttura di trasporto efficiente, i competitivi costi del lavoro dell'India, le solide competenze informatiche e le capacità di innovazione tecnica

rappresentano il potenziale per sostenere il desiderio della nazione di diventare un hub manifatturiero globale. Tra le principali aree di crescita vi sono anche l'industria automobilistica e la progettazione e produzione di sistemi elettronici, chiari segnali che l'India sta continuando ad allontanarsi dalla dipendenza dalle materie prime e dai prodotti agricoli.

Questo spostamento verso beni più complessi, caratterizzati da un più alto grado di conoscenze e capacità tecniche, riflette una tendenza che ha contraddistinto in passato le economie avanzate. L'India può anche trarre vantaggio dalle aziende che cercano di uscire dalla Cina. Inizialmente questa considerazione si basava sull'aumento del costo del lavoro cinese e sul calo della produttività, validi motivi che sono stati sostenuti da diverse economie sviluppate come gli Stati Uniti e la Germania alla ricerca di mezzi per ridurre la loro dipendenza economica dalla "terra di mezzo". Le difficoltà poste dalle interruzioni della catena di approvvigionamento indotte dalla pandemia e dalla guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina offrono all'India un'opportunità per attrarre considerevoli investimenti esteri diretti. Per incoraggiare l'arrivo di nuovi capitali

stranieri, è stata introdotta una serie di interventi politici che includono iniziative come consentire la piena proprietà e ridurre drasticamente le aliquote fiscali aziendali per le nuove imprese manifatturiere. Questa strategia ha portato un certo numero di società, tra cui Apple e Harley Davidson, a trasferire le linee di produzione dalla Cina all'India.

CONCLUSIONI

I segnali attuali sono che l'India è resiliente, le industrie e i produttori del Paese stanno facendo progressi nel loro ritorno alla normalità. Ciò è di buon auspicio per l'ambizione di Nuova Delhi di emergere come una delle principali economie in più rapida crescita al mondo. Se da un lato l'impatto della pandemia ha messo in luce una serie di fragilità, dall'altro ha dato alla nazione l'opportunità di esaminare in dettaglio una serie di questioni che ne hanno ostacolato la crescita. Nell'inevitabile nuovo ordine economico mondiale, è possibile che l'India, come previsto nelle previsioni a lungo termine 2018 di Standard Chartered, raggiunga la seconda posizione dietro la Cina entro il 2030. Non rimane che vedere, utilizzando le parole di Rakesh Kochhar, il risultato di una storia che «è ancora in fase di scrittura».

Giappone, nuovo premier, vecchia politica

a cura di Pinuccia Parini

Mercoledì 29 settembre, Fumio Kishida ha vinto le elezioni per la leadership del Partito liberal democratico (Ldp) e diventerà il prossimo primo ministro del Giappone. Figlio di un burocrate del ministero del commercio diventato parlamentare dell'Ldp, ex ministro degli esteri, è noto per la sua personalità mite e la sua fermezza. Dal 1945 a oggi in Giappone si sono succeduti 37 presidenti del consiglio e, quasi ininterrottamente, il partito che ha guidato il paese negli ultimi settant'anni è stato l'Ldp.

Dopo solo un anno dalla sua nomina, Yoshihide Suga ha dato le dimissioni. Lo scorso 3 settembre aveva annunciato che non si sarebbe candidato alla rielezione nella competizione per la leadership dell'Ldp. Questa decisione, per i meccanismi del sistema politico giapponese, significa decadere automaticamente dalla carica di primo ministro. Il consenso popolare sceso al 28% ad agosto (sondaggio Asahi) è stato frutto dell'insuccesso del tentativo di adottare una serie di strategie per riconquistare il consenso popolare. Le lotte intestine all'interno dell'Ldp, che avevano palesato anche la possibilità di un rimpasto di governo e di elezioni anticipate prima della competizione per la guida del partito, avevano fatto gettare la spugna a Suga. Il lento andamento della campagna vaccinale, nonostante l'accelerazione impressa nell'ultimo periodo che ha portato a un tasso del 59% di inoculati con due dosi (dato del 28 settembre), ha pesato parecchio sul suo esecutivo.

UNA PESANTE SCONFITTA

E poi ci sono state le elezioni a Yokohama, che si sono rivelate una pesante sconfitta per il partito di maggioranza. La vittoria è andata a Takaharu Yamaka, nominato a sorpresa sindaco, che ha sconfitto il candidato sostenuto dal

primo ministro, Hachiro Okonogi. La perdita di Yokohama è stata cocente per l'Ldp, perché la città è il capoluogo della prefettura di Kanagawa, la seconda città più popolosa del paese dopo Tokyo e sede del collegio elettorale del seggio di Suga alla Camera dei rappresentanti. Il giovane neo-sindaco già professore alla Yokohama City University, ha vinto con il sostegno del Partito costituzionale democratico, del Partito socialista e di quello comunista, tutti e tre all'opposizione dell'attuale governo, facendo leva su due temi: le modalità di contrasto alla pandemia e la critica alla possibilità per la città di ospitare un resort integrato con un casinò all'interno. Forse è stato proprio il risultato di Yokohama a imprimere un'accelerazione alla decisione di Suga di dare le dimissioni, non trovando un adeguato sostegno all'interno del proprio partito.

QUATTRO CANDIDATI

Fumio Kishida è forse il risultato di un compromesso all'interno del partito, che probabilmente ha voluto scegliere una figura politica che non generasse forte discontinuità e senza particolari caratteri distintivi rispetto al suo predecessore. Non è forse un caso che, sino all'ultimo momento fosse incerto chi, tra i quattro candidati in corsa, avrebbe vinto il confronto. Kishida ha sconfitto Taro Kono, un politico dai tratti più decisi, istruito negli Usa, una personalità probabilmente più anti-conformista rispetto alla tradizione dell'Ldp, e due donne, Sanae Takaichi, sostenuta da Shinzo Abe, e Seiko Noda, che ha chiesto più diritti per le donne, gli anziani e le persone con disabilità. Con il neo-premier ha vinto la continuità e, forse, si è persa la possibilità di un rinnovamento all'interno del partito, soprattutto tenendo in considerazione che Kono godeva di un forte sostegno popolare, in particolare

da parte delle generazioni più giovani, e le due candidate donne costituivano un elemento di novità.

Le attese sulle politiche del nuovo primo ministro sono nel segno della continuità con le politiche sinora portate avanti, con l'aggiunta di un pacchetto di stimolo all'economia, un ingrediente quest'ultimo che sembra accompagnare spesso la nomina di un premier; nonostante le sue dichiarazioni durante la campagna elettorale di volersi allontanare da scelte neoliberaliste. Se Kishida dovesse continuare sul percorso già tracciato da Abe, per il Giappone, l'economia e i mercati finanziari non ci sarebbero grandi cambiamenti. Tuttavia, il quesito se il paese affronterà o meno un periodo di stabilità politica è legittimo.

POSSIBILE INSTABILITÀ

Su questo argomento si è tenuto un interessante dibattito tra il professor **Leonard Schoppa**, del dipartimento di politica dell'**Università della Virginia**, e **Tobias Harris**, senior fellow del **Center for American Progress**, pochi giorni prima delle elezioni all'interno dell'Ldp. Leonard Schoppa si attende un periodo di instabilità politica. Le sue argomentazioni partono dall'osservazione che, prima del lungo periodo in cui Shinzo Abe è stato leader indiscusso, in Giappone si sono alternati per sei anni sei nuovi premier, dimostrando l'incapacità, sia del partito di maggioranza, sia dell'allora più grande partito di opposizione, il Dpj (Partito democratico del Giappone), di esprimere una leadership. L'incertezza politica che dovrebbe caratterizzare il futuro viene spiegata da Schoppa dalla presenza di molti politici ambiziosi di nuova generazione che stanno aspettando il loro turno per ricoprire la carica più alta all'interno dell'esecutivo.

Ci si potrebbe così ritrovare in una situazione simile a quella che si era creata nel 1987, quando Yasuhiro Nakasone si dimise dopo cinque anni in carica e i nuovi leader nel partito erano ansiosi di avere la possibilità di ottenere un posto di vertice. Anche allora seguì un periodo di continui rapidi ricambi. Lo stesso avvenne con Junichiro Koizumi. Per Schoppa, il fatto che ci fossero quattro aspiranti ad ambire la carica di Suga, potrebbe portare a ripetere ciò che è avvenuto nel passato. Inoltre, l'Ldp ha più volte dimostrato la propensione ad abbandonare chi politicamente esce sconfitto da un confronto elettorale e, dopo le elezioni del 31 ottobre, ci saranno quelle per la camera alta il prossimo luglio. Decisamente un percorso a ostacoli e arduo per Kishida, soprattutto dopo i risultati raggiunti da Abe.

Un altro elemento che potrebbe rendere non longevo il nuovo premier è la difficoltà ad affrontare decisioni difficili, sia in campo economico, sia in tema di sicurezza. Vista la demografia del Paese, lo studioso si chiede se il Giappone adotterà misure per favorire l'ingresso nella forza lavoro degli immigrati e delle donne, questioni su cui nell'Ldp si potrebbero aprire chiare divisioni. E poi, a rendere la situazione complessa, c'è la questione energetica e la possibilità che vi sia un cambiamento di mix nelle fonti di approvvigionamento. Fondamentale anche la difesa, per contrastare o convivere con l'ascesa della Cina.

CONDIZIONI INVARIATE

Tobias Harris, invece, ritiene che i timori di un ritorno a una premiership "a porte girevoli" siano esagerati. In primo luogo, nonostante le dimissioni prima di Abe e poi di Suga, le condizioni che hanno permesso al primo di servire per sette anni e otto mesi rimangono sostanzialmente invariate. La mancanza di fiducia dell'elettorato per i partiti d'opposizione, in particolare per il più grande, il Cdp, è un fattore comunque a favore dei liberal-democratici. Oltre allo scarso appeal dell'opposizione, emerge un appetito limitato per un cambiamento politico, nonostante l'insoddisfazione su come il governo abbia gestito la pandemia. Harris cita un sondaggio del Nikkei Shinbun dove emerge che il 60% degli intervistati desidera che il prossimo primo ministro rimanga in carica per almeno quattro anni e sottolinea che la dipartita di Suga, alla fine, è stato un bene per il Paese che, in larga maggioranza, non voleva che rimanesse a capo dell'Ldp fino alla scadenza del suo mandato. Lo studioso addirittura ritiene che il recente dibattito tra



i quattro candidati abbia aperto un sano confronto all'interno del partito, cosa che non era avvenuta quando Suga era subentrato ad Abe. Sarebbe stato più destabilizzante se Suga fosse rimasto alla guida dell'Ldp e avesse dovuto affrontare una perdita di seggi alla Camera bassa alle prossime elezioni. Ciò lo avrebbe messo di fronte a due scelte: rimanere in carica, anche se indebolito, o dare le dimissioni e costringere l'Ldp a nominare un altro presidente e, di conseguenza, un nuovo primo ministro. Inoltre, rimarca sempre Harris, anche esaminando i contenuti del programma dei quattro sfidanti, non sono emerse differenze così sostanziali da fare pensare che si possa creare una netta frattura rispetto all'Abenomics. All'interno del partito, ciò che una volta era stato un elemento divisivo, cioè quando e come trovare un equilibrio tra budget e indebitamento del Paese, non sembra più importante. Questo fatto non significa che non vi siano conflitti all'interno del partito, ma sembrano più legati alla personalità dei singoli che a contenuti politici. La stabilità senza rivali dell'Ldp potrebbe non essere necessariamente una buona cosa ma, per il momento, sembra ciò che la maggior parte degli elettori giapponesi vuole.

UN MIX DI VECCHI E NUOVI

Ora Kishida, dopo avere formato il nuovo governo, un mix di vecchi e nuovi arrivati, dissolte la Dieta e decise le elezioni politiche, dovrà stilare il suo programma economico. Subito dopo la vittoria, ha dichiarato l'importanza di continuare a contrastare la diffusione del Covid-19 con una forte determinazione e di

compilare un pacchetto di stimoli economici entro la fine dell'anno. Sembra, invece, più improbabile che la sua promessa elettorale di una distribuzione più equa della ricchezza possa cambiare in modo significativo le politiche adottate negli ultimi anni.

Gli investitori guarderanno con attenzione alle evoluzioni future della vita politica giapponese, soprattutto per verificare che vi sia stabilità e continuità alla guida del Paese, due elementi necessari perché i programmi e le riforme possano essere realizzati: ciò significa che non ci saranno profondi cambiamenti, sia in termini di politica fiscale, sia di quella monetaria, nonostante Kishida abbia proposto una normalizzazione di quest'ultima. Sarà invece necessario avviare ulteriori riforme strutturali e, soprattutto, dare continuità alla politica di "emissioni zero" decisa da Suga e realizzare un'agenzia digitale.

L'attività economica in Giappone si è ripresa, ma con tempi più lunghi e una forza più contenuta rispetto ad altri paesi industrializzati. Anche per questa ragione sarebbe auspicabile una stabilità politica. E poi c'è il ruolo che il Giappone dovrà o potrà giocare all'interno degli equilibri della regione, con la Cina che diventa una presenza sempre più prominente e allarga la sua sfera di influenza. Gli equilibri internazionali si stanno spostando nel continente asiatico e avere un Giappone forte diventa quasi una necessità, soprattutto per le potenze occidentali che guardano con timore il potere economico e politico della "Terra di mezzo". Intanto c'è una notizia positiva: l'emergenza coronavirus è finita lo scorso 1° ottobre.

CHRIS IGGO

CHIEF INVESTMENT OFFICER, CORE INVESTMENTS
AXA INVESTMENT MANAGERS

«L'inflazione è un fatto contingente»

a cura di Boris Secciani



Pensate che le spinte inflative che si stanno facendo sentire in questi mesi costituiscano un fenomeno transitorio oppure stiamo assistendo, dopo anni, a un cambiamento strutturale?

«È interessante innanzitutto notare che, dopo anni passati a sperare in un ritorno di un andamento dei prezzi più robusto, vi sono oggi notevoli paure al riguardo. La nostra view vede comunque come scenario centrale la contingenza del fenomeno inflativo. Oggi esso è dovuto ad alcuni colli di bottiglia che hanno inciso in maniera particolarmente dura nel momento della riapertura dell'economia. Esempi ovvi di ciò di cui stiamo parlando sono dati da settori come i semiconduttori, i trasporti marittimi e alcune risorse naturali come quelle energetiche. Limiti all'offerta sono però evidenti anche in altri ambiti come quello alberghiero e del trasporto aereo. Queste problematiche, però, dovrebbero venire risolte entro un periodo ragionevole di tempo, anche se gli effetti potrebbero farsi sentire anche l'anno prossimo. Dopodiché, riteniamo che dovrebbero tornare a prevalere i fattori strutturali che favoriscono un andamento moderato dei prezzi. Negli Stati Uniti gli ultimi dati potrebbero indicare che siamo già arrivati al picco della spinta al rialzo del costo della vita, mentre ovviamente l'Europa in questo ambito è ancora indietro. Certamente permangono elementi di incertezza che potrebbero favorire un'inflazione strutturalmente più forte: in particolare nel Vecchio continente e negli Usa sono stati implementati molti provvedimenti di sostegno al reddito che potrebbero rendere più limitata l'offerta di lavoro».

Pensa che finalmente vedremo curve più ripide e un generale rialzo dei rendimenti obbligazionari?

«Attualmente i rendimenti reali del complesso obbligazionario globale sono ancora in gran parte in territorio largamente ne-

gativo, il che certamente non è del tutto spiegabile in termini di puri fondamentali economici. La ragione principale alla base del fenomeno è da ricercare nel quantitative easing globale, che sta comprimendo i rendimenti. Tipicamente, a questo punto del ciclo, dovremmo vedere una politica monetaria più restrittiva e corsi dei bond più contenuti. Se osserviamo però i tassi forward, scopriamo che non è previsto nel prossimo biennio alcun significativo incremento dei tassi da parte degli investitori. Anche in questo caso vi sono ragioni di lungo periodo dietro il fenomeno. In particolare, molti investitori nell'ultimo decennio, specialmente in Europa, a causa del susseguirsi di varie crisi sono diventati maggiormente avversi al rischio, parcheggiando una quota crescente dell'abbondante liquidità disponibile nel complesso del reddito fisso».

Che cosa potrebbe spezzare questo equilibrio?

«Su questo argomento sono d'accordo con quanto enunciato dal professor Stiglitz nella conferenza da noi organizzata allo scorso Salone del risparmio: si potrebbe arrivare a rendimenti obbligazionari più elevati a fronte di una politica fiscale più espansiva, specialmente in Europa, con una contemporanea diminuzione del quantitative easing. Si tratta di uno scenario che l'avvio in Germania di un governo a trazione socialdemocratica rende più vicino. L'azione delle banche centrali rimane comunque un fattore importantissimo: per il momento la volatilità permane a livelli decisamente contenuti, in quanto la Fed sta lanciando messaggi molto chiari circa le proprie intenzioni riguardanti il tapering. Pertanto, quando questo processo comincerà, i mercati conosceranno con chiarezza i tempi e i modi in cui esso andrà a svilupparsi».

In un simile paradigma che cosa prevedete per il credito corporate?

«Sicuramente, sia i rendimenti, sia gli spread sui corporate non sono attualmente a livelli particolarmente appetibili se confrontati alla loro media storica. Date le circostanze e il premio al rischio, però, è difficile posizionarsi in maniera ribassista in questa asset class. Inoltre, non va dimenticato che i fondamentali societari sono in miglioramento con un generalizzato aumento dei profitti e una diminuzione della leva aziendale. Diverso sarebbe il discorso se nei prossimi 12-18



mesi il decennale statunitense dovesse vedere un rialzo fino all'1,75% circa Ytd. Questo elemento rappresenta per noi il rischio maggiore, per quanto non costituisca lo scenario centrale. Dall'altra parte va aggiunto che, se si è ribassisti sui corporate, vi sono alcuni elementi indubbiamente favorevoli. Infatti i costi di hedging sono ai minimi dalla grande crisi finanziaria. Oggi l'indice Morgan Stanley dei Cds sui bond aziendali BBB e BB europei si trova intorno a 250 punti base, appunto il valore più basso da oltre un decennio».

Quali segmenti del reddito fisso sono ancora interessanti nell'attuale fase?

«Nell'ambito dei servizi finanziari si trovano sicuramente alcune occasioni, grazie a una solida espansione creditizia dovuta alla ripresa e alle prospettive di maggiore ripidità delle curve. In questo segmento, però, i rendimenti in Europa, a meno di non investire su determinati subordinati, sono piuttosto contenuti. Per tale ragione preferiamo il debito di istituzioni finanziarie statunitensi, anche al netto dei costi di hedging valutario. In alcuni comparti dei mercati emergenti, poi, vi sono premi al rischio interessanti. Sicuramente su questa asset class pende però il rischio di contagio derivante dal default di Evergrande e probabilmente di altri emittenti cinesi. Sul lungo periodo ciò che le autorità cinesi stanno facendo, ossia per-

mettere un maggiore numero di default in linea con le dinamiche di un mercato libero, è senz'altro un processo di riforma positivo. Nell'immediato, ovviamente, vi è il rischio che si inneschi una fase di maggiore volatilità».

Su quale segmento del complesso azionario vedete le maggiori occasioni?

«La nostra società ovviamente offre ai propri clienti una grande varietà di strategie azionarie, ma in generale in ambito equity siamo maggiormente orientati al growth. Gli ultimi anni hanno visto una chiara preponderanza, in termini di performance, da parte dell'asset class azionaria, trascinata proprio da questo segmento di aziende. Attualmente le prospettive appaiono ancora per l'equity migliori rispetto ad altre asset class. La crescita dei profitti stimata è decisamente robusta, mentre un P/E forward di 20, che è equivalente a un earnings yield del 5%, genera anche in questo caso un risk premium decisamente interessante. Nello specifico, noi ci focalizziamo su aziende altamente innovative, capaci di una robusta e solida crescita degli utili, spesso small e mid cap in grado di innovare settori come la robotica, la cura della salute e altri. Inevitabilmente tendiamo quindi ad avere una posizione di sottopeso in comparti come le banche tradizionali, le utility e i beni di largo consumo».

FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE

RONALD TEMPLE

MANAGING DIRECTOR, CO-HEAD OF MULTI-ASSET
AND HEAD OF US EQUITY
LAZARD FUND MANAGERS

L'inflazione non è un fenomeno transitorio

a cura di Boris Secciani



Qual è la filosofia d'investimento che guida la gestione dei vostri portafogli multi-asset?

«Uno dei concetti chiave alla base della costruzione delle nostre strategie risiede nell'assunto secondo cui i cicli del rischio sono molto più stabili e prevedibili rispetto a quelli dei rendimenti. Ad esempio, a un periodo caratterizzato da un basso livello di rischio complessivo è più facile che faccia seguito uno con caratteristiche simili, rispetto alla probabilità di avere una continuità nell'andamento dei rendimenti. Pertanto ci concentriamo sulla ricerca di quelle occasioni che presentano le migliori prospettive in termini di risk-adjusted returns. Ovviamente anche i paradigmi del rischio mutano e diventa quindi fondamentale riuscire a cogliere i segnali di quei cambiamenti».

Con il rialzo dell'inflazione pensa che stiamo per affrontare un mutamento sistemico di paradigma?

«Dopo la grande crisi finanziaria, che è cominciata negli ultimi mesi del 2007 e si è protratta nella sua massima intensità fino al 2009, i mercati hanno goduto di un ambiente tutto sommato stabile, con periodi di rialzo della volatilità che sono stati in definitiva brevi. In particolare, se si considera la gravità che l'ha caratterizzata, dalla pandemia di Covid-19 si è rientrati sui mercati in modo incredibilmente veloce. Ritengo, però, che stiamo adesso attraversando un periodo di transizione che potrebbe portare a un differente scenario per i prossimi due o tre anni. In particolare non sono affatto convinto che l'inflazione che stiamo attualmente registrando (intorno al +3%) sia un fenomeno transitorio. Alcuni colli di bottiglia, infatti, sono destinati a durare più a lungo rispetto a quanto molti analisti e investitori ritengono oggi probabile. Ad esempio, nei semiconduttori non ci aspettiamo una normalizzazione prima del 2023. Il nostro desk che si occupa di tecnologia riporta che molti acquirenti di microchip, a causa del

terrore di rimanere senza forniture, stanno ripetendo lo stesso ordine con diverse aziende. È difficile che sul lato dell'offerta le società del settore si impegnino in un'espansione del capex per soddisfare richieste così estemporanee. Inoltre, vedo, sia negli Stati Uniti, sia in Europa, una certa rigidità sul lato dell'offerta di lavoro».

Che cosa intende esattamente?

«Se osserviamo l'economia americana, vediamo che la forte crescita dei corsi degli asset finanziari e degli immobili ha portato un aumento a un livello record del valore dei portafogli pensionistici di molti lavoratori statunitensi: diversi fra loro hanno quindi avuto l'opportunità di andare in pensione prima del previsto. A contribuire a una minore offerta di lavoro, poi, è intervenuta anche la combinazione di generose politiche di sostegno al reddito e un rilevante cambiamento psicologico da parte di molte persone. Infatti milioni di esseri umani si sono trovati a passare una grande quantità di tempo a casa, magari con i propri figli, e oggi, grazie appunto al welfare, non hanno così tanta voglia di tornare al lavoro. Non si tratta, però, di un equilibrio sostenibile: la stragrande maggioranza dei lavoratori non può comunque permettersi di andare in pensione anticipata e prima o poi le politiche di spesa sociale verranno ridotte. Almeno in Usa mi aspetto, a partire dal 2022, l'inizio del processo di normalizzazione dell'offerta di lavoro, che dovrebbe proseguire per due-tre anni. Per questa ragione per il momento ancora non estendo la mia previsione di un'inflazione più elevata oltre questo orizzonte temporale. Ci tengo comunque a precisare un punto: un più robusto andamento dei prezzi costituisce un fattore positivo

per l'economia nel suo complesso».

Perché esattamente?

«Negli ultimi anni gli investitori hanno visto con un certo favore l'andamento anemico del costo della vita, perché ha permesso di attuare politiche monetarie molto generose a livello di tassi e di Qe. Ovviamente ciò ha compresso i rendimenti obbligazionari fornendo un sostegno cruciale agli asset rischiosi. Un'inflazione più elevata, se accompagnata da una maggiore crescita reale, potrebbe essere molto positiva per i profitti delle imprese e quindi per il mercato azionario. In questo ambito un ruolo importante potrebbe giocarlo lo stimolo fiscale: in Europa con il Recovery si sta andando nella direzione giusta. Anche le misure varate di recente negli Stati Uniti sono positive: il Paese viene da oltre un decennio di azioni dal punto di vista fiscale molto modeste, non in linea con quanto si è visto storicamente in seguito a recessioni serie. Non c'è da sorprendersi del fatto che l'economia americana non sia più stata in grado di registrare grandi crescite negli ultimi 10 anni».

Come state affrontando in questa fase la gestione della componente obbligazionaria?

«Se escludiamo fasi di panico e picchi di volatilità di breve durata, quello attuale è forse il momento più difficile da 40 anni a questa parte per chi voglia investire nel reddito fisso. Molti analisti e accademici ritengono che la fine del Qe potrebbe portare a un rialzo di circa 25 punti base sul rendimento del decennale Usa: per quanto mi riguarda ritengo che sia una previsione eccessivamente ottimistica. Rendimenti

reali e spread sono inevitabilmente destinati a rialzarsi, così come le curve andranno con ogni probabilità incontro a un irripidimento. Pertanto da diverso tempo siamo negativi sulle prospettive dei governativi dei paesi sviluppati. Riteniamo che, dall'altra parte, alcune occasioni ci possano essere sugli high yield, nonostante i prezzi elevati. In particolare, se si avvererà lo scenario che vediamo all'orizzonte, caratterizzato da una buona crescita accompagnata da un'inflazione relativamente più elevata. Generalmente un simile ambiente è positivo per il credito al di sotto dell'investment grade. Inoltre, vediamo occasioni selezionate sulle obbligazioni dei mercati emergenti. Quest'ultima asset class nel suo complesso costituisce l'unico segmento del reddito fisso dove è possibile trovare rendimenti reali positivi. Peraltro noi consideriamo tre elementi fondamentali come fonti di performance in un investimento obbligazionario: il rendimento reale, gli spread e l'andamento valutario. A nostro avviso quest'ultimo potrebbe assumere una notevole importanza nei nostri portafogli in futuro».

Come vi state invece muovendo sull'azionario?

«Gli investitori devono considerare che veniamo da un lungo periodo di performance non ripetibili nei prossimi anni. Dai minimi della crisi finanziaria a oggi l'S&P 500 è infatti salito di circa il 18,5% all'anno: in futuro riteniamo che ci si possa attendere performance positive intorno alla fascia alta della singola cifra. Ciò grazie alla crescita degli utili attutita, però, da una possibile diminuzione dei P/E forward, dovuta a rendimenti obbligazionari più elevati. Di conseguenza sicuramente quei nomi (concentrati soprattutto nell'ambito tecnologico e biotech), che hanno visto una grande crescita sull'onda di forti stime future degli utili, si troveranno in difficoltà. Noi crediamo quindi nella centralità del processo di stock picking e peraltro ritengo che la divisione fra growth e value sia per certi versi fuorviante. Vi sono infatti aziende dal forte potenziale di crescita che quotano a multipli ragionevoli. Le nostre scelte pertanto ricadono su gruppi che siano in grado di aumentare fatturati e flussi di cassa: in uno scenario come quello che prevediamo, inevitabilmente ciò comporterà la presenza di un forte pricing power in grado quindi di sfruttare la maggiore inflazione».



Di nuovo maoista o riformatrice illuminata?

di Boris Secciani

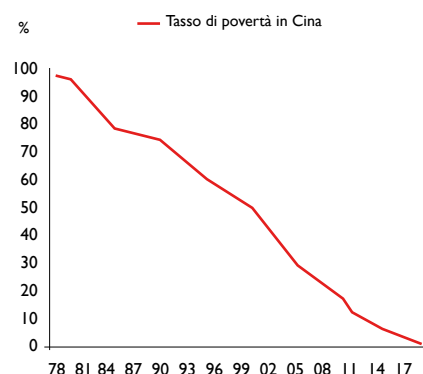


La delusione maggiore in questo 2021 è arrivata dalla Cina, considerata all'inizio dell'anno l'economia più in forma del pianeta: aveva per prima sconfitto il Covid e, in anticipo rispetto a tutti gli altri paesi, aveva avviato una robusta ripresa. Nella realtà, i mercati hanno recepito tutt'altro mood e si sono focalizzati soprattutto sugli interventi legislativi del Partito comunista al potere, che hanno reso la vita difficile ad alcune delle aziende simbolo del Dragone. In alcuni casi, come l'istruzione privata, hanno addirittura annientato un'intera industria. Ma c'è anche chi sostiene che l'azione governativa sia stata benefica, perché sta mettendo ordine in un sistema ancora selvaggio e in ultima analisi a trarne vantaggio saranno gli stessi investitori

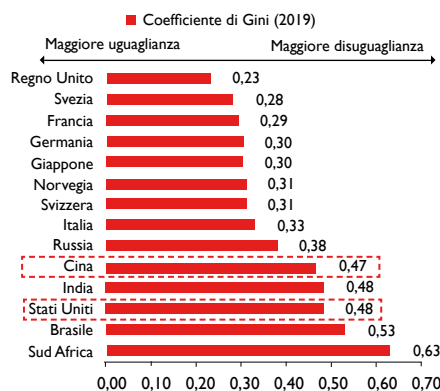
Agli albori di quest'anno il Far East costituiva l'area preferita dagli investitori in quasi tutte le asset class. Il rapido contenimento del Covid, la forte competitività tecnologica e politiche fiscali e monetarie che, per quanto lontane dallo sbraco occidentale, erano comunque tutt'altro che rigide sembravano offrire un quadro unico di possibili sovraperformance. Questo scenario era ancora più forte se si considerava anche il rapido tasso di accumulo della ricchezza privata da parte degli investitori locali, sempre più propensi a diversificare al di fuori di

TANTA STRADA FATTA, TANTA STRADA DA FARE

Tasso di povertà in Cina



Coefficienti di Gini di un gruppo di paesi

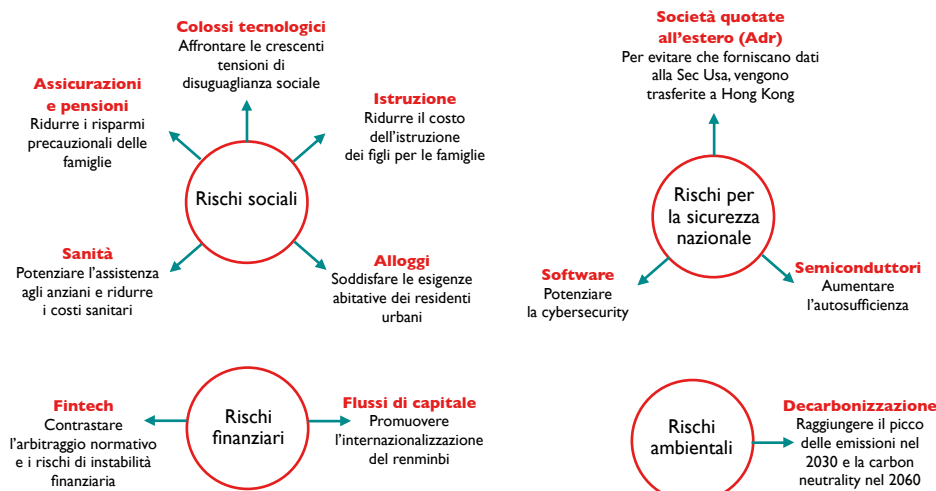


Fonte: Pictet, The World bank, 26/08/2021
Fonte: Pictet, Wind, 26/08/2021



ROBIN PARBROOK
co-head of Asian equity
alternative investments
Schroders

QUATTRO AREE CHIAVE PER IL PARTITO COMUNISTA CINESE



Fonte: Annunci governativi, Morgan Stanley

immobili e prodotti assicurativi vita, tradizionalmente i pilastri dell'allocazione privata asiatica. Al centro del processo, ovviamente, non poteva che esserci la Cina, il cui modello tecno-autoritario indubbiamente ha mostrato non pochi punti di forza nella gestione della pandemia.

Così non è stato: un po' tutti i mercati equity della regione e le rispettive divise hanno largamente sottoperformato, sia l'Europa, sia gli Stati Uniti. All'improvviso, infatti, quella che sembrava una situazione quasi trionfale per la Cina ha visto esplodere una serie di contraddizioni che stanno portando diversi osservatori persino a dubitare di potere continuare a investire sui mercati dei capitali locali. Un simile sviluppo sarebbe sembrato semplicemente fantascienza fino a pochi mesi fa, ma di recente **Goldman Sachs** in una nota ha usato proprio il termine «uninvestable» per definire una parte dell'azionario cinese.

SFIDUCIA SISTEMICA

Quasi all'improvviso, dunque, nei confronti della Cina è tornato un grado di sfiducia che potremmo definire sistemico, con l'idea diffusa che il Paese si sta allontanando sempre più dal modello occidentale non solo a livello politico, ma anche economico.

Infatti, al centro della volatilità recente vi è la serie di provvedimenti che hanno preso di mira soprattutto (ma non solo) i giganti della tecnologia, dei consumi e dei servizi internet locali. Va detto, peraltro, che il rinnovato giro di vite da parte delle autorità del partito non è stato l'unico elemento che è andato ad abbattersi sugli asset rischiosi: va infatti aggiunta la recrudescenza dei contagi di Covid, dovuta alla variante delta. La Repubblica Popolare ha reagito con estrema durezza al riacutizzarsi dei problemi sanitari, operando lockdown mirati (mentre l'Occidente riapriva) che hanno depressi non poco i numeri macroeconomici.

locali. Allo stato attuale il Paese vanta un controllo invidiabile della pandemia, cosa che ha contribuito a rafforzare la propria immagine di efficienza, pagando però un prezzo non indifferente. Dall'altra parte, probabilmente nei primi mesi dell'anno le politiche fiscali e monetarie sono state inasprite troppo in anticipo, con il risultato di dovere poi fare una rapida retromarcia. Le cifre pubblicate nel corso della tarda estate, dunque, hanno deluso rispetto al consensus. Basti pensare che il Pmi complessivo di agosto è calato di oltre 2,5 punti, arrivando a 48,9, un livello compatibile con una contrazione congiunturale. È impressionante notare, peraltro, che questo risultato è stato dovuto alla parte non manifatturiera, che ha registrato 47,5, a fronte di aspettative degli analisti intorno a 52.

UN QUESITO FONDAMENTALE

Tutto ciò pone un quesito fondamentale: al di là della spesa pubblica forse da incrementare, della chiusura dei porti in seguito alla scoperta di focolai della variante delta, delle difficoltà di alcuni grossi gruppi, qual è stato l'impatto della morsa legislativa? In quest'ultimo ambito sicuramente la mano non è stata leggera: a partire dalla rocambolesca sospensione dell'Ipo di Ant Financial, l'anno scorso sono stati varati diversi provvedimenti che si sono abbattuti come un ciclone sui maggiori protagonisti dei consumi hi tech cinesi. Dalla limitazione dell'uso di videogiochi online a tre ore nel weekend alla trasformazione de facto in no-profit del comparto dell'e-learning (colossale in tutta l'Asia) fino ai propositi di fare uno spezzatino della suddetta Ant, passando per la scure calata su segmenti come le consegne a domicilio o il ride sharing, il messaggio comunicato è stato sicuramente di fortissimo

impatto. Infatti, se si dà un'occhiata all'andamento di alcuni colossi tecnologici cinesi, si può vedere che, rispetto ai picchi storici dello scorso febbraio, le perdite a settembre avevano superato oltre il 40%. Peraltro la tecnologia non è stata l'unico comparto ritrovatosi a mal partito, dato che pure il real estate è stato al centro di attenzioni probabilmente non troppo gradite, come ricorda **Maya Behyan**, equity indexing portfolio strategist di **State Street Global Advisors**: «Il comparto immobiliare (-22,5% dall'inizio dell'anno) ha anch'esso sofferto a causa dei tentativi del governo di raffreddare la crescita dei prezzi degli immobili. Sono stati alzati i tassi sui mutui, sono state sospese le vendite di terra in alcune delle città principali, così come è stato stabilito il divieto per i fondi di private equity di raccogliere capitali per partecipare a progetti di sviluppo residenziale».

NON SOLO AUTORITARISMO

Di fronte a un simile repentino cambiamento ovviamente molti investitori e osservatori esteri sono rimasti semplicemente sbigottiti, tanto da chiedersi se la seconda economia del mondo non stia vivendo una sorta di fase neo-maoista che sta rimettendo in discussione le riforme fatte negli ultimi decenni. Stiamo assistendo dunque alla fine del capitalismo cinese? La domanda vuole essere ovviamente in parte provocatoria e forzata: le probabilità che il Dragone torni alla situazione di qualche decennio fa sono praticamente nulle, ma è certo che sono in corso sommovimenti profondi destinati a lasciare forti segni che vengono mirabilmente sintetizzati da **Robin Parbrook**, co-head of asian equity alternative investments di **Schroders**: «L'Indice Msci China ha perso oltre il 30% dopo che il presidente Xi ha annunciato grandi mutamenti nel modo in cui alcune società saranno regolate. Più che i dati sulla crescita economica, lievemente deludenti, o la situazione legata al Covid-19, è proprio il tema della regolamentazione il motivo di questo recente calo. Infatti, la gran parte del cambiamento è avvenuta negli ultimi due o tre mesi, quando in Cina si è realmente cominciato a discutere del funzionamento del mondo dell'istruzione, con l'obbligo per il settore del tutoring-doposcuola di operare senza scopo di lucro. Questo sviluppo ha rappresentato un campanello d'allarme per gli investitori per i rischi normativi nella Repubblica Popolare. In seguito, abbiamo assistito a una serie di annunci, frutto di un insieme di politiche la cui formulazione viene da lontano. Prendendo



in considerazione i discorsi di Xi negli ultimi tre-quattro anni, si trovano molti riferimenti alla prosperità comune, al progresso, alla mobilità sociale, ai rischi della finanziarizzazione e alla politica della doppia circolazione. Il senso alla base di questi riferimenti sembra l'ambizione di rendere la Cina più autosufficiente nei settori strategici. Ma l'elemento più sorprendente è stato la velocità con cui Pechino si è mossa per regolare molti settori chiave, in particolare internet, che per gran parte degli investitori americani è quello che attira più interesse, poiché molti titoli sono quotati negli Stati Uniti».

LE QUESTIONI CHIAVE

In questo intervento vengono elencate praticamente tutte le questioni chiave che un investitore intenzionato a collocare i propri liquidi in quella che è forse la prima economia del pianeta deve risolvere. Domande che rendono ambigue le possibili risposte al dilemma posto in precedenza sull'impatto economico di tanta foga regolatoria. Innanzitutto va sottolineato un punto: per quanto internet e It cinesi in genere abbiano una marcata connotazione nazionale (se non nazionalista), si tratta gioco forza di aziende più integrate nel sistema globale e in generale più aperte a esso rispetto alla media, tanto da essere spesso presenti sui listini esteri. Non sorprende, dunque, che nell'ambito della rinnovata guerra fredda con gli Usa (una direzione forse addirittura rafforzata dall'attuale amministrazione statunitense rispetto alla precedente), la scure sia scesa in maniera robusta in particolar modo su società quotate sotto forma di ADR oltre confine. In secondo luogo vi è una logica squisitamente

interna che ha a che fare soprattutto con lo sviluppo dei consumi nel Paese. I cittadini del Dragone, infatti, pur avendo aumentato in maniera esponenziale il proprio tenore di vita, vivono tuttora in una società caratterizzata da squilibri enormi fra campagna e città e fra classi sociali. Il tutto in un quadro di protezione sociale molto basso, che va a creare vere e proprie bolle in alcuni servizi chiave come la sanità e l'istruzione. **Xavier Hovasse**, head of emerging equities e gestore del fondo **Carmignac Emergents** di **Carmignac**, conferma: «Il governo cinese sta affrontando la questione delle grandi aziende, elemento che ha preoccupato notevolmente i mercati e creato volatilità. La stessa cosa è successa di recente con Tencent nel comparto dei videogiochi, con Ant Financial Group nella fintech, con Didi, a causa in questo caso delle preoccupazioni sulla protezione dei dati, e, più di recente, nell'ambito dell'istruzione. Per quanto riguarda quest'ultimo segmento, le famiglie cinesi, spesso desiderose di fornire la migliore formazione possibile ai propri figli in una società ultra-competitiva, si trovano in uno stato di ansia a causa dell'aumento dei costi. Le preoccupazioni economiche e sociali hanno dunque spinto le autorità cinesi a intervenire sul comparto. Più in generale, l'obiettivo del governo della Repubblica Popolare è mettere a punto un quadro legislativo più chiaro per le grandi aziende: i concetti chiave dietro questo approccio sono costituiti dalla cosiddetta prosperità comune e dall'uguaglianza sociale. Sul lungo periodo tutto ciò potrebbe anche essere d'aiuto per i mercati cinesi, in quanto fornirà maggiore visibilità ai vari modelli di business aziendali e darà una spinta al miglio-

ramento degli standard di governance aziendale».

UN PROGETTO INTATTO

Alla base, dunque, del panico che si è visto di recente su certe azioni potrebbe esserci da parte degli investitori stranieri una lettura fondamentalmente diversa sul processo di cambiamento in atto rispetto alla realtà percepita all'interno della Cina. Da una parte, infatti, c'è il terrore di vedere un Dragone sempre più autoritario e addirittura in preda al ritorno di suggestioni di socialismo reale, mentre dall'altra si dà il benvenuto a un percorso di riforma che mette fine alla fase del capitalismo selvaggio e avvia la società a consumi più maturi e stabili.

Questa dicotomia porta inevitabilmente a giudizi contrapposti sulle prospettive di quelle parti di mercato equity coinvolte in questa rivoluzione. Molto interessante al riguardo appare quanto esposto da **Jimmy Chen**, gestore del fondo **Comgest Growth China** di **Comgest**: «Mentre continuano a circolare le voci su potenziali nuovi fronti nella percezione del giro di vite normativo cinese sulle grandi imprese, la paura guidata dalla reazione eccessiva degli investitori sta attualmente facendo più danni delle nuove regolamentazioni. Nel complesso pensiamo che il mercato abbia reagito in modo eccessivo alle recenti regole e che il contesto normativo locale non abbia in realtà subito un cambiamento significativo. Molti dei nuovi provvedimenti (o quelli di cui si vocifera) dovrebbero avere un impatto limitato, tra cui quelli sulla proprietà, sulla consegna di cibo o su internet, con solo le società private di tutoring-doposcuola a essere gravemente colpite. È importante ricordare che

queste regolamentazioni sono una risposta a problemi globali comuni che gli investitori attenti ai fattori Esg sperano di vedere risolti, come il dominio monopolistico dei giganti della tecnologia e le limitate tutele per i lavoratori nella gig economy. In Europa e negli Stati Uniti i governi stanno cercando di agire su questi temi e le riforme in Cina sono, a nostro avviso, allineate con questo dibattito mondiale».

ANCHE IN OCCIDENTE

Chen indubbiamente solleva alcune questioni importanti: in realtà, ciò che sta succedendo in quella parte di mondo risponde a esigenze che sono molto sentite anche in occidente. Che diversi colossi della rete e della tecnologia in generale abbiano assunto proporzioni gigantesche non è certo una novità, così come il fatto che occupino di fatto posizioni da oligopolista in settori delicatissimi e dalla crescita tuttora molto marcata. Anche negli Stati Uniti nel dibattito politico ormai non è più un tabù ipotizzare di arrivare a forme di scorporo di questi giganti. La differenza con la Cina viene riassunta dallo stesso Chen: «Ciò che è cambiato è che i nuovi provvedimenti hanno colpito alcune delle large cap in crescita e nei settori controllati da investitori esteri. Rispetto ad altri paesi dove il varo di nuove leggi e normative può essere pubblico, il processo cinese può sembrare opaco. Inoltre, le regolamentazioni cinesi tendono ad arrivare a ondate, riflettendo i cambiamenti nelle priorità del governo». Si parla, dunque, di un sistema molto diverso rispetto alla struttura democratica di quelli statunitense ed europeo, per di più in una parte di mondo, il Far East, che si muove nei propri processi riformatori a velocità supersonica e senza andare troppo

per il sottile rispetto ai timori e alle retrosie cui siamo abituati da queste parti.

In definitiva, probabilmente, il problema rimane un'incomprensione di fondo su quali siano gli obiettivi e i tratti culturali di una super-potenza che indubbiamente incute timore e che porta a interpretare in maniera negativa qualunque sua mossa. Peraltro, nell'approcciare una problematica chiave come quella del gigantismo dei protagonisti della rete, seppure in maniera brutale e non conforme agli standard occidentali, il Paese ha forse imboccato la strada giusta. **Mark Monson**, fund manager in the team Cee & global emerging markets di **Raiffeisen Capital Management**, sostiene: «Il focus sulle riforme legislative non è certo una novità da quando Xi è salito al potere. L'intensità è sicuramente aumentata a causa della natura estremamente complessa dei comparti internet e tecnologici in genere. Si tratta però di qualcosa che era da aspettarsi. Rispetto ai paesi sviluppati occidentali, la Cina non ha alcuna intenzione di lasciare il controllo dell'informazione e dei dati, nonché il potere e la ricchezza che ne derivano, nelle mani di pochissimi individui e aziende private. Fa male il Paese a volere evitare gli stessi errori che l'occidente continua a commettere?»

UN PASSAGGIO DOLOROSO

Dunque nessun ritorno al socialismo reale e all'avventurismo: semplicemente quello che si sta schiudendo davanti ai nostri occhi è un passaggio doloroso che però era perfettamente prevedibile, perché coerente con la visione del mondo e gli obiettivi della classe dirigente, come ricorda sempre Monson: «È dall'inizio degli anni '90 che seguo la Cina. Il consensus occidentale è sempre stato incentrato sull'idea che, man mano che l'economia cresceva, l'assetto sarebbe diventato più democratico con un modello economico sempre più simile all'occidente. Questa non è mai stata l'intenzione del governo cinese. Mai sono stati menzionati simili cambiamenti con anzi una chiara soddisfazione nell'applicare i propri standard, che peraltro finora hanno funzionato molto bene. Ciò che è cambiato è che entro poco la Cina diventerà la prima economia del pianeta e di conseguenza parecchie persone stanno cominciando a comprendere questa realtà dei fatti e a preoccuparsene».

Resta da vedere se in questo progetto di riforma e cancellazione degli eccessi della prima fase del capitalismo cinese vi sarà ancora la possibilità di investire con profitto sugli asset locali.



XAVIER HOVASSE
head of emerging equities e gestore
Carmignac Emergents
Carmignac



JIMMY CHEN
gestore
Comgest Growth China
Comgest

Azionario, il governo fa paura

Ormai l'insieme delle azioni cinesi sui diversi mercati costituisce il secondo agglomerato equity del mondo. Le recenti tensioni hanno colpito in maniera significativa le aziende più esposte internazionalmente, mentre quelle locali non hanno avuto significativi contraccolpi e potrebbero vedere un forte ritorno di interesse. Secondo diversi investitori, comunque, oggi la Repubblica Popolare, dopo le scarse performance di quest'anno, offre diverse occasioni di acquisto. Soprattutto nell'ambito Esg, sul quale Pechino ha posto un fortissimo impegno

Complessivamente i diversi segmenti del mercato azionario cinese, sparsi fra Adr statunitensi ed europei, H shares e azioni A, costituiscono per capitalizzazione il secondo agglomerato equity del mondo. Ovviamente al suo interno si trova una notevolissima diversificazione per settori e tra imprese pubbliche e private, livelli di capitalizzazione e temi di ogni genere. Nonostante la parziale liberalizzazione dei mercati dei capitali cinesi, esemplificata dai vari accordi di connessione tra i listini della Repubblica Popolare e di Hong Kong, quando si parla di investimento in azioni del Dragone, si deve tenere a mente un ulteriore elemento, ossia che si tratta di segmenti ciascuno con una base di investitori diversa. Ciò spiega per certi versi l'andamento disastroso e l'inizio di contagio che lo scontro con i colossi della rete e la crisi di Evergrande stanno causando sulle porzioni più internazionalizzate di questa variegata asset class, mentre a livello domestico la volatilità appare molto più contenuta. Infatti, a settembre lo Shanghai Composite ha addirittura toccato i massimi dal 2015, portandosi in rialzo del 7% dall'inizio dell'anno e superando il top dei primi due mesi del 2021. Lo Shenzhen Composite, inoltre, ha passato il periodo post-febbraio in un trading range abbastanza contenuto ed è comunque in territorio positivo dall'inizio del 2021. Si tratta notoriamente di due indici dominati in buona parte dai flussi degli investitori retail, che evidentemente non paiono per il momento particolarmente impressionati, né dal probabile default di Evergrande, né dallo scontro fra politica e settore tecnologico.

Ovviamente, se ci si concentra sull'universo dei servizi internet, non si può non chieder-



si quale futuro a lungo termine si prospetti all'orizzonte. Pochi, infatti, dubitano del fatto che con ogni probabilità da qui a un anno si vivranno ancora momenti non dei più facili. Resta da chiarire quale sia il quadro strutturale per questo variegato gruppo di azioni. Sull'argomento essenzialmente si possono distinguere due scuole di pensiero. Da una parte c'è chi vede la crisi attuale come qualcosa di temporaneo e destinato prima o poi (e forse più prima che poi) a finire con l'emersione di un nuovo assetto legislativo e di governance. Di fronte a tutto ciò la reazione degli investitori istituzionali stranieri sarebbe stata in fin dei conti eccessiva, creando così interessanti occasioni di acquisto a multipli interessanti. Questa è la tesi di **Xavier Ho-vasse**, di **Carmignac**: «Anche dopo una correzione così forte rimaniamo fiduciosi sulle prospettive della Cina. A nostro avviso il governo non distruggerà il simbolo più splendente del successo cinese, ossia le aziende della new economy. Pertanto, ci aspettiamo una ripresa dei corsi di questi gruppi. Le forti vendite hanno infatti creato ottime opportunità, per investitori a lungo termine come noi, di posizionarsi in questo comparto a buoni prezzi. Infatti il calo è stato dovuto a questioni che riguardano i regolamenti e non i fondamentali. Di conseguenza, vediamo una grande quantità di valore in alcune imprese cinesi di

maggiore qualità, poiché scambiano a multipli molto bassi, nonostante il loro forte potenziale di crescita».

Una visione non molto diversa viene esposta anche da **Claire Huang**, senior Em macro strategist di **Amundi**: «Nel breve termine, l'inasprimento normativo della Cina potrebbe risultare sfidante e includere restrizioni alle società quotate all'estero utilizzando la struttura basata sull'entità a interesse variabile (Vie). Tuttavia, questa correzione a breve termine, accompagnata da un'eventuale ulteriore debolezza, dovrebbe rivelarsi salutare per il mercato nel medio periodo e potrebbe essere vista come un'opportunità per gli investitori alla ricerca di rendimenti sostenibili».

ANCORA INVESTIMENTI ESTERI

Ad aiutare un'eventuale ripresa potrebbe intervenire un ulteriore elemento, per certi versi paradossale. Come si è visto, le autorità del Dragone considerano con occhio non eccessivamente benevolo la quotazione all'estero dei propri gioielli tecnologici. Al tempo stesso si rendono conto che un paese moderno non si può permettere di sputare sul capitale straniero: pertanto un loro eventuale ricollocamento sul segmento A potrebbe accompagnarsi a una fase di liberalizzazione dei mercati dei capitali locali. **William Russell**, global head of product specialists equity di



CLAIRE HUANG
senior Em macro strategist
Amundi

Allianz Global Investors, afferma: «Il recente blitz nell'ambito dei regolamenti appare una risposta a problemi sociali come il basso tasso di nascite e le sperequazioni, oltre che alla preponderante influenza di big tech durante la pandemia e alle crescenti tensioni con gli Stati Uniti. A nostro avviso, però, tutto ciò non abbassa il livello di impegno del Paese ad aprirsi al capitale straniero, che è comunque un elemento critico per le proprie ambizioni di crescita. La Cina ha ancora bisogno di flussi di denaro provenienti dall'estero per dare benzina alla propria crescita industriale. Se da una parte l'accesso alla liquidità internazionale attraverso quotazioni negli Stati Uniti probabilmente si interromperà, dall'altra i mercati domestici diventeranno sempre più cruciali».

Xiaolin Chen, head of international di **KraneShares**, mostra un deciso ottimismo in quest'ottica, con addirittura la previsione di un'imminente schiarita all'orizzonte: «Il governo cinese non sta scoraggiando gli investimenti esteri, ma si sta concentrando su una regolamentazione del settore finanziario per garantire al Paese una crescita sostenibile a lungo termine. Diventeranno presto più chiari l'adeguamento a breve termine a livello aziendale e, infine, la possibilità per gli investitori di valutare l'impatto sui ricavi delle società. Pertanto, prevediamo che la volatilità scenderà e il mercato sorprenderà al rialzo una volta che le società interessate annunceranno quali piani adotteranno».

IL FRONTE DEGLI OTTIMISTI

Sicuramente il fronte degli ottimisti presenta valide e ben articolate ragioni: allo stesso tempo, però, non si può certo negare che diverse voci scettiche abbiano motivi altrettanto validi per sostenere le proprie posizioni. Infatti,

Esg, il futuro della Cina

Nell'insieme dell'economia del Dragone c'è una questione interessante: come declinare la trasformazione economica in corso. Un approccio, viste le quotazioni relativamente contenute, appare interessante: porre un solido processo Esg al centro della costruzione di portafogli azionari cinesi. Molto chiaro appare sull'argomento **Jimmy Chen**, di **Comgest**: «Crediamo che il modo migliore per mitigare l'impatto di un'improvvisa ondata di regolamentazione su un portafoglio sia utilizzare un approccio di investimento che preveda l'integrazione dei fattori Esg. Ciò implica l'analisi dei rischi socio-economici e delle politiche associate per tutte le aziende fin dalle prime fasi della ricerca. Essere consapevoli di questi rischi non significa che possano essere tutti evitati, ma comporta che molti di essi possano essere presi in considerazione nella valutazione e nelle decisioni di investimento, sulla base della conoscenza e dell'intuito di professionisti degli investimenti basati in Asia». In pratica quelle aziende che sono impegnate nella transizione verde non solo si trovano dalla parte giusta di un immenso trend di lungo periodo, ma si collocano anche nel punto più lontano rispetto alla longa manus del regolatore cinese, come ricorda **Mark Monson**, di **Raiffeisen Capital Management**: «Non tutte le industrie sono nel mirino delle riforme. Diverse, anzi, sono in un periodo molto positivo: tra queste le energie alternative e tutto ciò che è tecnologia verde. In questo campo gli attuali problemi sui mercati non dovrebbero rappresentare un elemento rilevante. In particolare, la Cina si sta focalizzando sul raggiungere la neutralità in termini di emissioni entro il 2060. Di conseguenza l'uso di auto elettriche sta crescendo enormemente con aziende come Byd e Nio che sono fra le più competitive».

forse nell'analizzare l'attuale legnata arrivata sul settore tecnologico cinese si tende a semplificare un po' troppo, vedendo da una parte il tutto semplicemente come una crisi passeggera e dall'altra come l'incipit di una graduale manovra di uscita dal capitalismo. In realtà ciò che bisogna considerare è la possibilità che questo vitale segmento dell'economia locale continui sì a operare in mano a imprenditori privati, ma semplicemente con un potenziale di crescita dei profitti minore rispetto a solo un anno fa. In quel caso si arriverebbe ovviamente a giustificare un derating complessivo del settore, senza bisogno di dovere temere l'arrivo di chissà quali sconvolgimenti sistemici. **Dan Suzuki**, deputy cio di **Richard Bernstein Advisors (iM Global Partner)** invita quanto meno a considerare l'eventualità: «Il messaggio che viene comunicato dalla leadership cinese è che il benessere dei consumatori e dei lavoratori è più impor-

tante dei profitti degli azionisti. Per le aziende che operano in Cina ciò si traduce in minori potenzialità di utili. I ceppi applicati ai profitti potenziali rendono la Cina meno interessante rispetto ad altri mercati emergenti non soggetti a queste limitazioni».

COSA PUÒ ANDARE STORTO

Alastair Reynolds, portfolio manager, global emerging markets di **Martin Currie** da questo punto di vista offre un'interessante elaborazione su ciò che potrebbe andare storto nella transizione in corso. Infatti, forse l'aspetto più pericoloso è il margine di incertezza che caratterizza gli eventi. In pratica alla fine si potrebbe arrivare a un quadro tutt'altro che ottimale al di là delle intenzioni dei politici: «Il ruolo degli uffici legali diventerà sempre maggiore nelle aziende. Ciò le costringerà a una revisione delle priorità strategiche nei prossimi 12 mesi. Qualsiasi gruppo

si troverà obbligato a digerire questa fase prima che diventi chiaro come sono cambiati gli equilibri competitivi. Ovviamente questa incertezza costituisce un elemento negativo per gli investitori. Inoltre non vi è alcuna garanzia che i nuovi regolamenti verranno applicati in maniera ottimale, con il rischio concreto di vedere implementazioni sbagliate o dalla mano eccessivamente pesante. Il pericolo, infatti, è che, a causa delle riforme legislative, business che prima erano in grado di generare profitti non siano più in grado di farlo. Non si tratta comunque di un fenomeno presente unicamente in Cina, dal momento che in giro per il mondo vari legislatori si trovano di fronte a problemi di questo genere».

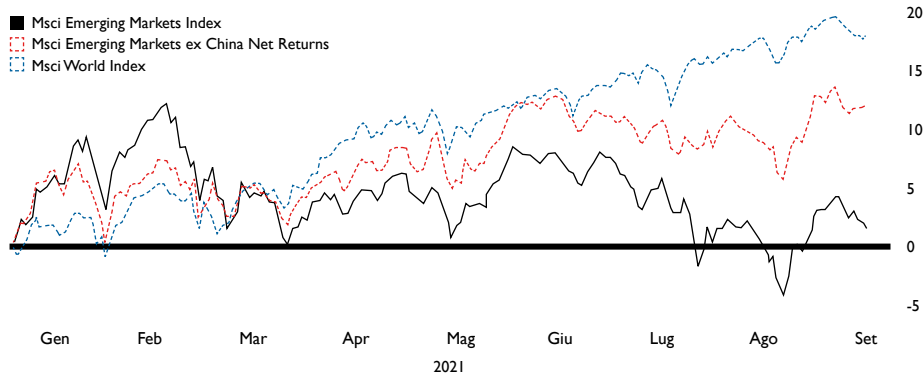
In pratica la Cina oggi forse fa da laboratorio per quello che potrebbe diventare un nuovo approccio alla gestione dei giganti della rete. Difficile, però, è oggi capire quale risultato uscirà dal tutto. Forse siamo di fronte a una



DAN SUZUKI
deputy cio
Richard Bernstein Advisors
(iM Global Partner)

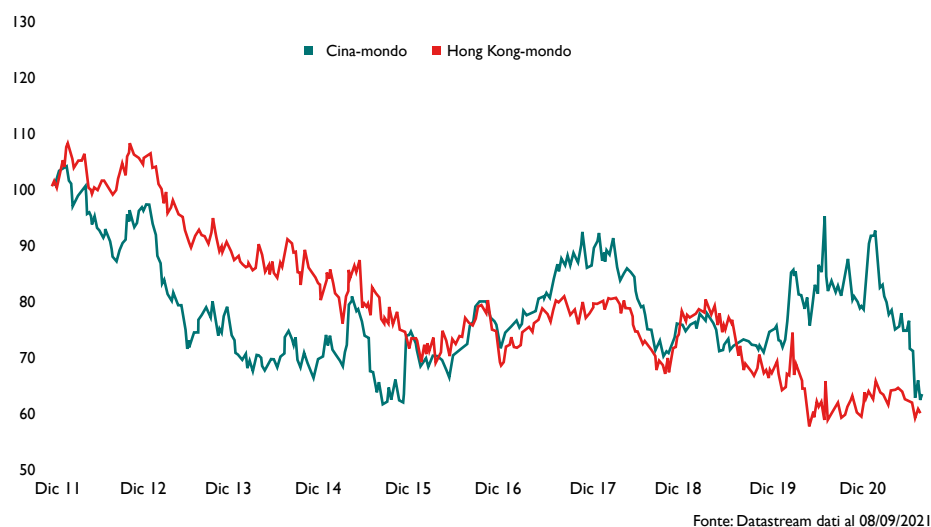


INDICI AZIONARI A CONFRONTO NEL 2021



JEAN-MARIE MERCADAL
 deputy managing director
 Ofi Asset Management

DIECI ANNI DI PRICE TO BOOK DI CINA E HONG KONG RISPETTO AL RESTO DEL MONDO



straordinaria occasione di acquisto, forse al tramonto di una delle ere più mono-tematiche nella storia dei mercati finanziari.

ESPANDERE LA CLASSE MEDIA

Nell'affrontare la costruzione di un portafoglio azionario cinese va comunque tenuto a mente un punto: a subire le ire del potere finora sono stati solamente quei gruppi concentrati in comparti ritenuti (a torto o a ragione) caratterizzati da tendenze oligopolistiche e promotori di comportamenti socialmente nocivi. La stessa retorica ufficiale rimane quasi ossessivamente concentrata su un obiettivo: espandere la classe media, sia in termini di quantità, sia di potere d'acquisto disponibile, e con essa i consumi. Questi ultimi, infatti, non si limitano solo alle grandi piattaforme internet, elemento che è spesso stato dimenticato da diversi investitori, bensì si articolano in tutta una serie di grandi temi, ciascuno di essi caratterizzato dalla presenza di aziende estremamente competitive. **Je-**



an-Marie Mercadal, deputy managing director di **Ofi Asset Management**, sostiene: «La domanda domestica continuerà a spingere la crescita cinese nei prossimi 10-20 anni. Vedremo infatti un forte incremento dei consumi man mano che sempre più cinesi accederanno alle fasce intermedie di reddito. Sia i beni di largo consumo, sia quelli discrezionali dovrebbero mostrare una crescita maggiore di quella dell'economia nel suo complesso. In particolare il farmaceutico godrà di diversi benefici derivanti da questo riequilibrio di lungo periodo. I prossimi due decenni vedranno, infatti, oltre a un aumento della ricchezza, anche un marcato invecchiamento della popolazione della Repubblica Popolare. Di conseguenza,

Ciclici da non buttare

Il 2021 è stato caratterizzato in tutto il mondo da una forte ascesa dei ciclici nei primi mesi dell'anno, in primis industriali e materie prime, con qualche battuta d'arresto a partire dall'estate. Quando si parla di questi comparti nel contesto cinese in un certo senso le problematiche che li riguardano vengono ulteriormente amplificate. Infatti, la Cina vanta una quota ancora gigantesca della propria economia in segmenti che rientrano in tale alveo, dalle banche ai materiali di base e ai produttori di beni in conto capitale. Non del tutto a torto gran parte di questo enorme complesso viene associato alle peggiori magagne dell'economia cinese: dall'inquinamento alla cattiva governance delle aziende di stato e all'eccesso di investimento in alcuni comparti dai bassi margini. Però il Dragone oggi mostra in alcuni casi un elevato grado di competitività pure a livello di industrie considerate vecchie e non solo nei temi più sfavillanti della new economy.

La presenza, ormai famigerata, di colli di bottiglia in diverse filiere, con il conseguente riposizionamento delle quote di valore aggiunto fra i vari player, consente infatti a diverse società della Repubblica Popolare di sfruttare la ripresa mondiale. Nomi ultra-competitivi si possono trovare nei materiali di base e nella produzione di macchinari. Emblematiche appaiono alcune delle scelte di **Teresa Gioffreda**, di **Ubs Am**: «Di recente abbiamo inserito in portafoglio una società del settore chimico, leader nella produzione di Mdi, perché il titolo è sceso e ora viene scambiato a valutazioni interessanti. L'Mdi è un materiale chimico ampiamente utilizzato per produrre il poliuretano e, nel settore, abbiamo riscontrato importanti produttori con una capacità produttiva stagnante di questo composto, mentre il suo consumo riprende dopo la pandemia. Ciò dovrebbe portare a un aumento dei prezzi e a un'espansione dei margini. Inoltre, troviamo opportunità interessanti nel comparto industriale, in aziende che producono macchinari per aumentare l'automazione e nelle produzioni a più alto valore aggiunto».

Quando si parla di industria, infrastruttura e capex annesso, la chiave di lettura data dalla sostenibilità ambientale diventa forse ancora più fondamentale per capire chi si troverà dalla parte giusta del processo di ristrutturazione di quella che ormai è forse la prima economia del pianeta. Indicativo l'intervento di **William Russell**, di **Allianz Global Investors**: «Generalmente preferiamo investire in aziende che presentano profili di crescita più sostenibili sul lungo periodo rispetto a quelle che si trovano normalmente fra i ciclici, un ambito verso il quale non vantiamo un'esposizione significativa. Inoltre l'obiettivo del Paese di raggiungere entro il 2030 il picco delle proprie emissioni sta portando a tagli della capacità produttiva in settori come quello dell'acciaio. Però riteniamo che la Cina continuerà a spendere molto per le infrastrutture, il che genererà diverse occasioni di investimento in settori quali le macchine per il movimento terra dove le aziende locali stanno conquistando sempre più quote di mercato rispetto ai concorrenti stranieri».

I concetti espressi da Russell sono dunque piuttosto famigliari: anche nell'ambito di quella che può essere definita come la vecchia Cina, le discriminanti con cui investire sono simili a quelle utilizzate per i consumi. Espansione del mercato interno secondo il prisma di una maggiore qualità (a partire dall'ambiente), crescita tecnologica e conseguente emersione di player locali dal forte marchio sono tutte caratteristiche da cui un investitore equity in Cina non può fuggire, quali che siano i temi, i fattori o i settori ai quali sia interessato.

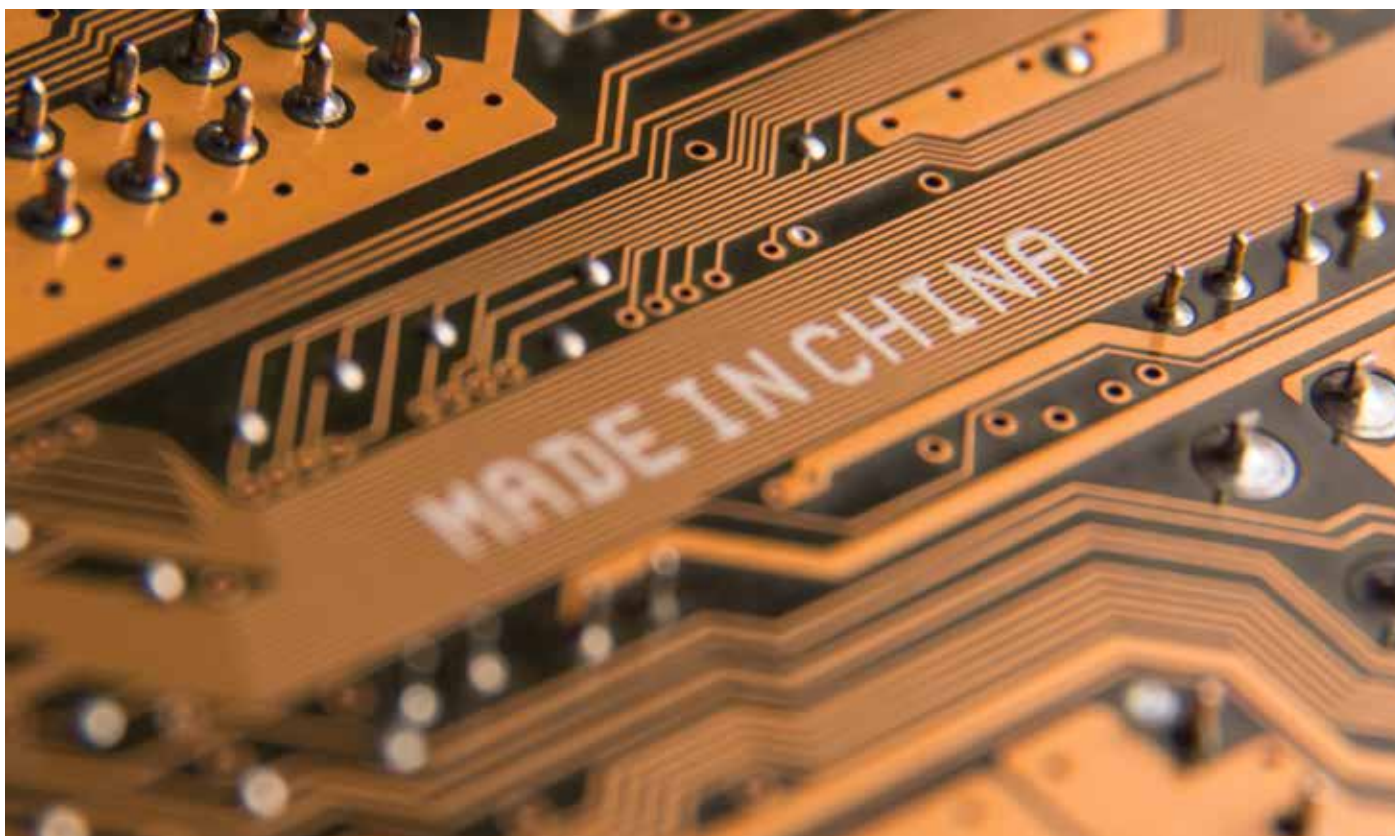


TERESA GIOFFREDA
client relationship manager
Ubs Am



WILLIAM RUSSELL
global head of product
specialists equity
Allianz Global Investors





NICHOLAS YEO
director and head of equities
-asian equities
abrdn

per le famiglie locali una migliore copertura dei problemi sanitari costituisce una necessità vitale. Diverse aziende farmaceutiche cinesi hanno investito pesantemente in ricerca e sviluppo, fatto che permetterà loro di godere in futuro di una maggiore competitività globale». Il Paese è dunque ancora nel mezzo di un enorme sforzo teso a migliorare la qualità del tenore di vita dei propri cittadini, nell'ambito di un paradigma di crescita meno focalizzato sull'incremento del Pil in sé. Opportunità di investimento, dunque, si possono trovare lungo tutto lo spettro dei consumi

cinesi, inclusa la tecnologia. **Nicholas Yeo**, director and head of equities-asian equities di **abrdn**, conferma: «Senz'altro i comportamenti monopolistici da parte delle aziende continueranno a rimanere sotto la lente, ma, nonostante ciò, l'importanza del consumo domestico dovrebbe fornire agli investitori un certo grado di protezione. Le imprese che operano in questo ambito, infatti, sono meglio posizionate per affrontare la fase attuale. In particolare ci aspettiamo che il comparto del risparmio gestito cinese tragga beneficio dal processo di liberalizzazione dei mercati. Allo stesso tempo alcuni pilastri strutturali della crescita, come l'adozione del 5G e dell'intelligenza artificiale, rimangono intatti. Inoltre il segmento dell'energia rinnovabile non è mai stato così a buon mercato, con la Cina che domina le catene di fornitura, sia delle rinnovabili, sia delle batterie. A nostro avviso, dunque, l'energia pulita, le batterie, le auto elettriche e le infrastrutture a sostegno di queste tecnologie hanno davanti un futuro luminoso. La Repubblica Popolare si è infatti impegnata a raggiungere la carbon neutrality entro il 2060».

BRAND RICONOSCIUTI E FORTI

La ricerca di standard più elevati e moderni in ogni ambito, a partire dall'ambiente per arrivare alla medicina e all'alimentazione, si

lega indissolubilmente a un altro fenomeno, ossia l'emergere di aziende locali dotate di un loro brand riconosciuto e forte. Si tratta di una situazione che si è già vista in precedenza nei vari paesi asiatici che hanno fatto il salto dal medio all'alto reddito. Il verificarsi dello stesso tipo di sviluppo, con però le dimensioni del Dragone, ovviamente apre opportunità la cui portata non può essere sottovalutata. Su questo approccio punta, ad esempio, **Teresa Gioffreda**, client relationship manager di **Ubs Am** in Italia: «Con l'aumento del reddito disponibile, i consumatori stanno perseguendo stili di vita di qualità superiore. Vediamo che questo fatto guida la crescita dei principali beni di consumo: abbigliamento e calzature sportive, alcol e liquori di fascia alta oppure oggetti per la cura della persona con ingredienti di qualità e basati sulla medicina tradizionale cinese. Inoltre la crescita del consumo beneficia soprattutto i rivenditori e i produttori cinesi che commercializzano prodotti premium, con marchi locali che guadagnano sempre più importanza, in particolare tra i giovani».

In definitiva, probabilmente il consumo cinese rimane una dei temi più importanti, se non il più importante, dell'economia mondiale. Basta ricordare che al suo interno non esistono solo servizi internet vari ed assortiti.

Bond, lo spettro dei default

Politiche governative più rigide nei confronti dei gruppi immobiliari cinesi e il caso Evergrande fanno temere che per i bond del comparto real estate (ma non solo) si apra una stagione di default mai vista finora. La maggior parte dei gestori e degli analisti ritiene che questo pericolo sia sotto controllo, ma certamente per la Cina è una novità affrontare problemi di questo genere. Ma c'è chi sostiene che in fondo l'attuale fase difficile offre interessanti opportunità di acquisto

Anche il gigantesco complesso del reddito fisso cinese è attualmente dominato dall'incertezza sulla sorte del colosso dello sviluppo immobiliare Evergrande. Mentre vengono scritte queste note, l'azienda, ormai assunta a simbolo degli eccessi del real estate cinese e dell'uso della leva nell'economia dell'intero Paese, non ha ancora ufficialmente registrato un default sugli oltre 300 miliardi di debiti e di passività in bilancio. Ovviamente è ancora presto per valutare le conseguenze e le possibili soluzioni a questo problema. Con ogni probabilità non si avrà un "Lehman moment", non peraltro per il fatto di vivere oggi a livello globale in un sistema di politica monetaria che rende de facto impossibile questo accadimento. Alla fin fine neppure in occidente, nonostante nell'ultimo decennio si sia visto di tutto, si è mai più ripetuto qualcosa di simile al 2008.

Detto ciò, non si può fare a meno di tentare di comprendere il contesto che ha portato allo scoppio di un bubbone come quello di Evergrande e su questo tema è indicativa l'analisi macro di **Jean-Marie Mercadal**, deputy managing director di **Ofi Asset Management**: «I dati economici recenti sembrano suggerire che in effetti in Cina è in corso un rallentamento economico. Ma non è certamente nell'interesse del governo assistere a un aumento del tasso di disoccupazione, fatto che metterebbe in discussione la stabilità sociale del Paese. La Repubblica Popolare si trova in una fase avanzata del ciclo post-Covid, perché è stata, fra le economie principali, una delle prime a uscire dalla crisi con un forte rimbalzo ben prima che ciò accadesse nelle principali nazioni. Di conseguenza, la priorità del governo cinese per tutta la prima

metà del 2021 è stata contenere fenomeni di surriscaldamento in alcuni settori. Se simili misure restrittive dovessero continuare ad avere un impatto negativo sull'economia locale, allora riteniamo che sarebbe il momento per il governo cinese di adottare un atteggiamento più favorevole alla crescita».

FINE DEL TRIONFALISMO

Come sottolineato, il 2021 si era aperto sotto auspici trionfalistici per tutto il Far East, Cina in primis. Fino a quest'estate il problema principale era contenere i pericoli derivanti da una forte ascesa dell'inflazione, azione che è stata portata avanti adottando forse il combinato di politica fiscale e monetaria più rigido di tutte le economie rilevanti. In particolare l'occasione era ghiotta per continuare a rimettere un minimo di ordine nei punti del sistema che avevano visto un accumulo eccessivo di debiti, fra cui appunto l'immobiliare. Si è partiti, infatti, da un mercato obbligazionario in cui i corporate bond non avevano mai visto fino al 2014 un singolo default. Tuttavia in questa specifica asset class il tasso di insolvenza rimane in percentuale molto basso, anche se nei primi sei mesi dell'anno è stata toccata la cifra record di 116 miliardi di renminbi.

In realtà, le autorità hanno fatto i conti senza il proverbiale oste: colli di bottiglia produttivi ed esplosione (soprattutto in Asia) della variante delta hanno infatti rischiato di trasformare una ripresa arroventata in un quadro a rischio stagflazione. L'atteggiamento non benigno verso il settore tec-

nologico è poi probabilmente andato ad aumentare l'incertezza intorno alle sorti del comparto immobiliare, data la percezione di ostilità da parte dei vertici politici nei confronti del capitale privato. Il risultato è che, come sottolinea **Joep Huntjens**, head of asian fixed income di **Nn Investment Partners**, anche l'andamento dei consumi, la stella polare del sistema economico cinese, ne ha sofferto: «L'indebolimento dei recenti dati economici cinesi è parzialmente causato da fattori che hanno un impatto temporaneo. Questi includono l'inondazione catastrofica nella provincia di Henan a luglio, le interruzioni della catena di approvvigionamento causate dalla carenza di chip e la chiusura parziale dei porti per controllare i focolai locali della variante delta. Tuttavia, anche prima che questi fattori iniziassero ad avere un impatto sulla crescita, i consumi cinesi sono risultati più deboli del previsto. Il giro di vite normativo in corso su settori come la proprietà, l'istruzione e internet ha ulteriormente smorzato l'attività economica e il sentiment delle imprese. Anche se ci aspettiamo che l'attenzione del governo sulla regolamentazione del settore e l'aderenza a questi regolamenti continuino nei prossimi anni, a nostro avviso sono probabili azioni politiche a breve per prevenire un ulteriore indebolimento della crescita economica».

INTERBANCARIO TRANQUILLO

È comunque necessario mettere il tutto nell'adeguato contesto. Jean Marie Mer-



JOEP HUNTJENS
head of asian fixed income
Nn Investment Partners

cadal di Ofi, infatti, sottolinea che non è assolutamente intenzione del partito mettere a rischio la forza dell'economia: non a caso, per quanto riguarda le politiche monetarie, l'atteggiamento è cambiato in maniera piuttosto forte nelle ultime settimane. Al proposito **Claire Huang**, senior Em macro strategist di **Amundi**, riassume alcune delle misure di espansione adottate: «Dopo il taglio del coefficiente di riserva obbligatoria (Rrr) da parte della Banca Popolare Cinese (Pboc) a luglio, equivalente a circa 1.000 miliardi di renminbi, i mercati si aspettavano che la Banca centrale avrebbe rinnovato le sue operazioni a un anno di finanziamento a medio termine (Mlf) a un importo inferiore. Tuttavia, la Pboc ha esteso le operazioni Mlf più del previsto, lasciando solo un piccolo scoperto. Si registra un discreto livello di liquidità interbancaria, poiché il tasso di riferimento di mercato, il repo a sette giorni tra gli istituti di deposito, si mantiene stabile intorno al livello target della Pboc del 2,2%. Nel quarto trimestre ci sarà un totale di 2.450 miliardi di renminbi di operazioni Mlf in scadenza. Ci aspettiamo che l'istituto di emissione continui a sostenere il mercato interbancario e riduca nuovamente l'Rrr di altri 50 punti base per soddisfare la domanda di liquidità».

I provvedimenti elencati sono alquanto rassicuranti per un motivo: sono volti interamente a evitare una crisi di fiducia e di liquidità all'interno del sistema interbancario, fenomeno che aveva fatto esplodere con virulenza la crisi finanziaria del 2008. Va bene, dunque, educare gli investitori, sia istituzionali, sia priva-



Occasioni a basso costo

In ambito obbligazionario il neo-statalismo cinese, volto a punire gli eccessi del settore privato, si combina con una caratteristica senz'altro non di poco conto nel quadro attuale del fixed income globale, ossia la presenza di buoni rendimenti nominali e reali fra le emissioni governative. Non sorprendentemente, dunque, diversi investitori appaiono parecchio interessati a questa specifica asset class. **Xiaolin Chen**, head of international di **KraneShares**, conferma: «Preferiamo detenere titoli di stato e obbligazioni delle banche di sviluppo, poiché riflettono opportunità di finanziamento derivanti da iniziative strategiche di prim'ordine. Le duration e il rendimento sono relativamente più interessanti rispetto ai mercati sviluppati e offrono migliori rendimenti corretti per il rischio».

MARCATA DECORRELAZIONE

Come corollario a queste caratteristiche, non sorprendentemente segue anche una marcata decorrelazione rispetto all'insieme dei governativi globali, elemento che, insieme ai limitati rischi di duration, rende per alcuni investitori addirittura sensato adottare un sovrappeso nei governativi cinesi, rispetto ai benchmark globali. **Michele Barlow**, di **State Street Global Advisors**, spiega: «Dal punto di vista dell'allocazione strategica le emissioni governative e bancarie cinesi offrono rendimenti interessanti e benefici in termini di diversificazione rispetto a un portafoglio di bond globali, grazie al basso livello di correlazione rispetto ai maggiori mercati obbligazionari mondiali. Riteniamo che gli investitori dovrebbero considerare la possibilità di allocare in Cina una quota superiore rispetto alla percentuale occupata dall'obbligazionario cinese nei maggiori indici allo scopo di migliorare il proprio profilo di rischio rendimento».

Il clima di avversione al rischio, all'estremo opposto dello spettro del rischio creditizio, ha poi portato gli high yield cinesi, specialmente nei suoi segmenti più problematici, a quotazioni decisamente a sconto, che in pratica incorporano già in diversi casi il default come scenario principale. Per questa ragione **Michael Contopoulos**, director of fixed income di **Richard Bernstein Advisors (IM Global Partner)** indica che il disgraziato comparto immobiliare può già costituire un'occasione per portafogli focalizzati sul distressed: «Attualmente le obbligazioni cinesi che stanno passando diversi guai incorporano nelle proprie quotazioni il default. Pertanto per gli investitori che già hanno un'esposizione in questo ambito, o che volessero adesso costruirla, un aumento del tasso di insolvenza non andrà a danneggiare più di tanto i rendimenti, grazie a prezzi attualmente molto bassi».

RAPPORTO RISCHIO/RENDIMENTO FAVOREVOLE

In definitiva, il gigantesco insieme del reddito fisso cinese presenta un unico vero vantaggio rispetto al resto dei mercati dei capitali locali, per non parlare del fixed income globale: un rapporto rischio/rendimento estremamente favorevole in un mondo di tassi reali ampiamente negativi. Certo, anche al netto dei rischi geopolitici che un investimento in bond cinesi comporta, non va dimenticata neppure un'altra incognita nel sistema di equazioni, ossia l'andamento della divisa. Operare manovre di hedging sullo yuan non è facilissimo ed è indubbiamente costoso, il che sicuramente aggiunge uno strato di complicazione al tutto. Dall'altra parte, però, sul lungo termine un'esposizione alla moneta della Repubblica Popolare potrebbe non essere la peggiore delle idee. Infatti, il complesso del reddito fisso del Dragone potrebbe godere nel futuro prossimo di quello che è quasi un Sacro Graal per un investitore: ossia la simultanea presenza di politiche monetarie più lassiste e una valuta forte.

«ECESSO DI PESSIMISMO»

Edmund Goh, head of fixed income China di **abrdn**, sostiene: «Riteniamo che gli high yield cinesi siano un'asset class economica, grazie a spread, rispetto al loro equivalente statunitense, che si sono allargati molto negli ultimi mesi. Il mercato attualmente sconta un eccesso di pessimismo sui rischi di default. Per quanto riguarda le emissioni in yuan, riteniamo che nei prossimi mesi vi sia spazio per ulteriori allentamenti della politica monetaria da parte della PboC, date le modeste attese di crescita. Inoltre continuiamo a essere ottimisti sulle prospettive del renminbi, poiché il forte attivo nella bilancia dei pagamenti fornisce un solido supporto all'andamento del tasso di cambio. Si tratta peraltro di uno sviluppo visto di buon occhio dal governo cinese, perché quest'ultimo vuole aumentare l'uso della propria divisa, sia a livello di flussi commerciali, sia di investimenti. Una moneta forte e stabile è alla base di un ambiente ideale per raggiungere questo obiettivo».

In definitiva si può affermare che il quadro del fixed income della Repubblica Popolare è fatto da una parte di incertezze difficili da quantificare, dall'altra di rendimenti ghiotti sulla base dei fondamentali: agli investitori la scelta di stabilire quale dei due aspetti prevalga.

ti, a ponderare meglio i possibili rischi, va bene ridurre (anche in maniera brutale) la leva accumulata con decrescente produttività in determinati segmenti dell'economia, a patto, però, che i rischi sistemici rimangano marginali. Non a caso finora la stessa volatilità sui mercati cinesi, sia per l'equity, sia per l'obbligazionario, è rimasta molto contenuta, con fenomeni di contagio che si sono



limitati in buona parte all'immobiliare. Il consensus di mercato vede perciò all'orizzonte solamente un moderato aumento del tasso di default fra i corporate. **Michele Barlow**, head of investment strategy and research, Apac, di **State Street Global Advisors**, afferma: «Prevediamo che il tasso di default fra i bond high yield asiatici aumenti, dal momento che le rigide condizioni creditizie oggi presenti nel comparto immobiliare cinese probabilmente condurranno a una situazione di crisi finanziaria diverse società caratterizzate da un forte uso della leva. Date le dimensioni del segmento, anche un solo default è in grado di

spingere la percentuale complessiva di insolvenze significativamente più in alto. Più default dovrebbero vedersi sul mercato onshore cinese, dove però l'effetto sulla percentuale complessiva dovrebbe rimanere modesto, date le dimensioni dell'insieme. In questo segmento dell'obbligazionario cinese il tasso di default è attualmente all'1,4%, un valore basso, per quanto molto elevato rispetto alla media storica».

CRESCITA GIGANTESCA

Va infatti comunque ricordato un punto: negli ultimi anni l'obbligazionario cinese si è espanso in maniera gigantesca, con un'e-

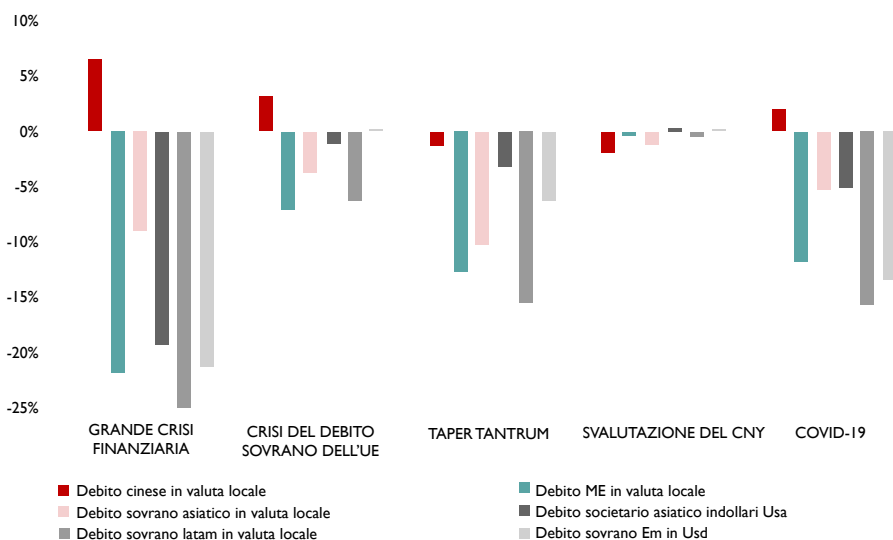
norme porzione di emissioni in yuan per il mercato domestico e una crescente quota di bond offshore in varie valute (con una chiara prevalenza del dollaro), quota che si è ampliata in maniera più robusta rispetto al reddito fisso in renminbi offshore. La crisi dell'immobiliare è dunque per il momento circoscritta a uno specifico sottoinsieme del tutto, come ricorda **Alicia Tan**, senior product specialist fixed income di **Allianz Global Investor**: «Politiche governative più rigide nei confronti dei gruppi immobiliari cinesi hanno portato a una forte diminuzione della liquidità nel settore, sia per quanto riguarda la parte onshore, sia per quella offshore dei loro corporate bond. All'interno del primo comparto il tasso di default è cresciuto fino a toccare l'1,45%, a causa soprattutto delle aziende private. Infatti per i gruppi statali il dato equivalente rimane stabile, al di sotto dell'1%. Contemporaneamente, anche il mercato asiatico delle emissioni in dollari ha visto più default. Vi è il rischio che si verifichino altre insolvenze fra i gruppi immobiliari cinesi prima della fine dell'anno, il che potrebbe spingere la percentuale di mancati pagamenti nel settore real estate al 9%. In particolare, se fosse Evergrande a fare default, poiché questa azienda ha 19 miliardi di bond emessi in dollari sul mercato».

CONTAGIO LONTANISSIMO

Dunque siamo per il momento lontanissimi da un quadro di contagio generalizzato. Anzi, nel complesso per **Joep Huntejens**, di **Nn Investment Partners**, non molto è cambiato rispetto al 2020: «Nei primi otto mesi del 2021, 10 emittenti cinesi hanno fatto default sulle obbligazioni in Usd. Su base annua questo andamento è più o meno simile ai 17 default degli emittenti cinesi in dollari nel 2020. Quest'anno i crac sono più concentrati nell'immobiliare rispetto all'anno scorso, quando erano distribuiti su una più ampia varietà di settori. La maggior parte dei promotori in real estate ha una quantità maggiore di obbligazioni in Usd in default rispetto agli emittenti di altri segmenti e ciò spiega perché la quantità di obbligazioni in dollari in default è aumentata rispetto all'anno scorso. Più della metà dell'importo di quest'anno di bond cinesi in dollari insoluti può essere spiegata da un grande promotore immobiliare che è stato insolvente a febbraio».

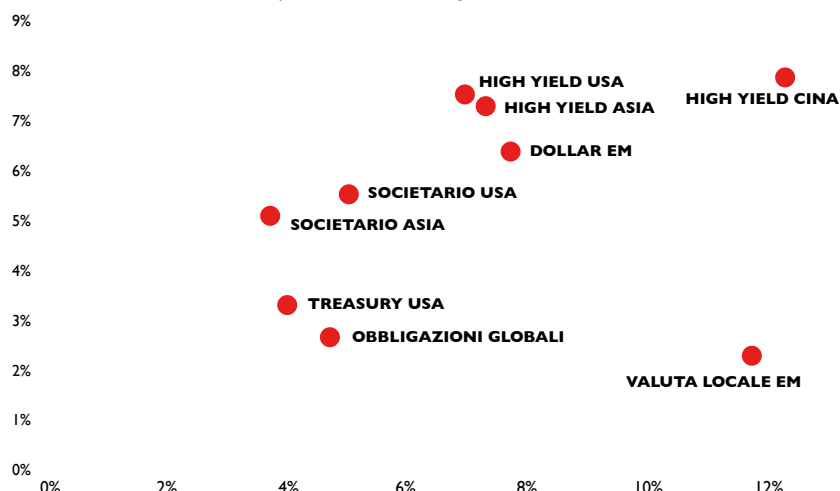
LINEA DI DIFESA: LE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE ASIATICHE HANNO TENUTO BENE DURANTE EPISODI DI TURBOLENZA SUL MERCATO

Valori minimi e massimi di perdita, per classe di attivi, %



RENDIMENTO SOLIDO SENZA VOLATILITÀ

Rendimento annualizzato e volatilità, per classe di attivi obbligazionari, %



Fonte: Bloomberg, dati acquisiti nel periodo 31/12/2009 - 30/06/2021 e dai seguenti indici JP Morgan. Sottoindici Barclays Bloomberg Global Aggregate e US Aggregate. Indice JP Morgan EMBI Global Diversified, CEMBI Broad Diversified, JACI Corporate. Tutti i rendimenti in USD.

Una penetrazione del 95%

a cura di Brando Michieli

Un solido sostegno per costruire il futuro. Ecco il dna di Concreto, fondo pensione complementare nazionale per i lavoratori dell'industria del cemento, della calce e dei suoi derivati, del gesso e relativi manufatti, delle malte e dei materiali di base per le costruzioni. Nonostante sia abbastanza piccolo, in termini di patrimonio gestito, Fondo Concreto è riuscito negli anni ad arrivare a un tasso di adesione di circa il 95% dei lavoratori appartenenti alle categorie di riferimento. **Sebastiano Spagnuolo**, direttore generale di **Fondo Pensione Concreto**, descrive la storia e l'esperienza maturata negli anni dal fondo.

Che tipo di fondo pensione è Concreto? Quali sono le sue principali caratteristiche?

«Concreto è un fondo pensione complementare, costituito nel 1999, ma operativo in realtà dal 2003, dopo avere ottenuto l'autorizzazione all'esercizio dell'attività da parte della Commissione di vigilanza sui fondi pensione (Covip). Il contratto collettivo cui facciamo riferimento non è sicuramente tra i più estesi in Italia per numero di dipendenti. Contiamo, infatti, circa 10 mila lavoratori. Nonostante ciò, la nostra peculiarità è essere riusciti a fare iscrivere oltre il 95% dei dipendenti e a convincere la quasi totalità dei lavoratori dell'opportunità che contraddistingue la previdenza complementare e che svolge nei confronti del welfare. Ciò che più ci inorgoglisce è che le adesioni sono per la maggior parte esplicite, ovvero iscrizioni volontarie da parte dei dipendenti che hanno compreso la missione e il vero valore di Fondo Concreto. Aderendo a questa iniziativa, il lavoratore versa la propria parte (un'aliquota dell'1,40% calcolata sulla contribuzione utile al calcolo del Tfr) e gode, inoltre, del contributo da parte dell'azienda (un'aliquota del 2,20%). Il dato più interessante per noi è che il contributo volontario viene versato da oltre il 40% degli iscritti, a testimonianza del fatto che il lavoratore crede con convinzione nell'importanza della previdenza complementare, andando oltre la quota prevista dal minimo contrattuale. L'altissimo tasso di adesione ci rende molto contenti, specialmente perché siamo riusciti a veicolare al lavoratore l'importanza di una previdenza complementare rispetto a quella pubblica.

In che cosa consiste la gestione fi-



SEBASTIANO SPAGNUOLO
direttore generale
Fondo Pensione Concreto

nanziaria che proponete ai vostri iscritti?

«I nostri comparti di investimento sono due. Il primo è il bilanciato obbligazionario misto, che possiamo definire abbastanza prudente, essendo investito per il 75% in obbligazioni e il restante 25% in azioni. È adatto a coloro che hanno aspettative di permanenza nel fondo di medio-lungo termine e una propensione al rischio media. Gli attuali gestori finanziari sono Anima e Blackrock e l'area geografica di investimento è prettamente la zona euro. Il bilanciato obbligazionario misto è il nostro comparto di punta, al quale è iscritto quasi l'80% dei lavoratori, con un patrimonio in gestione di circa 200 milioni di euro. Il secondo comparto è invece il garantito, con un patrimonio di 30 milioni di euro e sottoscritto da oltre il 20% degli aderenti. Questo mandato è gestito da Unipol assicurazioni ed è caratterizzato da un orizzontale temporale breve, circa tre anni. L'investimento nel garantito è finalizzato alla protezione del capitale investito e all'ottenimento a scadenza, con un'elevata probabilità, di un rendimento comparabile con quello del Tfr. Il comparto, destinato ai sensi di legge ad accogliere il Tfr conferito tramite il meccanismo del silenzio-assenso, risponde anche alle esigenze di un lavoratore che è ormai prossimo alla pensione e sceglie un impiego dei contributi con garanzia di risultato per consolidare il proprio patrimonio. La differenza tra le due scelte che proponiamo ai nostri iscritti risiede nell'avversione al rischio che ognuno di noi ha. Questo è sicuramente un elemento centrale per capire dove destinare i propri versamenti, adottando un'ottica di breve termine o di medio-lungo periodo.

Progetto economia reale, ce ne può parlare?

«Abbiamo partecipato insieme a un pool di altri fondi pensione italiani, aderendo a un'iniziativa avanzata dalla nostra associazione di categoria, Assofondipensione, a un progetto insieme a Cassa depositi e prestiti. La scelta del gestore è ricaduta su Fondo Italiano Investimenti, con l'obiettivo di partecipare a iniziative che prevedessero investimenti in aziende con piani di sviluppo di medio-lungo periodo adeguati. Abbiamo sottoscritto questo protocollo, destinando all'economia reale italiana il 5% del nostro portafoglio bilanciato, un'allocazione iniziale di circa 10 milioni di euro. Il principio di questo progetto è puntare e scommettere sulle migliori realtà italiane, e quindi sull'economia reale, sulla base di programmi che riteniamo validi. La decisione presa a oggi è proseguire a puntare gradualmente sui mercati privati, principalmente su soluzioni di debito privato. È nostra intenzione continuare ad investire un domani anche in infrastrutture».

Qual è la posizione del fondo sui criteri di sostenibilità?

«Concreto ha abbracciato sin da subito la causa dei principi Esg, tra i quali i Pri stabiliti dalle Nazioni Unite, e ha deciso con i gestori di portafoglio l'adozione della massima attenzione per il rispetto dei criteri di sostenibilità. Nel fare ciò, vantiamo anche il supporto di un advisor finanziario che regolarmente monitora il livello di adesione a questi criteri. Il fondo è consapevole, infatti, della propria responsabilità sociale sulle tematiche ambientali, sociali e di governo societario che deriva dall'es-

sere parte del mercato finanziario in qualità di investitore istituzionale e al tempo stesso soggetto bilaterale espressione di stakeholder sensibili agli stessi temi. Attualmente, non abbiamo ancora adottato una politica interna sulla sostenibilità nel suo complesso».

Nei prossimi cinque anni come cambierà la previdenza complementare in Italia, secondo Fondo Pensione Concreto?

«Innanzitutto, devo dire che siamo molto soddisfatti del riscontro ottenuto in questi anni dal fondo. Essere riusciti a fare iscrivere la quasi totalità dei lavoratori dipendenti è già di per sé un ottimo obiettivo, per quanto ci riguarda. Continuiamo a produrre risultati positivi per i nostri aderenti e questo fatto ci rende fieri del nostro operato. L'augurio che mi sento di fare è sperare che nel breve periodo ci sia una consapevolezza sempre maggiore da parte di tutti i lavoratori italiani nei confronti della necessità di perseguire un percorso previdenziale complementare. In questo ambito, il connubio perfetto è formato dal valore di informazione ed educazione finanziaria che un fondo pensione riesce a fornire ai propri lavoratori e una da stretta collaborazione tra rappresentanti dei sindacati e uffici aziendali del personale. A mio avviso, l'Italia dovrebbe seguire l'esempio di molti paesi europei in tema di welfare, incentivando i lavoratori ad aderire a forme pensionistiche alternative rispetto a quella pubblica, erogata dall'Inps. Il modo più immediato per incentivare l'iscrizione alla previdenza complementare è detassare al massimo i prelievi dai fondi pensione, i riscatti e le anticipazioni».



Globali, ma anche italiani

a cura di Brando Michieli

«Siamo orgogliosi che da oltre 20 anni Credit Suisse creda fortemente e sia presente con una propria struttura in Italia». Sono queste le parole che aprono la conversazione con **Patrizia Noé**, head of institutional clients Italy di **Credit Suisse Asset Management**. Con 429 miliardi di euro di patrimonio gestito a livello globale, cinque hub d'investimento, 440 fondi, la banca svizzera è uno dei top player mondiali nell'industria del risparmio gestito.

Può raccontare l'esperienza di Credit Suisse in Italia?

«Credit Suisse in Italia è articolata in tre divisioni: investment banking, private banking e asset management. Il gruppo ha un'organizzazione a matrice: quindi, ad esempio, la parte di asset management fa riferimento alla capogruppo Credit Suisse Asset Management, che ha una divisione separata e indipendente. Fin dalla fine degli anni '90, l'azienda ha deciso di stabilirsi in Italia, non solo con un ufficio di rappresentanza, ma con una vera e propria struttura che prevedesse tutte le funzioni dedicate a seguire le esigenze e la gestione quotidiana dei clienti anche istituzionali. Nella nostra sede di Milano abbiamo, oltre al team commerciale, un team di money manager, specializzati nella gestione istituzionale, un team di risk management e tutti i compiti riguardanti la parte legale, e la compliance. Questa è di sicuro una grande differenza organizzativa rispetto ad altri, che ci permette di servire meglio i nostri clienti, perché abbiamo le competenze del gruppo e la flessibilità e la rapidità operative di una presenza locale radicata. Ciò ci consente di offrire un servizio di qualità ed essere molto vicini ai nostri investitori: infatti sono sempre di più i mandati "su misura" che realizziamo. I clienti possono non solo interfacciarsi con il proprio responsabile commerciale, ma parlare direttamente con il gestore italiano del proprio portafoglio, basato appunto in Italia. Questo vantaggio permette di avere il meglio della gestione globale, ma con gli occhi di un professionista locale. Il fatto di disporre di un team di investimento in loco garantisce una sensibilità diversa anche dal punto di vista delle strategie di portafoglio e permette di aggregare posizioni differenti. Le nostre strategie arrivano chiaramente dai comitati globali, ma poi i nostri gestori le personalizzano in base alle esigenze dei clienti istituzionali italiani».

Come è strutturato il team locale per gli istituzionali?

«In Italia, il team di investimento dedicato ai clienti istituzionali gestisce mandati tradizionali nelle principali asset class attive e total return, mandati passivi e mandati garantiti per i fondi pensione. Secondo l'VIII report di Itinerari Previdenziali, a dicembre 2020 Credit Suisse in Italia risultava il quinto gestore di mandati con una quota di mercato del 5,6%. Il team dedicato alla clientela istituzionale è composto dai nostri responsabili commerciali e da numerosi gestori di portafoglio, che coprono tutte le classi di attivo, in coordinamento con i nostri gestori dei principali centri di investimento, tra cui Zurigo. Inoltre, abbiamo alcune persone dedicate interamente alla gestione del rischio».

Quali sono le strategie offerte ai vostri clienti?

«La presenza pluriennale sul territorio italiano ci ha permesso di seguire tutta l'evoluzione del mercato, a fianco ai fondi pensione. Con il tempo questo lavoro ha aperto la strada a investimenti sempre più su richiesta e alla costruzione di portafogli diversificati. Questa direzione ci ha chiaramente visti protagonisti, data la nostra esperienza e le nostre capability a livello globale. Siamo in grado, infatti, di implementare tutte le classi di attivo, in totale sintonia con i nostri clienti e le loro esigenze allocative, in termini di asset allocation strategica, grazie al supporto e alla vicinanza sia del team commerciale, sia del team di gestione. Il fatto di avere un hub di investimento locale ci permette inoltre di sfruttare e prevedere gli orientamenti verso i quali i mercati, e di conseguenza i fondi pensione, stanno andando. Attualmente, i mandati garantiti sono diventati uno



PATRIZIA NOÉ
head of institutional clients Italy
Credit Suisse Asset Management

degli ultimi trend nel mondo degli istituzionali. In questo segmento posso affermare che abbiamo riscontrato un grandissimo successo in Italia. Siamo riusciti a sfruttare le capability dell'asset management, e quindi della nostra gestione, con quelle della divisione di investment banking di Credit Suisse. Negli ultimi anni, abbiamo individuato i bisogni del mercato per questo tipo di mandati. Ciò ha rafforzato la nostra convinzione di iniziare a offrire queste strategie ai clienti. Posso affermare che il duro lavoro prima o poi paga. Infatti, il primo mandato garantito lo abbiamo vinto con Fondo Pensione Fonte, nostro cliente storico sin dal 2004, mentre siamo riusciti ad aggiudicarci il secondo mandato, lo scorso agosto, con Fondo Previambiente. Lo considero un grande successo per Credit Suisse Asset Management in Italia. Siamo riusciti a venire incontro a un'esigenza molto importante sollevata dai fondi pensione. Basti pensare che le Sgr che partecipano ai bandi di gara per l'aggiudicazione di mandati garantiti si possono contare sulle dita di una mano.

Abbiamo soddisfatto una fetta di mercato importante con una soluzione innovativa di gestione. È l'evidenza che la collaborazione tra divisioni e tra paesi può davvero offrire proposte innovative e su misura per i clienti, soluzioni che fanno la differenza, ben oltre la distribuzione di prodotti».

Avete anche altre innovazioni in termini di strategie?

«Sì, e riguarda il mondo dei passivi. Una delle novità che abbiamo portato in Italia è la possibilità di implementare i mandati passivi con una replica totale dell'indice con tracking error inferiori allo 0,5%. La scelta di portare anche in Italia questa formula è stata presa dopo avere assistito a un'evoluzione verso questo tipo di gestione, già sperimentata e adottata da diversi clienti istituzionali e fondi pensione esteri. Anche questa è senza alcun dubbio una delle nostre capability chiave e più importanti a livello di asset management».

Gestite investimenti alternativi?

«Siamo uno dei pochi asset manager che può realmente vantare una grande e comprovata esperienza sul mondo degli illiquidi, specialmente in investimenti di real estate. Gestiamo una massa molto importante in questa asset class, sviluppata inizialmente in Svizzera e in Germania, e, con il corso degli anni, anche a livello europeo».

Credit Suisse come ha abbracciato il mondo della sostenibilità?

«Credit Suisse crede fortemente nei principi Esg. Oltre a disporre di un forte team interno con sede a Zurigo che si occupa della ricerca e dell'analisi delle questioni legate ai criteri di sostenibilità, abbiamo stabilito una serie di partnership con i principali fornitori di metriche Esg con i quali misuriamo i portafogli; tra questi Msci e Sustainalytics. I nostri gestori di fondi con rating articolo 8 e articolo 9 possono utilizzare i servizi offerti dai fornitori, oltre al fatto che hanno incorporato i rating Esg dei titoli che acquistano nei loro sistemi di gestione. Credendo fortemente nei criteri Esg, stiamo conducendo una revisione dei processi di investimento dei fondi prima della classificazione in termini di Sfd; si tratta di un processo iniziato all'inizio di quest'anno e che si concluderà nei prossimi mesi: solo allora potremo assicurare ai nostri clienti che la classificazione secondo il regolamento corrisponde esattamente a un'effettiva implementazione dei criteri Esg».



Goldman Sachs Environmental Impact Equity Portfolio
Base (Acc.) | LU2106859874

LA RIVOLUZIONE AMBIENTALE È GIÀ INIZIATA.

Esistono aziende innovative che stanno creando le tecnologie necessarie per combattere con successo il cambiamento climatico. Si chiama Green Revolution, e rappresenta una concreta opportunità per investire nei settori in grado di creare un impatto positivo sia sul tuo portafoglio che sull'ambiente.



Energia pulita

per ridurre la domanda di combustibili fossili



Efficienza delle risorse

per rispettare le limitate risorse del nostro pianeta



Consumo sostenibile

per ridurre le emissioni



Economia circolare

per combattere la scarsità di risorse



Sostenibilità idrica

per far fronte alla carenza d'acqua

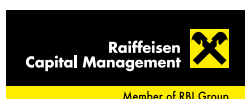
Visita il sito gsamfunds.it o contatta il tuo referente in Goldman Sachs Asset Management.

Le performance passate non sono garanzia di risultati futuri, che possono variare. Ad uso esclusivo di investitori professionali. Nell'Unione Europea, il presente materiale è stato approvato da Goldman Sachs Asset Management Funds Services Limited, che è regolamentata dalla Central Bank of Ireland. Gli obiettivi non garantiscono in alcun modo i risultati futuri. Messaggio pubblicitario con finalità promozionali. Prima dell'adesione leggere il KIID, che il proponente l'investimento deve consegnare prima della sottoscrizione e il prospetto disponibile sul sito Internet <https://assetmanagement.gs.com/content/gsam/ita/it/advisors/homepage.html> e presso gli intermediari collocatori. **Goldman Sachs Global Environmental Impact Equity Portfolio** è comparto della SICAV di diritto lussemburghese Goldman Sachs Funds. Il presente documento non rappresenta un'offerta di acquisto o sottoscrizione di quote. Prima di ogni investimento consigliamo di contattare il vostro consulente finanziario.

Riservatezza: Nessuna parte di questo materiale può, senza il previo consenso scritto di Goldman Sachs Asset Management, essere (i) riprodotta, fotocopiata o duplicata, in qualsiasi forma, con qualsiasi mezzo, o (ii) distribuita a qualsiasi persona che non sia un dipendente, un funzionario, un amministratore o un agente autorizzato del destinatario. Goldman Sachs & Co., © 2021 Goldman Sachs. Tutti i diritti riservati. 253743-OTU-1478729

FOCUS SALONE

All'insegna della rivoluzione Esg





All'insegna della rivoluzione Esg

a cura di Pinuccia Parini



È stato un indubbio successo, nonostante il Covid, nonostante l'intervallo di un anno e nonostante la paura da parte di molti dei contatti ravvicinati. Il Salone del risparmio, che si è svolto dal 15 al 17 settembre con oltre 17 mila partecipanti e 115 tra conferenze dibattiti e presentazioni, si è chiuso con numeri record rispetto alle precedenti edizioni pre-pandemia. E, soprattutto quest'anno, la manifestazione ha reso evidente il buon momento e l'ottimismo che stanno caratterizzando l'Italia in questa fase. Molte società hanno presentato le loro novità e talora una serie di prodotti e di servizi innovativi, come non si vedeva da tempo.

La parte del leone l'ha fatta il tema della sostenibilità e dei prodotti Esg, visto come una vera e propria rivoluzione per la finanza e per l'intero pianeta. Di fatto, tutti gli asset manager presenti al Salone del risparmio hanno evidenziato nel loro portafoglio strumenti Esg, talora con una buona presenza di fondi articolo 9, secondo la recente classificazione del regolamento europeo Sfdr. Per tutto il tempo della manifestazione si è parlato di questo tema, anche grazie al discorso del ministro della transizione ecologica Roberto Cingolani, che ha sottolineato nel suo intervento la centralità del risparmio gestito in questo processo. «Il governo presenterà una road map di aste per l'energia rinnovabile, di modo che gli asset manager possano scegliere per tempo dove andare a investire», ha affermato il rappresentante del governo. «Infrastrutture sostenibili ed economia circolare sono altre opportunità per l'industria del risparmio gestito, insieme a riforestazione, interventi sul dissesto idrogeologico e sulla rigenerazione del mare. Oggi la transizione ecologica coinvolge solo i paesi del G7 e del G20: dobbiamo ampliare il raggio d'azione anche ai 3 miliardi di persone che ancora non sono compresi. La comunità finanziaria internazionale ha gli strumenti per potere, insieme, fare qualcosa di buono». E dei temi affrontati al Salone hanno parlato anche gli ospiti di Fondi&Sicav, che hanno raccontato, alla luce di quanto è emerso nel corso dell'evento, i loro programmi e la visione delle rispettive società.

«Un'asset allocation strategica per ogni scenario»



CRAIG MACKENZIE
head of strategic asset allocation
abrdn



Il tema è sulla bocca di tutti e trova la massima priorità nelle agende delle grandi istituzioni internazionali, nei programmi dei governi, nei modelli di business delle imprese e nella quotidianità della vita dei singoli individui. Si tratta del cambiamento climatico, probabilmente la sfida più importante che l'umanità deve affrontare. In quanto tale, anche il mondo dell'asset management non può ignorare le ricadute che il fenomeno ha in termini di scelte di investimento. Fondi & Sicav ha affrontato il tema con **Craig MacKenzie**, head of strategic asset allocation di **abrdn**.

Come integrate l'attenzione agli impatti derivanti dal cambiamento climatico con la vostra strategia di investimento?

«Nella costruzione di portafogli di lungo periodo utilizziamo un processo molto strutturato che definiamo asset allocation strategica (Strategic asset allocation-Saa), all'interno della quale valutiamo le diverse asset class e definiamo le nostre aspettative di ritorno dell'investimento per ciascuna di esse nell'arco dei 10 anni successivi. In questo modo decidiamo l'esposizione a ciascuna di esse, tenendo conto degli effetti del cambiamento climatico sulla performance di portafoglio. Come abrdn forniamo consulenza a una serie di grandi investitori istituzionali sulla loro Saa.

Adottiamo lo stesso approccio per circa 50 fondi multi asset che gestiamo internamente e negli ultimi due anni abbiamo iniziato a introdurre l'analisi del clima all'interno della nostra asset allocation strategica. Nello svolgere questa attività, ci sono due aspetti sui quali ci siamo maggiormente concentrati. Il primo è soddisfare gli obiettivi legati al clima che i clienti hanno deciso di adottare. Tra questi, per citare un esempio, il più importante è Phoenix, una grande assicurazione basata nel Regno Unito con asset under management di circa 240 miliardi di sterline, dei quali abrdn gestisce circa la metà. Nel dicembre 2019 la società ha assunto l'impegno di allineare i propri investimenti al raggiungimento di zero emissioni nette e, negli ultimi 18 mesi, abbiamo lavorato con loro per definire che cosa implica una simile decisione e quale sia il ruolo dell'allocation strategica nel raggiungere l'obiettivo. Il secondo aspetto ci ha visti impegnati a pensare agli impatti del cambiamento climatico sui ritorni dei nostri investimenti di lungo periodo, un fattore importante all'interno della Saa per le ricadute sulle singole asset class. Ed è proprio per dare una risposta concreta a questa necessità che abbiamo elaborato un modello che delinea diversi scenari climatici».

Di che cosa si tratta?

«Abbiamo lavorato con Planetrics, una società che è parte di McKinsey, per sviluppare quello che noi crediamo sia uno dei più avanzati

strumenti presenti nell'industria del risparmio gestito. Lo scopo è delineare scenari legati ai cambiamenti climatici. Ne abbiamo tracciati ben 16, definiti in base a una serie di contestualizzazioni, che tengono in considerazione molteplici parametri, tra cui l'aumento della temperatura tra 1,5° e 4°. Ciò che questo sistema ci permette di fare è misurare quantitativamente le implicazioni di ciascuno scenario, in cui rientrano variabili macroeconomiche insieme a dati come il prezzo del petrolio o la domanda di elettricità. Da qui vengono poi elaborate le implicazioni in termini di valutazione per l'asset class azionaria e per quella del credito, grazie a modelli di previsione dei rendimenti a lungo termine che, nel primo caso, utilizza un approccio basato sui flussi di cassa attualizzati (Discounted cash flow o Dcf). In sintesi, per ciascuno dei 16 scenari rappresentati si possono misurare gli impatti sulle singole aziende e i risultati aggregati vengono utilizzati all'interno della Saa per elaborare le nostre decisioni di investimento».

Ci sono però molte variabili da tenere in considerazione che possono sensibilmente influire su ciascuno scenario e creare incertezza. Si pensi, ad esempio, ai continui cambiamenti tecnologici.

«Proprio per questo motivo abbiamo deli-





neato 16 scenari tra loro diversi. Ognuno di essi ha un modello di riferimento con variabili differenti che possono riguardare la forza delle politiche ambientali, piuttosto che la velocità del processo di regolamentazione nelle diverse parti del mondo. Un altro aspetto, poi, da tenere presente in questo processo, è la previsione sullo sviluppo della tecnologia, che ci porta a formulare ipotesi sul costo del gas rispetto a quello delle rinnovabili o se prenderà piede il processo di cattura e stoccaggio del carbonio (Ccs) e quale ne sarà il costo. Ogni scenario è strutturato con diverse assunzioni il cui impatto sulle singole aziende può essere quantificato, permettendo di simulare le ricadute sui titoli in vari contesti. Penso che, attualmente, ci sia un consenso generalizzato su alcuni tipi di tecnologia, come quella solare e quella eolica, che si ritiene avranno un ruolo importante nella transizione energetica: il loro peso nella generazione di elettricità sarà sempre più elevato. Ciononostante, emergono diverse incertezze riguardo al carico di base di una rete elettrica, se dovesse dipendere in modo preponderante dal solare o dall'eolico, entrambe fonti variabili di energia, e sulla sua gestione. Le risposte ai quesiti possono essere diverse e animano un dibattito da cui emergono soluzioni alternative che generano sì alcune incertezze, ma è pur vero che il livello di fiducia sul fatto che il solare e l'eolico saranno al centro della produzione di energia rimane elevato».

E per quanto riguarda l'aumento dei corsi delle materie prime, le ricadute sul costo dell'energia e, di conseguenza, sull'inflazione?

«Gli scenari servono proprio per dare indicazioni sulla base di un set di ipotesi. Faccio un altro esempio. Secondo il nostro modus operandi, modelliamo la domanda per i veicoli elettrici in riferimento all'andamento del prezzo del petrolio e rileviamo le dinamiche che si possono creare in rapporto ai diversi livelli di penetrazione delle nuove auto. Utilizziamo un metodo che ci permette di formulare diverse ipotesi e, in base a esse, stimarne i potenziali effetti. Certo, ci sono alcune assunzioni di base sulla crescita e sull'inflazione che sono costruite sulle indicazioni che vengono dal Fondo monetario internazionale. Detto ciò, non si possono certo escludere accadimenti che generino crisi inaspettate, con pesanti ripercussioni

sull'attività economica, che non hanno nulla a che fare con il cambiamento climatico».

Come decidete quale scenario adottare?

«Assegniamo una probabilità a ciascuno scenario e ci focalizziamo sulla media ponderata delle probabilità, dove guardiamo alla media delle distribuzioni dei risultati possibili. Abbiamo un comitato di esperti con cui ci confrontiamo, composto da numerosi accademici, policy maker, politologi. È da questa interazione che viene decisa l'attribuzione delle probabilità a ciascuno scenario».

Quale tipo di risultati vi offre questa analisi?

«Ci offre uno spaccato granulare all'interno dei singoli settori da cui emergono le aziende che sono vincenti o perdenti all'interno di un determinato scenario. Ci sono comparti, come la finanza o l'health care, sui quali l'impatto dei cambiamenti climatici non c'è, mentre sull'energia è significativo. Infatti, nonostante la performance dei titoli sia già stata deludente nell'arco degli ultimi cinque anni, le valutazioni risultano ancora elevate, rispetto a ciò che succederà alla domanda di gas e petrolio nei prossimi 30 anni. Oppure ci sono alcuni settori, come le utility, dove ci sono sia vincenti, sia perdenti: aziende che sono molto esposte alle rinnovabili e altre che dipendono pesantemente dal carbone. Abbiamo costruito un modello che è molto funzionale per analizzare i singoli titoli e che, grazie a un'aggregazione dei dati raccolti, contribuisce a definire l'asset allocation strategica».

Facendo questa operazione, avete riscontrato una sensibile variazione dell'asset class azionaria?

«L'impatto sull'azionario globale è molto limitato, mentre è decisamente più pronunciato sui settori e, in particolare, sulle singole imprese: in sostanza si ha una mitigazione a livello aggregato del bilanciamento tra vincenti e perdenti. E quest'ultimo è un buon punto di partenza per gli asset manager, che si possono così concentrare nel calcolare i ritorni attesi».

Come valuta la definizione di una tassonomia a livello europeo per quanto riguar-

da gli investimenti sostenibili, nonostante ci siano ancora molti aspetti che devono essere chiariti?

«Oltre a ricoprire il ruolo di head of strategic asset allocation, sono anche portfolio manager del Multi Asset Climate Fund, classificato come articolo 9. Il fatto che ci siano ancora aspetti da chiarire in merito a che cosa debba essere rendicontato crea un po' di preoccupazione, ma sono molto lieto che vi sia una tassonomia a livello europeo, perché è decisamente utile avere un metodo di misurazione obiettivo per comprendere quali attività contribuiscono alla transizione a "net zero". Ci sono in Europa dozzine di fondi che si definiscono sostenibili, ma che di fatto non lo

sono, e diventa perciò importante avere una regolamentazione che costringa a dimostrare se l'investimento effettuato risponda ai parametri richiesti. Il fondo che io gestisco ha attualmente un'esposizione del 70% alla tassonomia europea e quindi non vedo l'ora che l'attività di reporting parta ufficialmente».

Quali sono le sue aspettative per il prossimo futuro?

«Per quanto riguarda gli investimenti legati al clima, il grande punto di domanda è che cosa succederà al Cop26 che si terrà a Glasgow in novembre. La Cina lo scorso anno ha annunciato l'impegno a raggiungere zero emissioni entro il 2060 e ciò fa sì che possa diventare un attore importante sul tema

insieme agli Stati Uniti, dove la nomina di Biden ha portato a un grande salto in avanti nelle politiche legate al cambiamento climatico. I due più grandi emettitori al mondo di CO2 hanno quindi la possibilità di agire sul problema. Per il momento non è ancora chiaro come ciò possa articolarsi, ma potremo assistere a un'accelerazione delle politiche globali sul clima. C'è molto consenso attualmente nel mondo su questi argomenti e sono abbastanza ottimista che la transizione energetica e quella dei trasporti possano velocizzarsi, guidate dalla tecnologia. È fondamentale capire il riflesso sugli investimenti e avere modelli di asset allocation che permettano di cogliere gli effetti di queste "grandi transizioni"».

FRANCESCO SANDRINI, DI AMUNDI

«È una grande sfida integrare i criteri Esg negli strumenti finanziari»



FRANCESCO SANDRINI
head of multi asset balanced,
income & real return strategies
Amundi

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Sono passati più di sei mesi dall'introduzione della Sfdr e le sfide per le società di gestione sulla sostenibilità sono continue. Fondi&Sicav ne ha discusso con **Francesco Sandrini** head of multi asset balanced, income & real return strategies di **Amundi**.

Dal punto di vista delle società del risparmio gestito, quali sono le sfide principali della sostenibilità oggi?

«La sfida più grande è collocare la propria gamma prodotti intercettando quanto più possibile un contesto regolamentare che è non solo dinamico, ma piuttosto eterogeneo. La sostenibilità viene infatti regolata in Europa dalla presenza di tre pilastri. Il primo è il regolamento (Ue) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 sull'informativa sulla sostenibilità nel settore

dei servizi finanziari, che ha poi partorito la Sfdr entrata in vigore il primo marzo scorso. In essa è contenuta la definizione di investimento sostenibile. Agli intermediari finanziari viene chiesto di classificare i propri prodotti come articolo 6, articolo 8 o articolo 9, con la finalità di creare un contesto armonizzato all'interno del quale l'Europa indica i parametri che chiariscono l'identità per ciascuna delle tipologie definite. Di fatto la direttiva non dà parametri stringenti per la classificazione di un prodotto finanziario come articolo 8 o articolo 9. Nel primo caso, si richiede, sostanzialmente, che il gestore implementi le proprie scelte di investimento tenendo in considerazione i fattori di rischio legati alla sostenibilità nella costruzione del proprio portafoglio. Nel secondo, invece, il veicolo di investimento deve avere uno scopo legato alle transizioni ambientali e sociali, che sono al centro delle riforme della Commissione europea. Il secondo pilastro è quello dei regolatori nazionali, che fanno parte del circuito dell' International organization of securities commissions tra cui rientra la Consob, cioè tutti gli enti europei che sono preposti a definire regole un po' più stringenti e coerenti con le indicazioni presenti nella direttiva 2019/2088 sull'utilizzo della terminologia di sostenibilità nei mercati nazionali di riferimento. Poi c'è un terzo pilastro, importantissimo per la collocazione dei prodotti sostenibili sui mercati locali, in cui agiscono le





Ecolabel. Si tratta di agenzie, già presenti da più di un decennio in Europa, spesso costituite da consorzi, che hanno instaurato un processo consultivo con gestori di diverse strategie con la finalità di attribuire una certificazione che giudica se un fondo raggiunge gli obiettivi di sostenibilità».

In questo contesto, non avere ancora la versione definitiva degli standard tecnici (Regulatory technical standards o Rts) per l'applicazione della Sfd è un ostacolo per i gestori?

«Noi abbiamo deciso di avvalerci di una base dati molto importante, perché è proprio nei criteri tecnici, soprattutto per i prodotti classificati come articolo 9, che dovrà essere esplicitata una serie di linee guida trasparenti e chiare anche dal punto di vista della reportistica. L'attuale mancanza di una versione definitiva degli Rts condiziona un po' i nostri tavoli di lavoro, ma non incide sul nostro impegno e sulla collaborazione con gli Ecolabel nel definire gli indicatori che possono essere ritenuti accettabili. Per quanto riguarda i parametri di sostenibilità, sul mercato sono reperibili tantissime informazioni, ma l'elemento importante è la qualità di ciò che viene messo a disposizione per asseverare gli obiettivi che il fondo si è prefisso. Su alcuni temi c'è un'ampia convergenza tra i vari provider di dati. Ad esempio, per quanto riguarda gli aspetti ambientali, l'idea di fondo è misurare per ogni titolo l'emissione totale di gas serra, per poi ottenere un risultato aggregato a livello di portafoglio, con una serie di misurazioni che non solo devono tenere conto degli Rts, ma di tutta un'altra serie di iniziative che sono in

divenire. Tra queste, la "net zero proposition", ovvero un'economia a emissioni zero che richiede criteri ancora più forti di transizione ambientale. In aggiunta, è importante sottolineare che non è solo necessario disporre di dati grezzi, ma bisogna essere in grado anche di calcolare quegli indicatori, su un arco temporale di 12 mesi, che evidenzino come un fondo di investimento opera una decarbonizzazione nelle scelte di investimento fatte che sia coerente con le indicazioni emerse da Cop21. Per quanto riguarda l'ambito sociale, invece, sono numerosi gli indicatori offerti da vari fornitori: dalla proporzione della presenza delle donne all'interno dei consigli di amministrazione, alle sperequazioni salariali. Spesso, però, queste informazioni sono legate all'autocertificazione che le aziende forniscono e quest'ultimo è forse un punto di debolezza del regolamento europeo. I dati raccolti ci permettono di valutare il processo di transizione su quei valori che dichiariamo all'interno del fondo e, contestualmente, su molti di essi facciamo un attento lavoro di materialità, ovvero cerchiamo di capire quali sono i fattori di rischio legati alla sostenibilità che sono veramente impattanti per un determinato settore. E, infine, c'è l'ambito legato alla governance, dove, anche in questo caso, le fonti cui attingere sono molteplici: dal valutare come i consigli di amministrazione sono formati a esaminare come vengono decise le politiche di delocalizzazione di alcune attività».

Dalle sue considerazioni emerge l'importanza dei dati raccolti.

«La dipendenza dai dati è elevata e quindi la loro reperibilità diventa un fattore dirimente,

soprattutto quando si ha un tessuto industriale dove esiste una forte presenza della piccola e media impresa. Per fare in modo che le società di rating esterne siano in grado di elaborare analisi approfondite sulle aziende, è fondamentale che si instauri un dialogo continuo tra le due parti, sia a livello di reportistica, sia di ingaggio. Ed è proprio su questi aspetti che le dimensioni delle aziende hanno un peso nell'essere più o meno efficienti nel fornire quanto richiesto, a volte per motivi di carattere organizzativo, culturale o per mancanza di risorse finanziarie».

All'interno di questa struttura articolata a tre livelli che definisce l'alveo cui determinati prodotti devono sottostare, come si collocano quelli di cui è direttamente responsabile?

«Abbiamo due fondi. Il primo è l'Amundi Funds Multi Asset Sustainable Future, che è classificato come articolo 9, all'interno del quale abbiamo sposato non solo la transizione ecologica, ma anche quella sociale e di governance: il suo scopo è facilitare la transizione indicata dalle direttrici Esg. Si tratta di uno strumento che, all'interno del comparto multi asset, vogliamo posizionare come prodotto all'avanguardia, sia in termini di performance, sia di sostenibilità: gli sono stati attribuiti da Morningstar cinque stelle e cinque globi. Quando noi operiamo una selezione di titoli, dal lato obbligazionario tendiamo sempre a favorire green bond o social bond o sustainable bond, mentre da quello azionario adottiamo un approccio best in class. In altre parole, in merito a quest'ultimo aspetto, utilizziamo la nostra capacità di asset manager che ha anche un proprio rating interno per creare uno scoring, che va da "A" a "G", applicato a tutti i settori globali. Una volta così classificato l'universo di investimento, operiamo scelte che escludono gli score più bassi. Questo processo è articolato in 37 criteri su cui applichiamo una profonda analisi di materialità: 21 sono specifici di settore e 16 sono invece generali, legati, ad esempio, agli Sdg delle Nazioni Unite».

Cercare però il best in class non rischia, come approccio, di escludere tutte quelle società che hanno la potenzialità di migliorare il loro livello di sostenibilità e quindi la

possibilità di offrire ritorni più elevati in termini di performance?

«L'approccio best in class, per un fondo classificato articolo 9, viene accettato da molti regolatori che chiedono una selezione dell'universo investibile fatta a priori, basandosi sulla classificazione Esg dei titoli esaminati. Proprio per cogliere l'aspetto di potenzialità delle aziende, abbiamo un altro prodotto, classificato come articolo 8, che è l'Amundi Funds Multi Asset Target Income. È un fondo che adotta un principio di esclusione meno stringente e ha un approccio finalizzato alla generazione di un flusso di reddito importante (circa il 4% all'anno). Per questa strategia, ci collochiamo a un livello leggermente inferiore dal punto di vista del rating medio di sostenibilità del portafoglio, poiché non vogliamo legarci in modo rigoroso a obiettivi di raggiungimento di una transizione ecologica e sociale. Lo abbiamo fatto perché vogliamo tenere molto più alta la possibilità di cercare valore in aziende che hanno un rating intermedio, che trattano sul mercato magari a zero premio di sostenibilità e che hanno quindi opportunità di miglioramento. Possiamo agire in questa direzione grazie all'ausilio che ci viene da un team di analisti piuttosto numeroso che si occupa, sia di ricerca fondamentale, sia di Esg, andando alla ricerca di quelle società che hanno potenzialità di intraprendere un percorso virtuoso (le chiamiamo "improver"), e interagisce direttamente con il management, mantenendo con esso un colloquio costante, con incontri trimestrali, per conoscerne gli sviluppi e facendo attività di ingaggio attivo. E abbiamo esempi tangibili che ci dimostrano che questo modus operandi, nell'arco di mesi e anni, produce risultati significativi».

Le politiche di investimento, che ha sinora descritto, quanto toccano il comparto obbligazionario, soprattutto quello dei titoli governativi?

«Per quanto riguarda la parte del credito, applichiamo le analisi che facciamo sulle singole aziende a livello azionario. Sui governativi c'è un ampio confronto a livello mondiale per trovare una modalità di rating legata alla sostenibilità. Noi ne abbiamo scelto una, lavorando in partnership con un provider esterno, che adotta un approccio molto simile a quello sinora descritto e ha la finalità di misurare i fattori Esg. Ci sono tuttavia situazioni

strutturali complesse. Le misure di politica monetaria straordinaria hanno creato un trade-off molto difficile da gestire, perché i paesi con merito creditizio più elevato sono quelli che hanno un rating di sostenibilità più alto e in tale universo troviamo gli stati europei come Francia, Germania e i Paesi nordici. Dall'altro lato ci sono invece gli emergenti, anche se con chiare differenziazioni al loro interno. Da un punto di vista gestionale questa situazione comporta che, se si vuole avere un portafoglio obbligazionario estremamente competitivo nei governativi, si ha un impatto negativo sui ritorni attesi a causa del basso livello dei rendimenti dei paesi

con rating Esg più elevato. Nello specifico, nella gestione dei due prodotti multi asset menzionati, cerchiamo di mitigare questa situazione con i titoli di obbligazioni societarie, con i green bond o utilizzando strutture che contengano l'impatto dell'esposizione ai titoli di stato. Tuttavia, parlare di sostenibilità per i titoli governativi non è semplice, perché non c'è un approccio o una metodologia condivisa che permetta di attribuire lo stesso valore, giudizio o peso ad alcuni aspetti piuttosto che ad altri, soprattutto da un punto di vista sociale. Il rischio è che ciò che in Europa non è considerato accettabile, lo possa essere negli Stati Uniti».

GILLIAN DIESEN, DI PICTET-HUMAN

«Ci concentriamo sui quei servizi che rendono la vita appagante»



GILLIAN DIESEN
product specialist
Pictet-Human



Descrivete Pictet-Human come una strategia azionaria tematica globale incentrata su servizi che aiutano gli individui ad adattarsi ai mutamenti demografici e tecnologici che hanno cambiato profondamente le loro vite. Si tratta di un'assunzione che abbraccia una sfera molto ampia legata all'essere umano. Potrebbe delinearne il perimetro?

«Facciamo un passo indietro. Abbiamo visto avvenire grandi cambiamenti nel

mondo, sia in termini demografici, sia tecnologici, che hanno influenzato e mutato il nostro modo di vivere. È successo che il tradizionale modello di vita lineare, costituito da tre livelli che sono la scuola, il lavoro e la famiglia, la pensione, non è più rappresentativo della realtà. Basti guardare ciò che è accaduto nell'ultimo anno e mezzo, durante il quale abbiamo trascorso la maggior parte del tempo in casa ricoprendo, contestualmente, diversi ruoli e, in qualche modo, rompendo gli schemi che in precedenza avevano scandito la vita di noi tutti. Il sovvertimento dei ruoli e la necessità di ricoprirli in contesti diversi è il risultato di un processo che stava già gradualmente prendendo forma e che la pandemia ha accelerato. Ciò è avvenuto per una serie di diversi fattori: l'età media della popolazione si è alzata, si fanno meno figli, le donne sono più presenti nel mondo del lavoro, le stesse imprese sono cambiate molto velocemente. La nostra vita è così diventata molto dinamica e più complicata rispetto a quella rappresentata dal modello lineare tradizionale».

Potrebbe argomentare questa sua ultima considerazione?

«La maggior parte dei bambini nati oggi può avere un'aspettativa di vita sino a 100 anni. Quindi, l'idea che si pensi di andare comodamente in pensione dopo

Può fare alcuni esempi?

Come si traduce tutto ciò in termini d'investimento?

Come è strutturato l'universo d'investimento?

traverso i viaggi, il tempo libero, le esperienze culturali. Questi sono i tre blocchi di riferimento che definiscono il nostro universo di investimento, all'interno del quale guardiamo all'industria dei servizi perché è molto flessibile e adattabile alle necessità dei consumatori. In questo ambito vengono identificate le aziende da analizzare, attraverso una ricerca capillare che si avvale di reti neurali, studi universitari, esperti dedicati, confronti con i diversi policy maker. Per rientrare all'interno del nostro universo di investimento, un'impresa deve avere la maggior parte del fatturato, degli utili o dell'enterprise value derivante dalla voce servizi e non da prodotti. È un'attività continua che ci permette di identificare in anticipo i trend e, di conseguenza, anche le società emergenti».

Per chiarire ulteriormente, in che cosa non investite?

An aerial photograph of a dense, vibrant green forest. Overlaid on the image are numerous hexagonal icons in white and teal. These icons represent various concepts related to sustainability and technology, such as electric cars, wind turbines, bar charts with upward arrows, recycling symbols, water droplets, solar panels, and industrial structures like oil rigs. The overall composition suggests a connection between nature and modern environmental science or digital monitoring systems.

media che hanno un impatto mentale avverso. E neppure nei casinò, perché possono creare dipendenza dal gioco».

Un processo di investimento complesso

«Direi sfidante. Innanzitutto eliminiamo dall'universo azionario tutto ciò che può essere considerato controverso, come l'industria delle armi, e questa è una scelta condivisa a monte in tutte le nostre strategie. Poi ricerchiamo attivamente imprese che operano nel mondo dei servizi e contribuiscono, con il loro modello di business, ad alimentare i nostri tre pilastri: learn, care ed enjoy. Da qui si redige una lista di aziende che vengono analizzate secondo un approccio bottom-up, attraverso uno scrupoloso lavoro di analisi finanziaria, usando dati che otteniamo anche da parti terze, per potere attribuire uno score Esg a ciascuna di esse. Si tratta di un processo rigoroso che applichiamo per valutare la qualità del management, il livello del servizio offerto, la qualità dell'amministrazione contabile, il rispetto della diversity nel consiglio di amministrazione. Ma non finisce qui, perché noi siamo investitori di lungo periodo e quindi agiamo come azionisti attivi, facendo engagement».

Misurate l'impatto delle vostre scelte di investimento?

«Lo facciamo con i diversi strumenti a disposizione, che sono in continua evoluzione. Si tratta di un passaggio molto importante, perché non basta parlare di filosofia di investimento, ma bisogna dimostrare concretamente i risultati raggiunti. È proprio per questa ragione che rileviamo l'esposizione del fondo agli Sdg dell'Onu, alle controversie, all'impatto ambientale. Facciamo tutto ciò con molta attenzione e periodicamente. La strategia Pictet-Human, in base alla Sfdr, è classificata come articolo 9».

In quali settori investe il fondo?

«Innanzitutto il fondo investe globalmente, a tutti i livelli, senza alcuna limitazione e là ove esistono aziende che riteniamo interessanti e che, sostanzialmente, offrono un contributo positivo

alla società. Quindi, la nostra esposizione settoriale è il risultato di questo processo. La maggior parte rientra nel perimetro dei consumi discrezionali, anche se, di fatto, le aziende selezionate mostrano caratteristiche più assimilabili ai beni di consumo di prima necessità. Esse infatti offrono servizi che sono fruibili per un lungo periodo e sono rinnovabili (la sottoscrizione a piattaforme che forniscono contenuti multimediali, piuttosto che corsi di formazione o di educazione), garantendo così, a tendere, una buona visibilità sull'evoluzione del fatturato. È un universo di riferimento di circa 2 trilioni di dollari di capitalizzazione di mercato, cui appartengono imprese con modelli di crescita tra loro diversi: da quelle molto digitali ad altre più tradizionali. Per quanto riguarda la parte learn, si possono trovare i classici corsi scolastici, piuttosto che quelli online con strumenti digitali, o servizi di collocamento. Sul versante care ci sono le case di riposo, l'assistenza sanitaria domiciliare, le piattaforme per appuntamenti e le strutture veterinarie per gli animali domestici, che vengono percepiti sempre più come membri della famiglia. Sempre in merito all'esposizione settoriale, circa il 25% è nel settore dell'health care e poi, in percentuali più contenute, nei servizi di comunicazione, nell'immobiliare e, in minima parte, anche nell'It».

Qual è il vostro stile di investimento?

«Lo definirei "growth at a reasonable price", che significa cercare società che mostrano una crescita costante degli utili al di sopra della media di mercato, escludendo quelle che hanno valutazioni molto elevate. All'interno del nostro processo di investimento le valutazioni giocano un ruolo importante, perché sono un fattore di rischio. Inoltre, nell'universo in cui operiamo, in continua crescita, ci sono molte Ipo, in particolare negli ultimi 12 mesi. Diventa quindi indispensabile avere solidi parametri di riferimento per prendere decisioni d'investimento e operare con la dovuta cautela, soprattutto nei confronti di aziende che sono nuove per il mercato. Un approccio quest'ultimo che è adottato in tutti i fondi tematici di Pictet, dove solitamente le Ipo hanno un peso contenuto nei portafogli».



«Uno sforzo corale per la transizione energetica»



ALEXIS DELADERRIÈRE
portfolio manager
Goldman Sachs Asset Management

Goldman Sachs | Asset Management

Sulle sfide che il mondo deve affrontare a causa dei cambiamenti climatici e sulle nuove soluzioni e tecnologie da adottare, Fondi & Sicav ha intervistato **Alexis Deladerrière**, portfolio manager di **Goldman Sachs Asset Management**, che riferisce sulle scelte di investimento che caratterizzano il fondo **Gs Global Environmental Impact Equity**.

Chi sono gli attori che giocheranno un ruolo chiave nel rendere sostenibile l'economia e che cosa è stato fatto finora?

«Sappiamo tutti quali sono gli obiettivi da raggiungere, conosciamo la sfida principale, che è mantenere l'aumento della temperatura a 1.5°¹, e siamo anche informati di ciò che dobbiamo fare per raggiungere il target. Il primo passo è quindi ridurre le emissioni del 50% entro il 2030²: si tratta di una sfida importante, nella quale ciascun attore all'interno del contesto economico è chiamato a fare la propria parte. Ciò vale per le imprese, i governi, i consumatori e, ovviamente, gli stessi investitori».

Potrebbe fare alcuni esempi?

«I risultati sono sotto gli occhi di tutti, come nel caso dell'Ue, che con il Green new deal

sta andando proprio in questa direzione attraverso una serie di investimenti, incentivi, tassazioni, regolamentazioni, governance, applicati, sia a livello europeo, sia dei singoli paesi membri. Altre nazioni stanno facendo lo stesso percorso e si sta assistendo a uno sforzo corale che probabilmente non è ancora sufficiente, ma dimostra sicuramente un impegno solido. Dal lato delle aziende, è necessario che alcune prassi e diversi processi vengano cambiati: occorre aumentare l'utilizzo di energia rinnovabile e diventare più "carbon neutral" nello svolgimento delle attività e nel progettare, produrre, distribuire e vendere i prodotti. In alcuni casi questi mutamenti sono già visibili grazie anche all'introduzione di nuove regole e nuove modalità di tassazione. In Europa, ad esempio, il sistema di scambio di emissioni di carbonio (carbon trading scheme) ha modificato l'operatività di molte imprese che hanno iniziato a utilizzare maggiormente le energie rinnovabili e hanno cambiato i propri impianti e macchinari alla luce dell'aumento dei costi delle loro attività inquinanti. E poi ci sono i consumatori, che sono diventati più consapevoli della propria impronta ecologica e ciò li ha portati a volere mutare e orientare il proprio modo di vivere verso una maggiore sostenibilità. Lo fanno comperando auto elettriche, le cui vendite sono aumentate in modo significativo negli ultimi due anni, perché, così facendo, hanno un impatto sull'ambiente. E una spinta arriva

anche dal loro prezzo, visto che sono diventate molto meno care: possedere un veicolo elettrico è meno costoso che averne uno a combustione e lo diventerà sempre meno grazie al progresso tecnologico futuro».

E per quanto riguarda gli investitori?

«Gli investitori giocano un ruolo decisivo all'interno di questo processo e ciò si esplicita in due modi. Il primo è ridurre i finanziamenti o non finanziare le aziende che inquinano, favorendo un coinvolgimento diretto con le società affinché adottino misure che riducano il loro contributo alla produzione di carbonio e si allineino agli accordi di Parigi, ed è ciò che Goldman Sachs Asset Management fa attivamente. Il secondo è finanziare la transizione energetica, con tutti gli strumenti a disposizione, investendo in imprese che hanno i modelli di business e la tecnologia per ridurre le emissioni di carbonio. Ed è proprio questo l'obiettivo che la strategia Gs Global Environmental Impact Equity punta a perseguire: vogliamo sostenere quelle realtà che offrono prodotti o servizi che aiutano ad adattarsi alla transizione energetica».

Occorre, però, che ci sia uno sforzo comune a livello globale affinché gli obiettivi di Parigi possano essere raggiunti e non tutti i pae-



¹ Fonte: Accordo di Parigi

² Fonte: Climate Action Tracker, a maggio 2021.

si al mondo si stanno muovendo in sincronia.

«Sì, ma gli obiettivi sono chiari a tutti e lo sforzo deve essere comune. Tutti i paesi e tutti i settori devono cambiare e adattarsi alla transizione. Nonostante lo sforzo debba essere corale, è fondamentale che ciascuno faccia la propria parte, anche se i tempi e i modi possono differire. Bisogna lavorare su ciò su cui si può avere un impatto e fare in modo che l'azione che ne deriva sia condivisa. Ciò vale sia per i governi, sia per le imprese e i consumatori. Inoltre, non va dimenticato che le nazioni che hanno firmato gli accordi di Parigi stanno approvando leggi che permettano di rispettare gli impegni presi».

Ma ci sono anche nazioni come la Cina, il paese che inquina di più al mondo...

«È vero, ma la Cina ne è consapevole: sta adottando diverse misure, sia a livello ambientale, sia sociale, ed è in prima linea per quanto riguarda la stesura di nuove politiche che vadano in questa direzione e nello sviluppare la tecnologia necessaria per portare avanti il processo di transizione. Non dimentichiamo che è il mercato più grande al mondo per le auto elettriche ed è il più importante fornitore di pannelli solari. Certo, siamo tutti dinnanzi a una grande sfida: è la rivoluzione della sostenibilità che ha le dimensioni di quella industriale e la velocità di quella digitale».

È fiducioso di ciò che potrà emergere da Cop26?

«Sono ottimista, perché il mondo sta cambiando velocemente: la questione ambientale è sentita da tutti e le reazioni in merito sono significative. Comunque, vorrei sottolineare che il mio ottimismo è dettato più dalla fiducia nello sviluppo tecnologico che dalle decisioni dei singoli governi o dalle politiche adottate da ognuno. Infatti, il nodo cruciale è fare in modo che i costi della tecnologia scendano affinché sia alla portata di tutti fare scelte che vadano verso la riduzione dell'emissione di gas serra, una decisione che deve essere presa, in primo luogo, per fare del bene a se stessi, anche pensando alle proprie tasche».

È così importante il costo della tecnologia?

«Sì, perché la discesa dei costi è stata il fattore determinante per la diffusione delle rinnovabili e delle auto elettriche: per le prime di quasi il 90% nell'ultimo decennio³, mentre per i veicoli elettrici, nei prossimi due anni, si stima che avranno un costo inferiore a quelli a combustione già dal momento della vendita. E ciò è possibile grazie alla continua innovazione tecnologica».

Come è composto il portafoglio Global Environmental Impact Equity di Goldman Sachs?

«Abbiamo analizzato in modo olistico tutte le fonti di emissione di gas serra che sono così ripartite: industria (24,2%), agricoltura, silvicoltura e uso del suolo (18,4%), trasporti (17,9%) e riscaldamento/raffreddamento di edifici (17,5%)⁴. In seconda battuta, abbiamo esaminato quali soluzioni dovrebbero essere adottate per raggiungere il target del 2030 per poi identificare cinque grandi temi: energia pulita, efficienza delle risorse, consumo sostenibile, economia circolare e sostenibilità idrica. Il portafoglio del fondo è stato disegnato intorno a queste cinque aree. Investiamo nelle rinnovabili, nelle reti intelligenti, nei veicoli elettrici, negli smart building, nella moda sostenibile, nelle tecnologie di riciclo, nei sostituti della plastica monouso, nel trattamento delle acque. Il beneficio che traiamo da questo approccio è ridurre la volatilità del fondo grazie a un portafoglio molto bilanciato e diversificato, la cui performance non è strettamente dipendente da un tema o da un settore o un titolo che la potrebbe impattare in modo significativo. Riteniamo che il nostro approc-

cio faciliti anche la scelta dell'investitore finale, che si trova così di fronte un prodotto che non è soggetto a violente variazioni».

Quindi riducete il rischio con la diversificazione per temi, settori e titoli

«Facciamo in modo che non ci sia un tema o un settore che determini in modo univoco la performance del fondo. Operiamo poi una diversificazione tra le aziende in cui investiamo: alcune hanno modelli di business stabili con ricavi ricorrenti e quindi un profilo più difensivo, altre, invece, sono società nella loro fase iniziale, quindi più volatili, con prodotti innovativi e la cui modalità operativa deve essere ancora testata. Inoltre, procediamo con la diversificazione differenziando la capitalizzazione di mercato dei titoli: da 250 milioni a oltre 250 miliardi di dollari. Viene operata anche una suddivisione a livello geografico, attualmente così strutturata: 40% Usa, 40% Europa e 20% Asia. Questo nostro approccio ci ha permesso di ottenere ottimi risultati: nel 2020⁵ il Gs Global Environmental Impact Equity Portfolio⁶ ha registrato una performance netta del 48,8%, "sovraproformando" il proprio benchmark di riferimento⁷ del 35,7% e, da inizio anno, la performance generata è del 17,5%, con una "sovraproformance" dell'1,6%⁸».

Come identificate le aziende in cui investire?

«Ricerchiamo le società attraverso un processo bottom up all'interno dei cinque temi identificati. Attualmente, ne abbiamo individuate 600 a livello globale (tre anni fa erano 500) e la notizia positiva è che continuano a crescere, perché nuove imprese con caratteristiche innovative arrivano sempre più frequentemente sul mercato. Ma attenzione, non scegliamo le aziende solo perché sono allineate ai nostri temi, bensì perché pensiamo che siano sottovalutate e offrano un significativo potenziale di rialzo. L'aspetto valutativo è molto importante perché le nuove tecnologie possono essere decisamente stimolanti, ma proprio per questo motivo possono raggiungere anche livelli di prezzo

³ Fonte: BloombergNEF – Electric Vehicle Outlook, 2020

⁴ Climate Watch, The World Resources Institute (2020)

⁵ Data di lancio del Fondo: 14/02/2020

⁶ Azioni Classe Base, Acc.

⁷ MSCI All Country World Index (Net total return, unhedged, USD)-Daily

⁸ Dati al 31 agosto 2021. Performance annualizzata netta dal lancio: 43,6% (+24,4% rispetto al proprio benchmark)



eccessivo. Bisogna allora essere molto cauti e decidere, nel momento in cui un titolo ha raggiunto il target prefissato, se ridurre l'esposizione e cercare un'altra valida alternativa nell'universo che si è definito, ponderando le opportunità che il mercato offre».

Nel campo delle energie rinnovabili, in quali comparti ritiene che ci siano le maggiori aspettative di crescita?

«Se si parla del tema dell'energia pulita, investiamo in tre aree verticali: le energie rinnovabili e la loro catena di approvvigionamento, le reti intelligenti e il carburante liquido rinnovabile (soprattutto per le forniture a quei settori per i quali il processo di elettrificazione richiederà tempi lunghi). Il segmento più avanzato è l'energia rinnovabile, che ha le maggiori opportunità di sviluppo, sia per ragioni economiche, sia per le varie politiche adottate: attualmente pesa per il 5% sulla produzione totale di energia e si stima che salirà al 30% tra 20 anni. All'interno del tema cerchiamo le imprese che rappresentano un'eccellenza e che, gra-

zie ai loro prodotti innovativi (le pale eoliche su piattaforme fluttuanti, per esempio), possono incidere sull'efficientamento del processo di produzione energetica».

Parte del vostro portafoglio investe nell'economia circolare. Può dare alcuni esempi di aree che trova interessanti?

«L'economia circolare è un tema cui prestare molta attenzione: bisogna fare di più utilizzando meno risorse. Al suo interno abbiamo articolato l'investimento in tecnologia per il riciclo e la sostituzione degli imballaggi più inquinanti. In merito a quest'ultimo aspetto, tra le aziende che producono modalità di confezionamento alternativo alla plastica sono stati identificati due segmenti: i produttori di lattine e bottiglie in alluminio e l'imballaggio che ha come base la carta. Per quanto riguarda il primo, negli ultimi due anni si è registrata una forte ripresa dell'utilizzo dell'alluminio nella realizzazione di lattine o bottiglie, perché ritenuto più sostenibile. Il secondo segmento, invece, usa diverse tipologie di cartone ed è percepito

dai consumatori come un valido sostituto alle confezioni di plastica».

Come valutate l'impatto dei vostri investimenti?

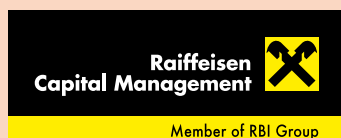
«Noi crediamo che le aziende in cui investiamo esercitino un impatto positivo, perché operano con lo scopo di ridurre le emissioni di carbonio. Quanto alla misurazione delle loro attività, non le valutiamo in termini solo di classificazione Esg, bensì prendendo in considerazione i benefici che apportano ai loro clienti. Quindi, il nostro punto di vista non è solo chiederci se i prodotti delle aziende in oggetto siano realizzati in modo sostenibile, ma se siano più sostenibili per l'ambiente rispetto alle alternative presenti. Cerchiamo di misurare l'impatto delle nostre decisioni, anche se i dati non sono sempre disponibili o completi. Proprio per queste ragioni abbiamo assunto un atteggiamento molto conservativo e deciso nel classificare il prodotto come articolo 8 della Sfdr (Sustainable finance disclosure regulation), in attesa che la normativa venga ulteriormente chiarita».

DONATO GIANNICO, DI RAIFFEISEN CAPITAL MANAGEMENT

«Un'analisi al 50% finanziaria, al 50% Esg»



DONATO GIANNICO
country head per l'Italia
Raiffeisen Capital Management



sostenibile e responsabile sia in grado di generare performance competitive rispetto al mercato. A questo proposito è interessante aggiungere alcune considerazioni, soprattutto in materia di misurazione del rischio nelle scelte di investimento Esg.

Perché misurare il rischio Esg è importante per il portafoglio?

«Il rischio Esg è un fattore aggiuntivo a quello finanziario. Quando i gestori selezionano i titoli, se utilizzano la classica metrica finanziaria, usano stime di rendimento atteso e strumenti per misurare il rischio, in base alle diverse asset class. L'integrazione dei criteri Esg nel processo di allocation comporta anche l'analisi dei fattori di rischio connessi, creando metriche che si aggiungono a quelle finanziarie».

Cosa vuole dire misurare il rischio Esg?

«Significa utilizzare un set di misurazioni che vanno tutte nella direzione di capire

se l'azienda, che si sta analizzando sotto il profilo "E", environment, "S", social e "G", governance, può andare incontro a situazioni che possono compromettere non solo l'andamento, ma anche la reputazione. Quest'ultima può essere infatti intaccata dallo scoppio di scandali, da multe comminate per la violazione di leggi o da danni provocati a terzi, il cui effetto sull'andamento del titolo può diventare dirompente. In Raiffeisen Capital Management indaghiamo sui tre criteri Esg in modo molto dettagliato, usando parametri che sono specifici del settore di appartenenza della società e produciamo una valutazione che si esprime in forma numerica: è lo score Esg. Nel caso specifico si tratta di una scala che va da uno a 100, che deve essere poi nettizzata per i valori di rischio, dove il livello minimo che permette di classificare un titolo eleggibile per un investimento Sri è 66. Questa classificazione si interfaccia poi con un'altra che è invece di carattere prettamente finanziario. Il risultato finale prodotto è

Nel numero precedente di Fondi&Sicav, **Donato Giannico**, country head per l'Italia di **Raiffeisen Capital Management** ha spiegato come l'investimento

composto per il 50% dall'analisi finanziaria e il restante 50% da quella Esg».

Ma che cosa succede se un titolo con score Esg passa da un ipotetico valore di 70 a 61?

«In base alle regole di Raiffeisen, non sarebbe più eleggibile per un portafoglio squisitamente Sri, nonostante da un punto di vista meramente finanziario possa risultare appetibile. Ovviamente, il suddetto titolo potrebbe rientrare in un portafoglio classico, non tenendo però più in considerazione lo score Esg».

E se, invece, vi trovate di fronte a un situazione opposta, cioè un titolo che in base alle vostre valutazioni Esg dimostra una tendenza in miglioramento, come vi comportate?

«Per quanto riguarda i portafogli classici Sri, la discriminante normalmente è data dal livello 66, sempre su una scala da uno a 100. Poi ci sono i portafogli di seconda generazione, che hanno in posizione titoli che mostrano un continuo miglioramento in base ai criteri Esg. Raiffeisen Capital Management ha un fondo azionario europeo con un track record di quasi sei anni, che si chiama Momentum, composto esclusivamente da questa tipologia di società. Certo c'è un minimo score Esg di riferimento per potere entrare all'interno di questo universo investibile, ma soprattutto conta dimostrare di avere fatto un miglioramento significativo in materia di sostenibilità. Quest'ultimo è un aspetto rilevante, perché ci sono evidenze empiriche che esso è fortemente correlato alla performance. I dati a nostra disposizione dimostrano che si ottiene un'outperformance, rispetto ai titoli paragonabili, se si acquista una società che ha dato prova di avere fatto progressi sui criteri Esg. All'interno di Momentum ci sono solo 50 titoli con un peso del 2% ciascuno che, sempre da questo punto di vista, hanno riportato un miglioramento del 30% negli ultimi tre anni. Devo dire che si tratta di una strategia che ci ha dato ottimi risultati e Raiffeisen è stata tra i primi asset manager a usare questo approccio».

Parliamo sempre di prodotti Sri?

«Sì, ma appunto di seconda generazione,



categoria quest'ultima all'interno della quale rientrano, ad esempio, i prodotti tematici o quelli che guardano alle energie rinnovabili. Poi, ci sono anche le strategie di seconda generazione che sono quelle dedicate a cluster di clienti, come ad esempio le istituzioni religiose, che sono gestite sempre in base ai nostri processi di investimento ma integrate in una policy che sta a monte (nel caso dei prodotti per le istituzioni cattoliche è quella della Cei), con parametri e caratteristiche specifiche».

Ritiene che sia necessario dare più peso, rispetto a ciò che avviene attualmente, ad alcune componenti Esg piuttosto che ad altre?

«Dipende dal settore e dall'azienda. Se una società appartiene al settore energetico, come quello petrolifero, la "E" e la "G" sono quelle preponderanti. Se, invece, si tratta di un'impresa legata ai servizi, avranno maggior peso la "S" e la "G", perché magari ci potrebbero essere, ad esempio nel caso di una multinazionale, vertenze sindacali aperte in 20 paesi al mondo causate da discriminazioni sul trattamento dei lavoratori. Ovviamente tutte e tre le componenti vengono sempre prese in considerazione, ma è la "G" che fa da perno, perché è quella che indica quali sono le regole che una

società si dà, le sue politiche, le modalità con cui affronta determinati temi, come si pone nei confronti degli stakeholder e degli shareholder. Prestare attenzione alla governance significa anche e soprattutto, come azionista, svolgere attività di controllo e quindi misurare i rischi che un'impresa si assume. Comporta quindi adottare un atteggiamento proattivo e declinarlo attraverso l'engagement e il diritto di voto. Il primo permette di creare opportunità di dialogo con l'azienda per capire meglio come si comporta rispetto a un determinato tema e richiede anche un'attività di monitoraggio, soprattutto nel caso venga richiesto il miglioramento di alcune attività. E poi c'è il diritto di voto, che può essere utilizzato come strumento di "moral suasion". Una società può infatti risultare interessante da un punto di vista finanziario, ma richiedere un ulteriore sforzo per migliorare la valutazione di sostenibilità allo scopo di renderla eleggibile per l'investimento. In questo caso, l'acquisto di una quota minima di azioni permette di acquisire il diritto di andare all'assemblea degli azionisti, dove è possibile orientare l'azienda con l'esercizio del voto. E non si tratta di un'operazione coercitiva, bensì è un modo per renderne più appetibile il modello di business attirando così l'interesse degli investitori».



Pensa che la definizione della tassonomia, che sarà pubblicata il prossimo luglio, possa dirimere alcuni dubbi e incertezze in merito al rischio Esg?

«Sembra che, in base a ciò che conosciamo in questo momento, si stia dando più peso alla componente “E”, poco alla “S” e in misura ancora inferiore alla “G”. Ma la governance è cruciale, come si è detto già in precedenza, perché attraverso essa si gestiscono gli aspetti legati all’ambiente e al sociale. Difficile dire come si siano determinate queste dinamiche e quale possa esserne l’evoluzione. Forse alla base c’è un problema culturale, forse ci sono anche interessi specifici che richiedono un confronto diretto. Inoltre, alcuni elementi, per la loro complessità, hanno bisogno di tempo per essere affrontati. A volte, si ha la sensazione che, se non si appartiene al settore energetico o a industrie ad alto consumo energetico, rispettare determinati parametri legati all’inquinamento ambientale non sia particolarmente complesso. Lo stesso tipo di considerazione forse non vale quando si parla degli aspetti sociali, perché diventa più difficile analizzare le condizioni di lavoro quando magari mancano contratti collettivi, una presenza sindacale e c’è il mancato rispetto della diversità di genere, politica e di orientamento sessuale. Forse occorre ancora tempo perché su questi temi venga fatta chiarezza e siano definiti i parametri con cui potersi raffrontare».

Esiste una correlazione tra i valori di rischio finanziario e quelli Esg?

«Purtroppo no, perché non c’è nell’analisi finanziaria l’attitudine a misurare il rischio in base all’asset class di riferimento. Faccio un’analogia per fare capire che cosa intendo. Se ci sono due malati, uno con la gamba rotta e l’altro con una perdita di sangue, per capire gli eventuali rischi cui ciascuno di essi potrebbe incorrere, è necessario fare due tipi di analisi diverse: per il primo una radiografia, per il secondo l’esame del sangue. In finanza si tende a utilizzare una misurazione del rischio univoca, che è la volatilità, ma quest’ultima non è il rischio, bensì solo una delle componenti e, soprattutto, non ha alcuna correlazione con il rischio Esg.

Da questa considerazione deriva che i parametri che si devono usare per misurare il rischio di un’azione dovrebbero essere diversi da quelli impiegati per un’obbligazione e, possibilmente, essere ex-ante e non ex-post. Sarebbe più facile trovare una correlazione più marcata tra analisi finanziaria e quella Esg del rischio se, analizzando ad esempio un’obbligazione, si guardasse al merito di credito, in particolare al default rate (la capacità di un emittente di restituire quanto preso a prestito). Facciamo un altro esempio. Se una società è molto indebitata, ci si trova di fronte a due rischi: il primo è che quest’ultima non possa ripagare le linee di credito, il secondo è che la sua governance sia molto debole. Un titolo con queste caratteristiche non potrà mai rientrare all’interno di una strategia Sri, perché c’è un tangibile livello di rischio-sità rilevabile ex-ante. La misurazione dei rischi Esg è tutta ex-ante, perché la possibilità dello scoppio di un’eventuale controversia deve fare sì che vadano indagate tutte quelle aree dove è più probabile che avvenga, prima che essa emerga».

Ciò che cosa ci indica?

«Il processo di transizione a una compenetrazione tra analisi finanziaria e analisi Esg è lungo e lo è ancora di più per gli asset manager di grandi dimensioni, che si trovano nella necessità di avere un universo investibile ampio, per evitare un eccesso di concentrazione all’interno dei loro portafogli. Purtroppo, le dimensioni dell’asset manager possono creare alcune distonie».

Avere un rating Esg può essere d’aiuto per un investitore, ma non è certo una garanzia, né costituisce una lettura univoca della società analizzata. Che cosa ne pensa?

«Avere un rating Esg può essere di aiuto per un investitore, ma lo è di più per il gestore. Per il primo, infatti, è più importante capire come avere scelto un titolo, piuttosto che un altro, all’interno di una strategia che abbia generato metriche di impatto. All’investitore serve riconoscere un aspetto valoriale che, ovviamente, non può essere disgiunto dal risultato offerto in termini di rendimento».

«La fiducia è il vero motore di ogni cambiamento»



FILIPPO BATTISTINI
head of business development
retail wholesale Italy
Allianz Global Investors



Quanto è importante creare e avere fiducia nella scelte che si fanno e nell'agire quotidiano? Quanto questa fiducia conta all'interno delle decisioni di investimento? **Filippo Battistini**, head of business development retail wholesale Italy di **Allianz Global Investors**, offre a Fondi&Sicav alcuni spunti di riflessione.

“Fidarsi è meglio. Per pianificare il futuro devi crederci!” Così avete intitolato il vostro incon-

tro allo scorso Salone del risparmio. Qual è il messaggio più importante che volevate fare passare?

«Il futuro ci riserva grandi sfide che non si possono affrontare se non cercando e avendo fiducia. Noi, come Allianz Global Investors, abbiamo fatto nostri due temi che si coniugano tra loro e che vogliamo che caratterizzino e identifichino la nostra attività di asset manager: l'innovazione e la sostenibilità. A essi è indissolubilmente legato il come recuperare il rapporto fiduciario con i consulenti e gli investitori finali. È stato soprattutto su quest'ultimo aspetto che si sono svolte le nostre riflessioni, perché riteniamo che la fiducia sia quel filo rosso, da cui non si può prescindere, che sottende tutte le attività e permette di guardare al futuro. Ci siamo dati quattro parole chiave che contraddistinguono e scandiscono la nostra attività: il valore, la fiducia, gli obiettivi e il tempo».

Che cosa vuole dire coniugare innovazione e sostenibilità?

«Significa, da un lato, porsi come interlocutori consolidati e affidabili sul tema della sostenibilità e noi riteniamo di esserlo, mentre, dall'altro, comporta offrire strumenti che possono consentire di investire in strategie Esg caratterizzate

da elementi di innovazione allineate agli obiettivi di sviluppo sostenibile sanciti dall'Onu. Questo tipo di approccio fonde in sé le competenze, sia di carattere tematico, sia quelle che riguardano l'Esg, e riteniamo che, vista la nostra storia e i risultati raggiunti, possiamo assumere un ruolo di leadership in questo ambito. La nostra presenza al Salone del risparmio ha sottolineato in modo vocale e visivo questo nostro impegno, dove all'interno del nostro stesso stand sono state proposte le sei soluzioni di investimento che riteniamo siano tra le più esemplificative di questo approccio: Allianz Clean Planet, Allianz Global Water, Allianz Smart Energy, Allianz Sustainable Health Evolution, Allianz Food Security e Allianz Positive Change. E ci teniamo a sottolineare che tutti questi fondi sono catalogati come articolo 9 in base al regolamento Sfd».

E perché parlare di fiducia?

«Perché sappiamo che all'interno delle strategie che proponiamo dobbiamo mantenere una coerenza tra ciò che dichiariamo e ciò che facciamo. Lo dobbiamo fare da un punto di vista deontologico e reputazionale, in qualità di investitori responsabili e nei confronti, sia dei consulenti, sia dei risparmiatori: entrambi devono avere fiducia in ciò che





noi proponiamo come soluzione di investimento. Sembrerà una banalità ribadire questo concetto ma, quando si parla di sostenibilità, i rischi di greenwashing sono molti e la cronaca lo testimonia. Adottare un metodo rigoroso di investimento sostenibile e renderlo trasparente ci permettono di rafforzare il nostro brand e avere così un vantaggio competitivo, che non può che infondere fiducia a chi guarda all'universo di Allianz Global Investors».

Avete affrontato il tema anche nella vostra conferenza

«Ne ha parlato Sergio Sorgi, fondatore di Progetica, nonché autore di molti saggi di successo. Ha sottolineato che la fiducia, insieme alla felicità, è uno di quei valori universali, di quelle cornici senza le quali il lavoro del consulente finanziario e del gestore non può essere fatto. La fiducia, per usare le parole di Sorgi, è il collante che tiene insieme individui e società e questa crisi potrebbe insegnarcelo. In un contesto attuale, post-pandemia, nonostante si stia vivendo un periodo di ripresa, quasi di rinascita sotto alcuni

punti di vista, ci si trova di fronte a quesiti molto importanti su come riuscire a impostare un rapporto di fiducia con i propri interlocutori: Allianz Global Investors nei confronti dei propri consulenti e questi ultimi, a loro volta, nei confronti degli investitori finali».

Ma come si costruisce la fiducia?

«Abbiamo provato a generare un'equazione in cui la fiducia è il risultato del valore sostenibile moltiplicato per il tempo. Passo dopo passo anche la relazione tra cliente e consulente si basa sul valore del tempo, perché la fiducia va costruita giorno per giorno. Ed è stato proprio per discutere di questa equazione che abbiamo organizzato una tavola rotonda con tre startup, con tipologie di attività completamente diverse tra loro, che si sono confrontate sul tema: Goal Based Investing Italia con Luciano Scirè, Pcup con Lorenzo Pisoni e Biova Project con Emanuela Barbano».

Perché invitare tre startup a parlare di fiducia?

«Perché la fiducia è intrinseca nello

stesso concetto di startup, nella quale si dà vita a un'attività confidando che questa possa prendere corpo e portare al raggiungimento di obiettivi futuri. Per creare un rapporto di fiducia bisogna avere una progettualità e quindi guardare avanti con spirito costruttivo e ottimista. Abbiamo presentato tre realtà, ciascuna con il proprio progetto, ma tutte improntate alla sostenibilità e all'innovazione. Si è chiesto loro di spiegarci che cosa è il tempo e quale ruolo abbia giocato nella realizzazione delle loro attività imprenditoriali. Con modalità e sfumature diverse è emerso che il tempo è un valore che non va sprecato, deve servire per realizzare dei propositi che ci facciano stare meglio con noi stessi, quindi va gestito. Il tempo è anche denaro e a volte questo aspetto ci ha condotto ad avere comportamenti non virtuosi, perché ci ha portati a pensare all'immediato, piuttosto che all'impatto delle nostre azioni e delle nostre scelte su ciò che ci circonda. Di Pcup ci ha parlato il fondatore, Lorenzo Pisoni, che ha inventato un bicchiere riciclabile al silicone, dotato di un microchip che consente di essere mappato e permette,

mentre si assapora la propria bevanda in uno dei locali convenzionati, di condividere il momento con altri amici che si trovano altrove. Emanuela Barbano, invece, ci ha raccontato di Biova Project, che ha fatto sua la missione di ridurre lo spreco alimentare, creando la birra dagli scarti del pane e Ri-Snack, snack che viene realizzato con le scorie della birrificazione; è un prodotto che è il risultato di un processo di economia circolare. Infine, la variabile tempo gioca un ruolo chiave all'interno della nostra iniziativa sul goal based investing, che ci ha insegnato che i mercati finanziari possono essere utilizzati come macchine del tempo per realizzare progetti di vita».

In merito a quest'ultimo aspetto, qual è il ruolo che gioca la fiducia?

«La fiducia è strettamente collegata alla pianificazione, alla progettualità e a individuare gli obiettivi, identificando un metodo che ne consenta la realizzazione. A parlare di questo argomento è stato appunto invitato Luciano Sciré, fondatore di Goal Based Italia, che ci sta aiutando nella realizzazione di questa iniziativa, per noi estremamente importante. Si tratta di una piattaforma di consulenza e di formazione sul tema della

pianificazione, basata sugli obiettivi, su come essi vengono definiti e quali soluzioni di investimento vi possono essere abbinate. La nostra collaborazione con Sciré ha portato alla realizzazione di un laboratorio che si propone di facilitare la relazione del consulente con il cliente, migliorando le abilità relazionali del primo e rendendo il secondo più consapevole delle sue scelte di vita. È un metodo in cui viene fatta una diagnosi dei valori prima di proporre soluzioni di investimento che siano ancorate agli aspetti emozionali, cui l'investitore attribuisce più valore. All'interno di questo modello i consulenti diventano cercatori di obiettivi e portatori di consigli, ma per fare sì che ciò sia possibile è necessario che il financial advisor abbia fiducia in se stesso per poi creare un rapporto fiduciario con il cliente. Per rendere tangibili questi concetti, abbiamo deciso di presentare alcune applicazioni pratiche, trovando così una traduzione in esperienze e metodologie concrete: dal goal based investing all'innovazione e alla sostenibilità di progetti che sono stati di fatto realizzati, come hanno testimoniato i nostri ospiti».

Come si collegano a tutto ciò le sei strategie d'investimento cui lei ha accennato?

stimento cui lei ha accennato?

«Sono strategie azionarie che, nel breve termine, possono essere soggette a periodi di volatilità, ma esplicitano il loro valore nel tempo. Si integrano bene all'interno del goal based investing, perché gli obiettivi di vita di ciascun individuo non possono essere slegati da uno sviluppo sostenibile. Sono allineati ai 17 obiettivi delle Nazioni Unite, perché vogliamo dare un contributo fattivo a compiere scelte che sono importanti per l'intero pianeta e lo dimostriamo misurando l'impatto che le nostre decisioni di investimento generano. Operiamo in modo stringente in questo senso e lo rendicontiamo. Facciamo tutto ciò perché crediamo che si debbano educare i clienti a non guardare più ai prodotti basandosi solo sui dati di track record, bensì ad avere un orizzonte più ampio, con la consapevolezza che le decisioni prese hanno un impatto sulle persone e sul pianeta».

Quindi innovazione, sostenibilità e fiducia?

«E come sarebbe possibile altrimenti pensare a un futuro se mancasse la fiducia e se venissero meno l'innovazione e la sostenibilità che ci aiutano a costruire il mondo di domani?»



Un patrimonio da difendere

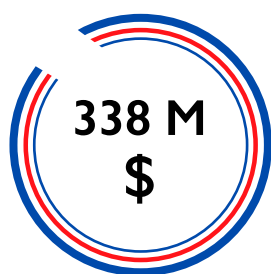
I capolavori artistici che fanno il volto del nostro mondo e tracciano l'evoluzione della nostra storia stanno virando da un ambiente fisico a uno sempre più virtuale? È un fatto che in quasi perfetta sintonia cronologica con cambiamenti sociali importanti avvengono movimenti di riformulazione della realtà che ci appartiene e che impatta fortemente la nostra storia e l'economia. Abbiamo assistito al passaggio da economie naturali a economie monetarie seguite da smaterializzazione della moneta con la creazione della banconota cartacea e la recente comparsa della criptovaluta. Negli ultimi due anni stiamo assistendo a una crescita esponenziale di crypto-asset nel mondo dell'arte, o meglio, stiamo assistendo alla creazione di arte digitalizzata e alla sua commercializzazione in criptovaluta nell'ecosistema della blockchain. In particolare tramite Nft (acronimo di Non-fungible token). Ma è lecito chiedersi da che cosa dipende questo mondo e soprattutto come è possibile muoversi senza cadere preda di facili abbagli.

IL VALORE E IL MERCATO

Una cosa è il valore dell'opera d'arte, un'altra cosa è il suo prezzo. Non facciamo confusione sul fatto che, se un bene del patrimonio artistico non è in vendita, non per questo non ha un valore, pur non avendo un prezzo. Più correttamente "non ha prezzo", ma nel senso che il suo valore è ben superiore al prezzo di mercato. Un esempio concreto: il Duomo di Firenze o anche solo la meravigliosa cupola del Brunelleschi, che ne sovrasta la Cattedrale di Santa Maria del Fiore, ancora oggi la più grande al mondo con la più ampia superficie affrescata al suo interno. Non hanno prezzo, ma hanno un valore considerevole. Appare chiaro che il suo valore non può derivare da valutazioni ottenute applicando criteri semplicemente economici o tecnici o estetico-funzionali, tanto meno per proporzioni, dimensioni e materiali utilizzati. Ma attinge al valore simbolico del patrimonio storico-artistico, alla necessità di preservarlo, di proteggerlo e quindi di non perderlo. Una sorta di goodwill artistico-culturale.

Quanto vale un'opera d'arte? Quanto vale perdere un figlio? Con un ragionamento ad absurdum perdere un'opera d'arte significa perdere quella stessa capacità di trasmissione di affetti ed emozioni, di valori, di cultura, di genetica e di progresso che si avrebbe se morisse un figlio. Il mercato delle ope-

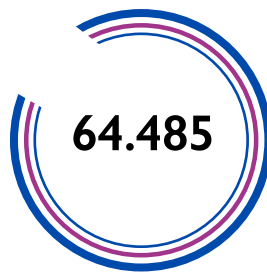




Capitalizzazione di mercato delle transazioni che coinvolgono globalmente un token non fungibile (Nft)

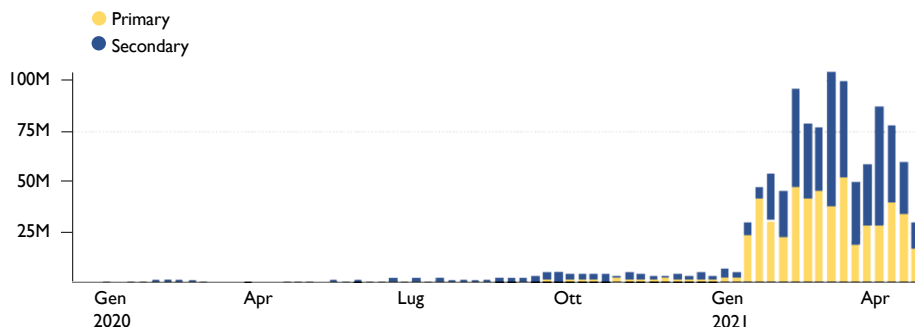


Vendite totali con un Nft nel segmento dell'arte



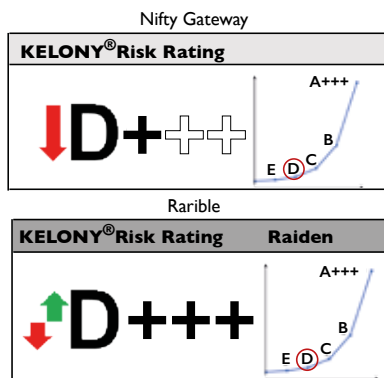
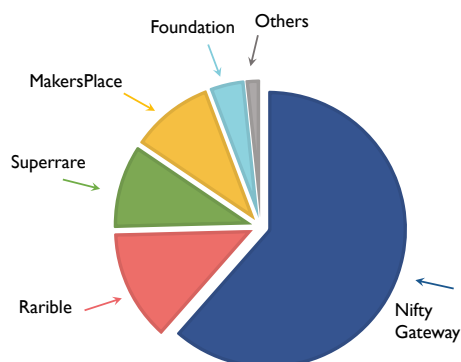
Numero di transazioni che coinvolgono Nft nel segmento dell'arte

VOLUME DI VENDITA DI NFT



Note: data only shows transactions on the Ethereum blockchain, which is used for the majority of Nft sales. data does not include transactions which take place "off chain". Source: NonFungible.com

VENDITE DI NFT PER MARKETPLACE/ PLATFORM



Ogni rating rappresentato da una curva logaritmica e da una lettera che va da A a E (dove A rappresenta il valore con meno rischio ed E quello con il maggior livello di rischio) può essere corredato da uno a tre segni positivi ed evidenzia inoltre l'outlook positivo (freccia in su), negativo (freccia in giù) o costante (due frecce).

re d'arte è stato stimato in 1.660 miliardi di dollari e movimenti transazioni annue per cifre superiori a 65 miliardi di dollari, arrivando fino a circa 100 miliardi di dollari, considerando anche quei segmenti di mercato non tracciato. Volumi di transazioni in continuo aumento dal 2019 in avanti con un balzo poderoso durante il periodo pandemico, una crescita che è stata stimata ancora in aumento, almeno fino a luglio del 2021.

DE-MATERIALIZZAZIONE

Come sempre accade, in seguito a movimenti storici, politici, filosofici e cambiamenti culturali, si sta assistendo alla cresci-

ta di una forma d'arte smaterializzata, nata come nicchia di un certo tipo di lavori artistici, ma portata alla ribalta in seguito allo sviluppo della tecnologia della blockchain e delle criptovalute. Emerge in particolare nel 2018 quando un paio di gallerie americane cominciano a esporre opere digitali associate alla tecnologia degli Nft e se ne parla sempre più spesso a causa delle cifre stratosferiche in criptovalute di vendite collegate agli Nft associati all'opera in questione battute da case d'aste note a livello mondiale per operare nell'ambito dell'arte tradizionale. Gli oggetti di queste aste infatti non sono opere fisiche, ma completamen-

te digitali. E la loro commercializzazione, da arte di nicchia fuori dagli schemi tradizionali scambiata per pochi soldi, diventa sempre più centralizzata da pochi attori, inglobata e allo stesso tempo gonfiata come in una bolla. Il termine bolla richiama speculazioni non prive di ricadute a livello economico e quindi sociale.

Kelony® si è impegnata nel trovare una soluzione al problema complesso della valutazione di quanto vale un'opera d'arte, tenuto conto anche dell'introduzione degli Nft basati sulla blockchain, alla quale si è sovrapposto un ulteriore layer aumentando il divario tra il prezzo e il suo valore, ma anche tra l'autenticità e la proprietà o la legittimità di possesso. L'Nft rappresenta il contenitore, il contenuto, il prodotto, quindi completamente accentrato su chi per primo lo emette. Se da un lato, infatti, garantisce il concetto di non riproducibilità nel mondo digitale, che è per eccellenza il luogo della riproducibilità, dall'altro mette a dura prova il diritto d'autore, poiché, imprimendo in modo univoco tali informazioni, lo fa indipendentemente dalla loro provenienza. Il rischio, quindi, è un ossimoro fatto di diverse componenti. L'Nft che dovrebbe quindi certificare un'opera d'arte potrebbe certificare un falso, un furto, una transazione non legittima. È palese, ad esempio, che non è stato l'autore dell'opera a emettere un Nft sulla Gioconda! Non mettendo per nulla in dubbio il valore artistico di una crypto art, di un certo tipo di ingegno e sensibilità, l'evoluzione di questo mondo apre la necessità di riflettere su uno scenario differente di criteri di valutazione su ciò che si sta investendo. Ovvero si aprono nuovi scenari di rischio da tenere in conto nelle decisioni e le scelte da operare in caso di investimento.

AUTENTICITÀ E PROPRIETÀ

Il mondo dell'apparenza nel quale siamo immersi permette di veicolare la fiducia verso questo tipo di investimento e verso certi canali di vendita, che siano gallerie, case d'aste o piattaforme di scambio. Abbiamo visto che gli Nft oltre a una soluzione interessante di creazione di valore, potrebbero rappresentare un rischio con la capacità di superare di gran lunga le potenzialità economico-finanziarie attese e con il pericolo di investire in modo errato su un falso o un'operazione non legittima. Come non dobbiamo confondere valore con prezzo,

occorre anche distinguere la differenza che c'è tra autenticità e proprietà. Da qui deriva una serie di scenari di protezione del patrimonio artistico e di protezione del diritto d'autore e di chi investe su un bene artistico.

Ha fatto scalpore l'incredibile vicenda del "Salvator Mundi" battuta da Christie's a New York per una cifra stratosferica, ovvero 450 milioni di dollari per l'opera di Leonardo di cui si discute ancora sulla sua autenticità. Questa volta sono stati coinvolti esperti, case d'aste, gallerie, musei, imprenditori e oligarchi in dispute feroci. L'acquirente, dopo queste mancate consacrazioni, ha rifiutato di esporlo alla grande mostra dedicata a Leonardo al Louvre e da allora più nessuno è riuscito a sapere con certezza dove si trovi l'opera di Leonardo (perdendo la straordinaria occasione di usufruire del piacere ammirativo dell'opera con il suo valore intrinseco). Al fine di ottenere una maggiore tutela per il patrimonio artistico, che sia fisico o digitale, occorre invece riallineare il trittico di chi emette un titolo di proprietà sull'opera, chi detiene l'opera materiale e chi l'ha creata.

LA SFIDA NELLA COMPLESSITÀ

Come lottare contro i falsi, contro l'esportazione o il furto di beni, come fare in modo di non ledere i vari diritti universali legati alle opere d'arte? Come lottare contro la speculazione di coloro che ingannano la fiducia degli investitori? Grande sfida che può essere vinta solo, come al tempo di Brunelleschi, inventando nuove tecniche. In particolare, sono state sviluppate da Kelony® con l'ausilio di matematica avanzata delle nuove tecniche che implicano criteri oggettivi basati su una nuova scienza, la nuova scienza del rischio. In realtà, arte e matematica sono da sempre profondamente collegate e nutrono una fruttuosa relazione storica con tutte le tipologie artistiche.

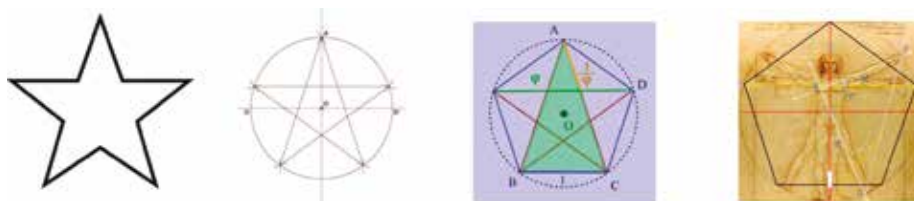
Rispetto alla protezione dell'arte, ad esempio nell'ambito del World protection forum™, sono state sviluppate modellizzazioni dei diversi scenari e sistemi di equazioni differenziali per calcolare le soglie di rischio correlate; inoltre, è stato pubblicato il Kelony® risk-rating di due piattaforme di scambio. Kelony® in qualità di independent assurance services provider, affianca l'Osservatorio nazionale anticiclaggio per

l'arte coordinato dal professor Miceli, grazie all'indice universale del risk-rating per garantire gli investimenti. Non può esistere fiducia senza controllo, soprattutto perché la fiducia non è un processo economico, tanto meno aziendale, ma soprattutto comporta un enorme impatto sociale.

Solo garantendo l'allineamento in modo scientifico e matematico di ogni componente sopra esposto (valore-prezzo-proprietà-autenticità-topologia delle transazioni) di cui il Kelony® risk-rating tiene conto, abbiamo gli elementi fondamentali per garantire un mercato sano, in cui gli investitori impiegheranno bene i propri capitali e si potranno tutelare le opere d'arte con il proprio valore intrinseco e la fiducia in esse riposta che va ben oltre il prezzo di mercato. Nel mondo dell'apparenza e del digitale, al quale tutti possono accedere e che appare quasi un simbolo di equità o uguaglianza, troviamo quindi strumenti che creano valore per pochi, in realtà, con barriere all'ingresso di comprensione del mondo digitale. L'Nft si rivela un "arteffato" del mercato dell'arte: una sovrastruttura artificiale che non garantisce maggiore tutela nell'investimento, ma che introduce un rischio di diluizione. Non perché quasi tutti possiedono un digital device il mondo digitale è più "democratico", anzi è caratterizzato da segregazioni a livello sociale e geografico. Si caratterizza da opportunità e da rischi di natura economica, ma anche tecnologica, sociale e di sovranità nazionale. Ad esempio, tra quei pochi attori del mercato dell'arte, che sia tradizionale o digitale, non compare nessun museo o galleria italiana. Strabiliante, se si pensa al patrimonio artistico che detiene l'Italia. Secondo l'Unesco anche a livello mondiale.

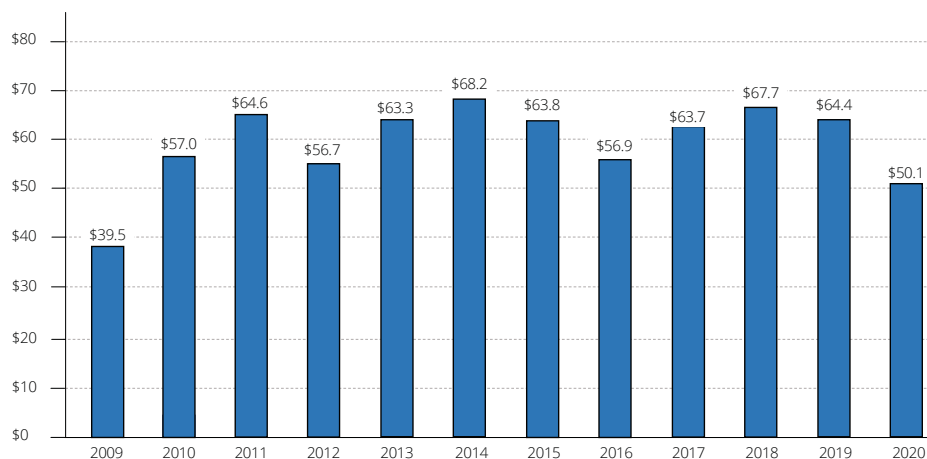
Cos'è quindi l'arte? È la nostra identità: l'arte viene forgiata nella storia, che ne determina la cultura dalla quale traiamo la nostra identità collettiva profonda. L'identità va protetta, perché determina non solo ciò che siamo adesso, ma anche il nostro futuro, cioè quelli che saremo. Non esiste quindi futuro senza tutela dell'arte, perché incrinare la sovranità che origina l'arte significa prosciugare la fonte di un'identità, che è il crogiuolo della volontà di futuro. L'investimento nell'arte digitale e non, se eseguito secondo elementi scientifici sulla solidità della decisione, è un atto di civiltà a salvaguardia di intere civiltazioni.

MATEMATICA E ARTE



$$\varphi = \frac{1 + \sqrt{5}}{2} \approx 1.61803398875$$

MERCATO GLOBALE DELL'ARTE



P&G SGR

Cartolarizzazioni di Pmi italiane contro l'inflazione

di **Boris Secciani**

L'inflazione è diventata il tema dominante in queste settimane e i dati provenienti da quasi tutto il mondo, Europa e Stati Uniti in primis, sarebbero stati semplicemente inimmaginabili fino a pochi mesi fa. A settembre l'Eurozona ha evidenziato un rialzo dei prezzi del 3,4%, il livello più elevato dal settembre del 2008, quando fu registrato +3,6%. I dati e le date non sono frutto di una coincidenza: entrambi i periodi infatti sono stati caratterizzati da forti mercati toro sulle risorse naturali. L'aspetto interessante e inquietante risiede però nel fatto che la fiammata attuale sta già diventando evidente nell'andamento del costo dei beni di consumo, mentre l'economia sembra avere raggiunto il proprio picco post-riapertura. In Germania i prezzi al consumo sono aumentati a settembre del +4,1%. Si tratta del valore più elevato da 30 anni a questa parte. Colli di bottiglia, variante delta e crisi energetica fanno temere agli investitori il possibile arrivo della stagflazione: di fronte a un simile scenario non è facile (a essere eufemistici) per le banche centrali tentare di assemblare una politica coerente.

VERSO UN ASSETTO NORMALE

Certamente le autorità monetarie vorrebbero cominciare a rientrare verso un assetto più normale, data la relativa forza dell'economia (per il momento). Di conseguenza allo stato attuale bisogna rassegnarsi ad assistere a fenomeni di volatilità lungo un po' tutto lo spettro degli asset rischiosi. In questo contesto interessante appare il parere di **Luca Pantaloni**, head of ABS/CLO management di **P&G Sgr** «Con i progressi sul piano vaccinale

e il ritorno alla normalità, si arriverà sicuramente a una sana crescita dell'economia reale, probabilmente attraverso un processo non così rapido come da molti previsto. Per delineare al meglio le future azioni delle banche centrali, è importante capire e attendere quale sarà il vero impatto delle riaperture sull'economia europea: in caso di dati di crescita ben sopra le attese, forte miglioramento della situazione pandemica e una maggiore persistenza dell'inflazione, occorrerà gestire gli effetti di un ulteriore anticipo nella revisione e riduzione del "quantitative easing". Nei prossimi mesi, anche se giustificati da dati migliori, eventuali iniziali azioni di tapering e un nuovo 'wording' di rialzi dei tassi Us potrebbero portare a momentanee fasi di "risk-off" dei mercati, sia azionari, sia del credito, con conseguenti ripercussioni anche sul secondario europeo, nonostante nel Vecchio continente le politiche siano ancora molto accomodanti».

DIFFICILE LO STATUS QUO

Il ragionamento evidenzia un punto assolutamente fondamentale, ossia il fatto che lo scenario di robusto incremento del costo della vita potrebbe accompagnarsi a una ripresa significativa dell'economia reale, il che da una parte rende meno facile per le banche centrali continuare con lo status quo e dall'altra più difficile per gli investitori capire in quale punto del ciclo davvero siamo. Tutto sommato, però, parole di ottimismo arrivano ancora da Pantaloni: «Se escludiamo, nel breve, accelerazioni nelle riduzioni degli stimoli monetari e potenziali eventi idiosincratici (ad esempio nuove varianti Covid o



LUCA PANTALONI
head of ABS/CLO management
P&G Sgr

gli effetti sui mercati europei delle turbolenze in Cina), i mercati rimarranno in una fase di risk-on, con diversi indici azionari alla ricerca di nuovi massimi, spinti da migliori prospettive di crescita e dalla continua ricerca di yield da parte degli investitori, data l'ingente liquidità disponibile».

OCCASIONI PRO-CICLICHE

In pratica, una volta neutralizzato il rischio di duration, si possono trovare diverse occasioni pro-cicliche a livello di credito corporate. Tutto sommato, non sorprendentemente in alcune nicchie dell'industria italiana il valore non sembra mancare. In particolare Pantaloni sottolinea la qualità delle emissioni cartolarizzate sui prestiti a molte Pmi nazionali: «In uno scenario di ripresa caratterizzato dalla presenza di una graduale inflazione, da fondamentali ben impostati e da sussidi nazionali/europei ancora in vigore, gli Abs offrono notevoli punti di forza. Ad esempio, è possibile investire in titoli Abs a tasso variabile, dipendenti dai flussi di cassa generati da un collaterale composto da crediti alle Pmi italiane garantiti dal Fondo centrale di garanzia. A migliorare il profilo di rischio, oltre all'elevata granularità dei crediti sottostanti, è spesso anche la presenza di una diversificazione di natura geografica (distribuzione in diverse regioni italiane) e settoriale (erogazioni ad aziende in diversi settori industriali)».

Se dunque queste imprese continuassero a essere in grado di distribuire sui clienti l'aumento dei costi, mantenendo in buona salute utili e flussi di cassa, sicuramente le occasioni per gli investitori si rivelerebbero ghiotte.

GENERALI INSURANCE ASSET MANAGEMENT

Un difficile equilibrio tra tassi in crescita e inflazione in salita

a cura di Arianna Caviglioli

L'accelerazione dell'inflazione, le aspettative sul rialzo dei tassi e la progressiva normalizzazione della politica monetaria sono alcuni dei fattori chiave che gli investitori dovranno monitorare negli ultimi mesi del 2021. **Antonio Cavarero**, responsabile investimenti di **Generali Insurance Asset Management**, analizza come impostare l'asset allocation in questo contesto e definire una giusta protezione dalle spinte inflazionistiche.

Gli investitori sono chiamati a un equilibrio tra inflazione in ripresa e tassi in possibile risalita: come gestire questo scenario?

«In un contesto in cui i tassi sono probabilmente attesi in salita, ancorché contenuta, è indispensabile limitare la duration complessiva dei portafogli, fornire il migliore livello di redditività possibile e cercare di proteggere gli investimenti dalle probabili spinte inflazionistiche. La soluzione risiede in un'adeguata allocazione attraverso diverse asset class. Nel settore obbligazionario deve essere prevista una limitata esposizione alla duration, magari utilizzando titoli corporate a cavallo tra high yield e investment grade scelti con attenzione e disciplina, associati a un basket di titoli di stato inflation linked. Nell'azionario, sfruttando le condizioni finanziarie che dovrebbero restare sufficientemente favorevoli, si può concentrare l'esposizione su quei settori che si comportano meglio in un mondo a tassi crescenti e con un maggiore livello di inflazione: parliamo quindi di titoli finanziari ed energetici, di materie prime e di azioni del settore chimico».

Vi è molta attenzione sulla possibile discontinuità nella politica monetaria: come si muoveranno le banche centrali nel dilemma tra stabilità dei prezzi e crescita economica?

«Le banche centrali hanno fatto dell'inflazione un loro obiettivo di policy: la Fed in modo esplicito, la Bce in modo indiretto, ma altrettanto chiaro. Ciò significa che, mentre da un lato assisteremo a ovvie iniziative di normalizzazione dopo i drastici interventi degli anni scorsi, la loro azione manterrà volutamente i tassi su livelli molto più contenuti rispetto a una pressione inflazionistica che, per motivi e con modalità diverse, sarà evidente per diversi trimestri a venire. La finalità, non dichiarata ma chiara, è mantenere i tassi reali, ovvero al netto dell'inflazione, su livelli negativi: ciò permetterebbe di offrire un buon supporto all'economia e, soprattutto, di facilitare la gestione del gigantesco debito pubblico e privato che si è accumulato dal 2008».

Proiettandoci verso gli ultimi mesi del 2021, come definire l'asset allocation del portafoglio?

«In uno scenario in cui non vi siano brutte sorprese sul fronte Covid e ipotizzando una graduale e contenuta riduzione del supporto monetario, il contesto dovrebbe restare nel suo complesso favorevole agli investimenti azionari, anche se l'upside si è fatto ovviamente più limitato e dipenderà dalla capacità di scelta dei settori più adeguati. I tassi sono visti in leggero rialzo, soprattutto sulle scadenze più lunghe. In generale, la diversificazione diventerà sempre più importante, aggiungendo o aumentando l'e-



ANTONIO CAVARERO
responsabile investimenti
Generali Insurance
Asset Management

sposizione non solo a geografie diverse, ma anche a fondi immobiliari o asset con profili di liquidità più bassa come il private debt».

I mercati azionari hanno registrato solidi rialzi nei mesi scorsi; come si muoveranno le valutazioni?

«Le condizioni finanziarie garantite dalla politica fiscale e monetaria continueranno a sostenere le valutazioni dell'azionario, pur storicamente già molto alte. Con questi fondamentali è difficile ipotizzare nel breve profondi e duraturi movimenti al ribasso, anche se ci saranno fasi più frequenti di volatilità cui bisogna essere pronti. I potenziali guadagni dipenderanno sempre più dalla scelta dei settori e dei temi industriali più adatti all'economia post-pandemica, una leadership che tuttavia cambierà spesso e che renderà più difficile orientare gli investimenti».

A livello settoriale, dove si presentano le maggiori opportunità?

«Nella fase attuale l'Europa ancora deve capitalizzare appieno la riapertura post-Covid con i suoi settori value in aggiunta al settore finanziario che può fare bene in un mondo a tassi crescenti. Poiché sarà un inverno teso sul fronte commodity, presterei attenzione al settore energetico e alle materie prime. Inoltre, i fondi del Recovery Plan europeo saranno destinati a spingere ancora temi quali le infrastrutture, la digitalizzazione e la transizione energetica. Infine, restano sempre validi alcuni temi innovativi che vanno dall'Artificial intelligence al MedTech e alle biotecnologie, in un'ottica di più lungo termine».

WESTERN ASSET (GRUPPO FRANKLIN TEMPLETON)

Un'Asia invecchiata che esporta capitali

a cura di Boris Secciani

Quando si parla dei problemi economici legati all'invecchiamento della popolazione si tende a concentrarsi sui paesi occidentali, includendo al massimo il Giappone. In realtà il fenomeno sta assumendo proporzioni epocali, sia per dimensioni, sia per intensità, anche nel resto dell'Asia.

RAPIDO RIBALTAMENTO

Nelle nazioni ad alto reddito dell'Asia del Nord, infatti, si sta assistendo al più rapido fenomeno di ribaltamento della piramide demografica mai visto. Tanto per dare un'idea, l'anno scorso la Corea del sud ha registrato un tasso di nascite pari a 0,84 figli per donna, il più basso mai visto in un paese membro dell'Ocse. A confronto la situazione italiana (circa 1,2 figli per donna l'anno scorso) non appare neppure così disastrosa. Anche se ci si sposta in nazioni a medio reddito, come Thailandia e Vietnam, si trovano numeri sulla natalità pessimi, ben inferiori a quelli necessari per mantenere stabile la popolazione sul lungo periodo. Queste realtà rischiano di diventare società vecchie senza essere mai diventate ricche.

PENSIONI INADEGUATE

Il problema comune per tutto il Far East, però, sia che si tratti di economie ricche e avanzate, sia di altre in via di sviluppo, è che i sistemi pensionistici sono molto ridotti e tragicamente inadeguati. Alcuni dei problemi sono riassunti con notevole chiarezza e pragmatismo da **Desmond Soon** e **Jing**

Kai Ng di **Western Asset** (gruppo **Franklin Templeton**): «Dopo il baby boom successivo alla seconda guerra mondiale, nell'Asia sviluppata i rapporti di dipendenza sono andati crescendo progressivamente. Replicando le tendenze delle economie sviluppate occidentali, la popolazione asiatica vive più a lungo e nelle aree urbane ha meno figli, a causa del costo più elevato della vita e del rapporto tra libertà personale e finanziaria associato a un numero di figli limitato o a nessun figlio. Il rapporto degli anziani dipendenti (> 65 anni) a carico di adulti in età lavorativa (approssimativamente, tra 25 e 64 anni) è pertanto aumentato costantemente. Il problema dell'invecchiamento demografico è esacerbato dall'inadeguatezza dei risparmi e dei redditi che dovrebbero sostituire le pensioni. Come ha illustrato uno studio recente dell'Ocse, in molte economie asiatiche il divario tra gli anni stimati dell'età pensionistica e la longevità pensionistica espresso in anni è eccezionalmente ampio».

SCENARIO NON POSITIVO

Un'Asia dove si fanno pochissimi bambini, dunque, dove la speranza di vita è molto elevata e dove la spesa pubblica è molto contenuta: tutto ciò sicuramente non concorre a creare uno scenario positivo per la crescita futura. Il fenomeno probabilmente avrà una portata enorme sui flussi finanziari globali futuri. Un Far East ricco, anziano e per così dire giapponesizzato probabilmente diventerà un gigantesco esportatore di capitali



DESMOND SOON
Western Asset
(gruppo Franklin Templeton)

verso parti del mondo più vivaci e dai maggiori margini di crescita. Il fenomeno, peraltro, è già evidente se si osserva il comportamento di istituzionali e privati nelle due nazioni probabilmente più avanzate dell'area, Corea e Taiwan.

RENDIMENTI PIÙ ELEVATI

Non a caso Desmond Soon e Jing Kai Ng, di Western Asset, mettono ancora in evidenza una serie di conseguenze che questo andamento demografico potrebbe portare: «Un periodo prolungato di rendimenti domestici più bassi esenti da rischio in Asia dovrebbe portare a un graduale cambiamento comportamentale tra investitori privati e istituzionali, con il risultato di un aumento dell'allocazione in asset esteri in cerca di rendimenti più elevati (ad esempio a Taiwan e in Corea del Sud). Questi deflussi di capitale da economie con alti tassi di risparmi aiuterebbero il riciclaggio delle eccedenze delle partite correnti, in considerazione della debolezza degli investimenti domestici e delle limitate prospettive di crescita. In uno scenario ottimista, ciò impedirebbe una forza eccessiva dei cambi asiatici e porterebbe a rendimenti di lungo termine più elevati per i pensionati». Dunque non si parla di un fenomeno necessariamente negativo in sé per il mondo. Certamente, però, l'esito della battaglia per andare a intercettare la crescente ricchezza finanziaria asiatica probabilmente determinerà una buona parte della dispersione dei rendimenti degli asset globali nel medio-lungo periodo.

Il valore della literacy

di Fabrizio Pirolli * e Pier Tommaso Trastulli **



Nel 2007 è stato pubblicato uno studio sull'educazione finanziaria a cura di Ambrosetti House¹ che offriva una sintesi efficace dei principali trend in corso, la cui attualità si conferma a distanza di quasi 15 anni. Le principali conclusioni che si possono trarre sono:

1. la responsabilità sulle scelte finanziarie si sta gradualmente spostando dalle istituzioni ai cittadini;
2. assistiamo a un sistematico cambiamento delle dinamiche di natura socio-demografica (aumento della vita media, riduzione delle nascite, polarizzazione della ricchezza, divario sociale) e di natura comportamentale (incremento del livello di indebitamento, eccesso di liquidità, il cosiddetto "shortermismo");
3. il grado di cultura finanziaria della popolazione non appare sempre adeguato alla crescente complessità e all'accelerazione dei tempi.

RITARDI E MANCANZE

Il rapporto di Ambrosetti House descriveva, all'epoca, una serie di ritardi e mancanze, tra cui l'assenza di una strategia Paese sul tema dell'educazione finanziaria, relegando così l'Italia tra le nazioni europee più arretrate e meno attrezzate in questo senso. Le nostre istituzioni e alcuni appassionati economisti negli ultimi 15 anni hanno saputo reagire e colmare concretamente quelle mancanze, sancendo una stretta cooperazione tra settore pubblico e privato per la realizzazione di numerose iniziative concrete all'interno di una strategia nazionale², come, ad esempio, il "Mese dell'educazione finanziaria" (Ottobre Edufin, giunto ormai alla quarta edizione). Queste azioni, per quanto potessero apparire inizialmente frammentarie, risultano oggi sempre più sinergiche e omogenee.

I progetti, sotto l'attenta guida del Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria, hanno visto la collaborazione di economisti, psicologi, sociologi e pedagogisti e l'attenzione è stata naturalmente rivolta ai modelli d'insegnamento e di apprendimento. Sono evidenti le differenze di approccio, di stile e di linguaggio a seconda che le iniziative vengano pro-

* Esperto di formazione bancaria ed assicurativa.

** Consulente finanziario iscritto all'Albo.

Il presente scritto è frutto di letture, studi e confronti tra gli autori. Il risultato impegna esclusivamente i medesimi, senza coinvolgere né rappresentare le aziende per cui lavorano.



FABRIZIO PIROLLI
esperto di formazione bancaria
e assicurativa

poste a un pubblico adulto piuttosto che a giovani studenti. E, d'altronde, non potrebbe essere diversamente.

SOLUZIONI CREATIVE

Sono altresì interessanti le soluzioni creative all'interno di alcune "cornici" che consentono una sperimentazione attiva di nuovi contesti e abilità o addirittura la messa in atto, attraverso l'esperienza concreta, di situazioni o eventi la cui realizzazione è sempre più possibile grazie alla tecnologia e le tecniche di gamification ed edutainment. Un esempio su tutti: il Museo del risparmio Intesa Sanpaolo di Torino che nasce (citiamo testualmente dal sito web³) «... dall'idea di creare un luogo unico, innovativo, divertente dedicato alle famiglie, agli adulti e ai bambini. Uno spazio in cui sia possibile avvicinarsi ai concetti di risparmio e investimento con linguaggio chiaro e semplice, al fine di migliorare il proprio livello di alfabetizzazione finanziaria».

Tuttavia il processo di crescita dell'educazione finanziaria risente ancora oggi di un incremento lento, graduale e, nonostante gli sforzi e gli investimenti, il livello culturale finanziario dell'italiano medio non ha ancora raggiunto un rango che possa definirsi adeguato⁴ e probabilmente resta non ancora in linea con gli standard internazionali, almeno per quanto riguarda i paesi di prima fascia (G20). Come sostiene **Angelo Baglioni**, docente all'**Università Cattolica**, «risulta più facile trasmettere una serie di nozioni, mentre è certamente più difficile e complesso influenzare i comportamenti, come la propensione al risparmio o l'attenzione alla previdenza integrativa»⁵. Ed è indubbio che un processo educativo si debba consolidare nel tempo attraverso la sedimentazione di pratiche che possano

rappresentare un patrimonio esperienziale individuale, poi comune, infine condiviso.

GRUPPI CIRCOSCRITTI

Occorre invece sottolineare che la maggior parte delle iniziative in corso è quasi sempre appannaggio di gruppi circoscritti e/o coinvolti all'interno di specifici progetti rispetto all'orientamento di massa e al livello di attenzione che la materia richiederebbe per una più veloce diffusione o per lo sviluppo di un livello di consapevolezza superiore⁶. Il processo di "alfabetizzazione finanziaria" viene specificato meglio dal termine inglese "literacy" che lo definisce, in chiave economico-finanziaria, come «l'insieme di competenze che utilizzano le capacità di identificare, comprendere, interpretare, creare, comunicare e computare utilizzando materiale scritto derivante da vari contesti. La literacy identifica un apprendimento continuo negli individui quando tendono ai loro traguardi, allo sviluppo della loro conoscenza e delle loro potenzialità e alla piena partecipazione alla vita delle comunità e delle società»⁷. Alfabetizzare significa perciò elevare il livello di conoscenza dei principi economico-finanziari di base, sensibilizzare gli individui verso comportamenti e atteggiamenti virtuosi per la gestione dei propri risparmi e, in buona sostanza, creare maggiore consapevolezza nelle decisioni da prendere, sia di tipo personale (evitare inganni o truffe), sia di tipo collettivo, informando i cittadini su riforme che vanno incontro agli interessi collettivi⁸.

SFRUTTARE TUTTI I CANALI

La ricerca ha dimostrato, infatti, che un efficiente processo di educazione finanziaria favorisce benefici non solo sul piano individuale, ma anche su quello politico-sociale: una più elevata comprensione collettiva dei meccanismi economico-finanziari di base influisce sulla possibilità di introdurre riforme politiche ed economiche migliori e più sostenibili⁹. Alla luce di quest'ultima considerazione diviene centrale, all'interno di una strategia nazionale, sfruttare tecnicamente tutti quei canali che, affiancandosi ai processi educativi propriamente detti, favoriscano nel tempo l'instaurarsi di una vera e propria cultura finanziaria di massa. Questa riflessione ricorda una nota affermazione di **Stewart Brand**, innovatore e visionario della Silicon Valley: «Molte persone provano a cambiare la natura degli esseri umani, ma è



PIER TOMMASO TRASTULLI
consulente finanziario
iscritto all'Albo

davvero una perdita di tempo. Non puoi mutare la natura degli esseri umani: ciò che puoi fare è cambiare gli strumenti che usano, cambiare le tecniche. Allora cambierai la civiltà»¹⁰. Per lo sviluppo di una cultura di massa, scrive il sociologo **Luciano Gallino**, «i prodotti, i servizi, le opportunità, i consumi sono (rectius: "dovrebbero essere") potenzialmente fruibili dall'intera collettività», specificando che «nella società detta di massa una sempre più ampia porzione di popolazione ha (rectius "avrebbe") facoltà di partecipare alla vita collettiva: sociale, politica e culturale». Senza spingerci oltre nell'analisi delle relazioni e delle diverse interpretazioni sociologiche che studiano il rapporto tra cultura, comunicazione e massa (intesa come pubblico o collettività sociale), se analizziamo gli strumenti ovvero i canali (le tecniche) che potrebbero favorire lo sviluppo e la crescita di una cultura finanziaria di massa, la maggior parte di essi risulta oggi inadeguata o parzialmente efficace. È ciò che faremo nella prossima parte di questo lavoro.

¹ http://www.feduf.it/assets/allegati/080107_Rapporto-Finale_integrato.pdf;

² <http://www.quellocheconta.gov.it/chi-siamo/strategia-nazionale/>

³ <https://www.museodelrisparmio.it/idea-diffondere-educazione-finanziaria/>

⁴ <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0588/index.html>

⁵⁻⁶ https://www.assbb.it/wp-content/uploads/2019/06/OM2_2019_online.pdf

⁷ https://www.treccani.it/magazine/lingua_italiana/articoli/scritto_e_parlato/literacy.html

⁸ <https://www.linkiesta.it/2020/10/educazione-finanziaria-italia/>

⁹ http://www.quellocheconta.gov.it/export/sites/sitepef/modules/quaderni_ricerca/Working-Paper-Financial-education-affects-financial-knowledge-and-downstream-behaviors-April_2020.pdf
http://www.quellocheconta.gov.it/export/sites/sitepef/modules/quaderni_ricerca/Quaderno-di-ricerca_n12.pdf

¹⁰ Stewart Brand, *Il lungo presente. Tempo e responsabilità*, Mattioli 1885, 2008 (in Alessandro Baricco, *The Game*, Einaudi 2019).

I mille volti dell'arte

di Giuseppe Riccardi



I mille volti dell'arte: creare custodire, tramandare. Questo il tema al quale **Federica Bossi** e **Andrea Orsi** di **Banca Generali Private**, con la collaborazione di Fondi&Sicav, hanno dedicato due serate per i loro ospiti nella splendida cornice di Palazzo Visconti a Milano. Arte dai mille volti e da tutti i punti di vista con il contributo di collezionisti, fiscalisti, notai, art advisor, curatori.

Un'attenta e dettagliata panoramica di tutto ciò cui un collezionista o una persona che investe in arte deve prestare attenzione. In entrambe le serate si è partiti dai collezionisti, **Giuseppe Iannaccone** e **Roberto Spada**, che hanno raccontato che cosa li abbia spinti a diventare collezionisti, coinvolgendo la platea con numerosi aneddoti e riuscendo a trasmettere emozioni e passione. Non in secondo piano, come illustrato da **Sharon Hecker**, storica dell'arte, la necessità di dotarsi di adeguati strumenti per potere scegliere un pezzo artistico, analizzando l'importanza di una buona guida per districarsi tra autentiche, esami strumentali e tutto ciò che dovrebbe essere fatto prima di una scelta di acquisto. **Clarice Pecori Giraldi** ha raccontato la necessità di essere guidati anche nell'eventualità di lasciti pubblici, portando un caso concreto di una donazione di importanti opere alla Galleria del Novecento che ha seguito in prima persona.

Si è poi passati agli aspetti fiscali e successori con gli interventi del notaio **Gianluca Gonzales** e degli avvocati **Giuseppe Calabi** e **Alessandro Montinari**, che hanno affrontato con molta chiarezza aspetti di solito meno considerati, ma di assoluta importanza, come per esempio le modalità per pianificare un passaggio generazionale di pezzi d'arte o di intere collezioni.

Italo Carli di Generali Arte e **Alessandro Guerrini** di Art Defender hanno illustrato la molteplicità di servizi che le loro relative realtà sono in grado di offrire a chi decide di investire in arte o di creare e custodire e proteggere una collezione o di pensare a una pianificazione di passaggio tra generazioni della stessa. **Giuseppe Frangi**, erede di Casa Testori, ha descritto la complessità e il fascino della gestione di una eredità importante come quella dello zio che però vive attraverso la sua Fondazione. Nel durante molto apprezzati anche gli interventi di **Rischa Paterlini** e di **Elisabetta Pagella**, che hanno presentato le loro pubblicazioni su **Claudia Gianferrari**, collezionista e mecenate, alla quale era dedicata la serata.

«Obiettivo è continuare l'idea base data dall'inquietudine di Testori: una collezione è legata al momento psicologico del momento, ogni fase della vita aveva una sua opera d'arte»

GIUSEPPE FRANGI

«Avevo 27 anni, la tensione nell'affrontare una professione che in quel momento mi sembrava più grande di me, la ho vinta con l'arte»

GIUSEPPE IANNACCONE

«Ogni collezionista dovrebbe ponderare, anche dal punto di vista legale, le scelte sul futuro della propria collezione»

GIUSEPPE CALABI

«Una due diligence storico-artistica è fondamentale, sia nell'acquisto, sia nel passaggio generazionale di un'opera d'arte»

SHARON HECKER

«Millennial: i nuovi collezionisti. Molto curiosi, si informano e acquistano su internet. Avranno bisogno di nuovi servizi ad hoc»

ALESSANDRO GUERRINI

«Le complicazioni, dal punto di vista fiscale, sorgono quando alla passione si sostituisce un intento speculativo»

ALESSANDRO MONTINARI

«È opportuno pensare per tempo al destino delle collezioni e utilizzare gli strumenti appropriati»

GIANLUCA GONZALES

«Non si può sapere tutto. Anche nell'arte la consulenza è imprescindibile»

CLARICE PECORI GIRALDI

«Anche nell'arte è importante fornire una consulenza competente e professionale, senza dimenticare l'importanza della tecnologia»

ITALO CARLI

«Come ogni collezionista fatico a scegliere un pezzo preferito, ogni pezzo ha una sua storia»

ROBERTO SPADA



Un'importante sentenza del Tribunale di Milano

di Valeria Barbaresi (Zitiello Associati)

Il Tribunale di Milano, Sez. Impr., con sentenza del 15 febbraio 2021, stabilisce un importante precedente su due temi relativi alla responsabilità da prospetto: il termine di prescrizione e i criteri per la quantificazione danno. La vicenda ebbe inizio quando un emittente lanciò nel 2011 un primo aumento di capitale per 450 milioni. A dicembre dello stesso anno fu proposto un nuovo aumento per 750 milioni. Un mese dopo, l'importo dell'aumento, poi eseguito, fu alzato a 1.100 milioni.

Il Tribunale ha accertato che l'emittente

era al corrente fin dall'inizio che la prima ricapitalizzazione non sarebbe stata sufficiente ad adeguare le riserve che sapeva sottostimate. I dati forniti al mercato con le relazioni finanziarie precedenti al primo aumento erano quindi falsi e gli azionisti-investitori che lo avevano sottoscritto avevano in sostanza versato fondi a copertura di perdite e non conferito capitale di rischio.

PRESCRIZIONE IN CINQUE ANNI

La responsabilità da prospetto si prescrive in cinque anni dalla data di publi-

cazione del prospetto, salvo che l'investitore provi di avere scoperto la falsità delle informazioni entro i due anni precedenti l'esercizio dell'azione. La questione interpretativa posta dall'art. 94, comma 11, del TUF e affrontata dal Tribunale riguarda la relazione tra i due termini. Chiarito che si tratta di termini di prescrizione e non di decadenza, il Tribunale in prima battuta osserva che mentre il giorno da cui inizia a decorrere il termine di cinque anni è fisso partendo dalla pubblicazione del prospetto, il giorno di decorrenza del termine di due anni è variabile e soggetto alla prova della scoperta. Il Tribunale quindi si chiede se l'azione debba ritenersi prescritta quando il termine di due anni scade prima che siano trascorsi i cinque anni dalla pubblicazione del prospetto.

La risposta è stata negativa. Se la scoperta avviene dopo che sono trascorsi cinque anni dalla pubblicazione del prospetto l'effetto è che il termine di prescrizione si allunga e l'azione può essere esercitata anche dopo i cinque anni dalla pubblicazione. Se i due anni dalla scoperta scadono prima che siano trascorsi i cinque anni l'azione non è prescritta fino alla scadenza del quinto anno dalla pubblicazione del prospetto. Ogni altra interpretazione, chiarisce il Tribunale, sarebbe irragionevole.

IL PREZZO SI GONFIA

Il prezzo dei titoli si forma sul mercato sulla base delle informazioni disponibili: quando le informazioni forniscono





una rappresentazione dell'emittente più rosea di quella reale, il prezzo si gonfia e, specularmente, si sgonfia quando è scoperta la verità. L'investitore ingannato subisce quindi un danno che deriva dall'aver pagato di più un titolo che valeva meno. Il risarcimento, semplificando, coincide con la parte "gonfiata" del prezzo. Ciò vale in generale per la responsabilità da inesatte informazioni al mercato. La responsabilità da prospetto, che ne costituisce una sottospecie, presenta una particolarità valorizzata dal Tribunale: l'investimento andato male non è frutto di una trattativa tra privati sul mercato, ma origina dall'adesione dell'investitore, sollecitato all'investimento dall'emittente tramite il prospetto, a una specifica operazione di aumento di capitale. Su questa premessa, il Tribunale sposta l'attenzione dall'effetto delle false informazioni sul

prezzo alla loro incidenza sulle scelte di investimento e conclude che quando è provato, come nel caso di specie, che, in assenza di false informazioni gli investitori non avrebbero investito, il risarcimento deve essere pieno, come se i titoli non fossero mai entrati nel patrimonio dell'investitore. Per essere pieno il risarcimento deve quindi comprendere l'intera minusvalenza subita, pari alla differenza tra capitale investito e prezzo di rivendita delle azioni in perdita.

SE IL MERCATO È NEGATIVO

D'altro canto, però, l'emittente, spiega il Tribunale, non può essere chiamato a rispondere del calo del prezzo causato dal generale andamento negativo di mercato. Per determinare questo andamento negativo il Tribunale effettua una valutazione equitativa, prendendo a riferimento la diminuzione media del valore

delle azioni degli emittenti dello stesso comparto, nel caso in sentenza il -30%. A questo punto viene considerato che l'investitore ingannato avrebbe investito la stessa somma in altri titoli dello stesso comparto subendo almeno una perdita del 30%. La percentuale è così applicata in riduzione al capitale investito (prima minusvalenza) e il risultato è sottratto alla differenza tra prezzo di acquisto e prezzo di rivendita (seconda minusvalenza). Il metodo elaborato viene battezzato "criterio della differenza delle minusvalenze".

Resta da vedere se questo indirizzo interpretativo si consoliderà. Infatti, confrontando la sentenza con altre pronunce in materia emerge che, da un lato, i giudici tendono a preferire alle consulenze tecniche criteri equitativi, dall'altro, che non vi è uniformità nella loro applicazione.

Non abbiamo un altro pianeta



www.investiresostenibile.it



Raiffeisen
Capital Management



Member of RBI Group

CONSULENTI & RETI



«Il consulente finanziario del Crédit Agricole è un professionista dipendente della Banca. Questa caratteristica consente ai nostri advisor di mantenere, sia la libertà gestionale di un imprenditore, sia i benefici dell'appartenenza a un'importante e solida istituzione internazionale.

Il nostro professionista è parte integrante dell'istituto. Questo fatto gli consente una maggiore opportunità di interazione con tutte le strutture del gruppo»

ROBERTO ORLANDI
responsabile del canale
consulenti finanziari
Crédit Agricole Italia

VALERIO BOTTAZZOLI
responsabile della direzione retail
e crescita del gruppo bancario
Crédit Agricole Italia

ROBERTO ORLANDI
responsabile del canale consulenti finanziari
Crédit Agricole Italia

VALERIO BOTTAZZOLI
responsabile della direzione retail e crescita
del gruppo bancario
Crédit Agricole Italia

CONSULENTI &
RETI

«Una consulenza orientata ai bisogni»

a cura di **Alessandro Secciani**

Il gruppo **Crédit Agricole**, che ha oggi una rilevante presenza anche in Italia dopo l'acquisizione di Cariparma, FriulAdria e Credito Valtellinese, ha costituito la sua rete di consulenti finanziari circa cinque anni fa e oggi con 300 professionisti, 14 responsabili di mercato e oltre 4 miliardi di asset gestiti rappresenta una presenza di notevole livello sul mercato. E soprattutto con programmi di espansione di non poco conto, sostenuti dalle grandi disponibilità della banca capogruppo.

Fondi&Sicav ne ha parlato con **Valerio Bottazzoli**, responsabile della direzione retail e crescita del gruppo bancario Crédit Agricole Italia, e **Roberto Orlandi**, responsabile del canale consulenti finanziari del gruppo.

Siete una rete relativamente giovane: come vi siete sviluppati nel corso dei circa cinque anni della vostra attività? Quali elementi vi hanno caratterizzati rispetto alla concorrenza?

Valerio Bottazzoli: «Il Gruppo Crédit Agricole in Italia, con Amundi, è il primo asset manager europeo per masse gestite e tra i primi 10 gruppi a livello mondiale, quindi da sempre focalizza la sua strategia sulla centralità del cliente e sulla gestione del risparmio. Quello dei consulenti finanziari è un canale specialistico, collocato all'interno di una banca internazionale e nato per sviluppare un nuovo modello di servizio personalizzato. I nostri professionisti interpretano i bisogni del cliente, offrendogli un servizio di consulenza dedicato e accompagnandolo nelle decisioni più significative della sua vita, personale e lavorativa. Eccellenza del servizio, professionalità, digitalizzazione e trasparenza sono tra gli elementi distintivi dei nostri consulenti. Questi ultimi hanno fatto sì che la struttura crescesse rapidamente nel corso degli anni. La campagna di recruiting si è concentrata su figure professionali esterne con comprovata esperienza in ambito finanziario, oltre che su un processo di inserimento dall'interno. Oggi la quota di assunzioni dall'esterno ha raggiunto il 70%, grazie all'attrattività del modello».

Quali sono i vostri principali obiettivi di sviluppo, sia nel reclutamento, sia come masse gestite?

Roberto Orlandi: «Stiamo lavorando

Roberto Orlandi



per raggiungere in breve tempo il nostro obiettivo: costruire una rete che conti 500 consulenti, capace di presidiare in maniera adeguata e capillare il territorio. Per farlo sarà imprescindibile integrare nel nostro processo di crescita la struttura del Credito Valtellinese, che adotterà il modello distributivo del Gruppo Crédit Agricole Italia e svilupperà i mercati in Valtellina e in Sicilia. Questo potenziamento della rete ha l'ambizione di arrivare a gestire masse per 10 miliardi di euro, una cifra che raddoppia gli attuali livelli di asset gestiti».

Voi siete forse l'unica rete che remunera i propri consulenti con uno stipendio fisso: come mai questa scelta? Si è dimostrata vincente? Nel recruitment è un elemento che attira l'attenzione dei professionisti? La parte variabile della remunerazione di un consulente in un portafoglio medio quale percentuale rappresenta?

Valerio Bottazzoli: «Come avete anticipato nella domanda, il consulente finanziario del Crédit Agricole è un professionista dipendente della banca. Questa caratteristica consente ai nostri advisor di mantenere, sia la libertà gestionale di un imprenditore, sia i benefici dell'ap-

partenenza a un'importante e solida istituzione internazionale. Il nostro professionista è parte integrante dell'istituto. Questo fatto gli consente una maggiore opportunità di interazione con tutte le strutture del gruppo, per offrire una

consulenza ampia e integrata che va dalla copertura fiduciaria, al passaggio generazionale, dalla consulenza in ambito creditizio, per arrivare a tutti i servizi legati al mondo degli imprenditori. Il gruppo bancario costruisce, inoltre, percorsi di crescita trasversali all'interno delle proprie strutture, per garantire possibilità di sviluppo professionale, legate alle attitudini e alle ambizioni dei dipendenti».

Quali altri elementi si dimostrano vincenti per attirare nuovi consulenti nella vostra struttura?

Roberto Orlandi: «Sicuramente il brand Crédit Agricole, la sua storica presenza in Italia e l'internazionalità sono tra le motivazioni che hanno portato molti colleghi a iniziare con noi questa professione. Da un punto di vista consulenziale, hanno indubbiamente inciso l'offerta multimanager, l'alto livello di digitalizzazione e il grado di vicinanza alla clientela, che vede i nostri consulenti operare senza vincoli territoriali. Altri elementi per noi distintivi sono: l'alto livello di formazione, affidata anche a docenti esterni, e lo sviluppo di una rapidità decisionale, che ci permette di abbreviare i tempi di risposta al cliente».

Come siete usciti dal Covid? Quali cambiamenti questo terribile

Valerio Bottazzoli



Due manager sotto la lente

Roberto Orlandi

Nato a Bologna, si è laureato in scienze economiche all'Università di Bologna con specializzazione in Economia degli intermediari finanziari. Ha iniziato il percorso lavorativo in Bper nel 1997 in qualità di analista presso l'ufficio gestioni patrimoni, per poi passare a Intesa San Paolo come private. Dopo una parentesi di qualche anno come socio fondatore di una sim locale presente sul territorio emiliano, nel 2010 è arrivato in Crédit Agricole come responsabile mercato private Emilia per poi divenire nel febbraio del 2020 responsabile del canale consulenti finanziari del gruppo.

Valerio Bottazzoli

Nato a Monza e residente a Parma, ha frequentato la facoltà di Giurisprudenza di Bergamo e la Sda Bocconi school of management. Ha iniziato la sua carriera nel 1989 in Bipop Carire alla guida della filiale di Sarnico fino a divenire responsabile retail and private area manager. Dopo un'esperienza in Banca di Roma dal 2005 al 2007 come local manager e deputy retail and private manager, è passato in Unicredit Group come responsabile retail commercial manager direzione commerciale avendo a suo riporto più di 205 filiali e più di 1.400 risorse. Nel 2009 ha ricoperto il ruolo di organizzazione Pmo Ceo Banca sempre in Unicredit.

È entrato in Cariparma nel 2010 prima con il ruolo di capo regione Nord Ovest e Liguria e nel 2012 è stato promosso responsabile canale retail di Banca Friuladria-Gruppo Cariparma. Nel 2015 è diventato responsabile del progetto consulenti finanziari e nel marzo 2017 ha ricoperto il ruolo di responsabile della direzione private banking. Attualmente è responsabile della direzione retail e crescita del gruppo bancario Crédit Agricole Italia all'interno della quale è presente il canale dei consulenti finanziari.





periodo ha portato nella vostra struttura e nel vostro modo di operare? Quanto ha contato la tecnologia?

Roberto Orlandi: «Il canale dei consulenti finanziari si è sempre caratterizzato per l'alto livello di utilizzo degli strumenti digitali nella relazione con i clienti; quanto accaduto ha certamente accelerato questo processo di digitalizzazione e di interazione a distanza. A oggi, possiamo vantare importanti e solide numeriche per quanto riguarda le operazioni concluse a distanza; abbiamo inoltre sviluppato una modalità di offerta fuori sede interamente digitale, in modo da permettere ai nostri consulenti di concludere tutte le

operazioni bancarie direttamente a casa del cliente».

Che cosa offrite di particolare al cliente imprenditore, un target che sta diventando sempre più importate per tutte le reti di collocamento?

Roberto Orlandi: «Il nostro modello di servizio non prevede una segmentazione per importo di portafoglio: la nostra consulenza è orientata verso i bisogni e i comportamenti della clientela, per garantire le soluzioni più adatte, prescindendo dai patrimoni dei clienti. Il catalogo prodotti e servizi a disposizione dei consulenti in ambito investimenti è quello tipico delle strut-

ture di private banking, che ci permette di offrire un alto livello di personalizzazione del servizio. I nostri gestori si avvalgono del supporto di figure di advisory, che li affiancano nella preparazione e nell'analisi dei portafogli, così come nella formulazione di proposte di asset allocation o riasset. Sono altresì assistiti da figure con elevata preparazione nell'ambito previdenziale e nel passaggio generazionale. Molto importanti, come già detto, sono le sinergie che si possono sviluppare all'interno della banca e del gruppo, in particolare con il mondo affari e imprese, che ci permettono di supportare gli imprenditori nella crescita delle loro aziende, attraverso professionisti dedicati in grado di identificare le migliori opportunità in ambito credito, leasing, factoring o esigenze di M&A».

Proponete private asset? Avete in portafoglio Eltif o Fia?

Roberto Orlandi: «Gli Eltif e i Fia sono prodotti all'occorrenza a disposizione dei nostri gestori; per la loro particolarità, vengono allocati all'interno dei portafogli con percentuali massime prestabilite. In questo periodo, ad esempio, abbiamo in collocamento un Eltif specializzato nel segmento dell'alimentare. Per quanto riguarda i prodotti Fia sono presenti nell'offerta assicurativa di Crédit Agricole Vita e nelle due tipologie di prodotto la gestione è affidata direttamente ai gestori di Amundi, società di risparmio gestito del nostro gruppo».

Puntate sui giovani da avviare a questa professione o cercate esclusivamente professionisti esperti?

Valerio Bottazzoli: «Noi puntiamo sulla qualità, sulla voglia di essere distintivi e di eccellere nella relazione con i nostri clienti. Queste caratteristiche contraddistinguono, sia i nostri giovani collaboratori che si affacciano alla professione, sia i nostri professionisti più esperti. Prestiamo grande attenzione a quanto accade sul mercato e riteniamo la diversità e l'inclusione un valore. Questo fatto spiega perché il nostro recruiting guarda anche alle best practice al di fuori dal gruppo, che ci permettono una crescita costante e organica. In particolare il recruiting al femminile ci arricchisce nelle competenze e negli stili gestionali».



CONSULENTI &
RETI

Ancora pochi, ma molto interessanti

di Alessandro Secciani



Eltif e Fia sono fondi costruiti per incanalare il risparmio nelle piccole e medie imprese. Caratterizzati da illiquidità e un livello di rischio necessariamente alto, sono riservati a un pubblico di investitori privati e istituzionali dotato di ampi capitali. Finora hanno riscosso un interesse un po' inferiore alle aspettative, ma alcune società di grandi dimensioni li stanno proponendo alla loro clientela e stanno traendo interessanti risultati. Ecco tre esperienze italiane significative

Quasi tutte le reti di distribuzione di prodotti finanziari ritengono che sia di grande importanza fornire alla loro clientela private investimenti privati illiquidi basati sull'economia reale. Questa strategia viene considerata, in uno dei periodi più difficili della storia per il mercato obbligazionario, una delle poche alternative capaci di portare quei rendimenti che il reddito fisso non è più in grado di fornire. In effetti le piccole e medie imprese in cerca di capitali, sia sotto forma di private debt, sia nella versione private equity sono in grado di dare sul lungo periodo performance molto interessante, anche se il grado di rischio è necessariamente più alto.

E proprio per fornire uno strumento a questo tipo di risparmiatore, sono stati creati gli Eltif e i Fia. I primi, European Long-Term Investment Funds (fondi di investimento europei a lungo termine) sono fondi chiusi che investono prevalentemente su titoli europei di aziende non quotate o presenti su listini riservati alle piccole e piccolissime capitalizzazioni. In realtà, questo strumento, che potrebbe avere un impatto estremamente interessante sull'economia reale, per il momento non ha avuto un enorme successo. «Ai fondi d'investimento europei a lungo termine, costruiti per incanalare maggiori risorse verso l'illiquido rendendo l'investimento disponibile a un gruppo più ampio di risparmiatori, finora è mancata la scintilla», afferma **Assogestioni**. «Il regolamento Eltif è entrato in vigore nel dicembre 2015. Da allora, sono pochi gli Eltif lanciati con successo dai gestori di fondi. A livello europeo, Efama certifica che ne sono stati istituiti circa 28, con masse in gestione mediamente inferiori a 2 miliardi di euro. Numeri che attestano come il re-

golamento Eltif non abbia ancora raggiunto l'obiettivo di stimolare gli investimenti europei a lungo termine nell'economia reale. Ciononostante, Assogestioni ritiene che il regime Eltif, se adeguatamente adattato, possa diventare un potente strumento per raggiungere alcuni degli obiettivi fissati a livello europeo dal progetto dell'Unione dei mercati dei capitali (la cosiddetta Cmu) e rappresentare un veicolo attraente per gli investitori in un contesto di tassi di interesse bassi o negativi, destinato a perdurare nel medio-lungo termine».

Non molto dissimili i Fondi di investimento alternativi (Fia), strumenti di risparmio gestito che puntano su titoli non quotati, e che consentono così una quasi totale decorrelazione con i mercati. Chiaramente anche in questo caso il livello di rischio è alto e l'investitore deve essere consapevole che utilizzando questa formula blocca una parte dei suoi investimenti per un ampio numero di anni.

Questi due prodotti finanziari, dopo alcuni anni di presenza sui mercati, come rilevato da Assogestioni, non hanno avuto un altissimo numero di consensi, nonostante molte reti puntino in maniera sempre più decisa a collegare l'economia reale con il risparmio. In generale sono stati offerti soprattutto da grandi strutture di distribuzione e rappresentano ancora uno strumento non particolarmente conosciuto. A parlarne su questo numero di Fondi&Sicav sono tre manager di alcune delle più importanti e avanzate realtà finanziarie italiane: **Alessio Bucco** responsabile Investment center per il Polo del private banking di **Credem** e **Banca Euromobiliare**, **Marco Bernardi**, vicedirettore generale di **Banca Generali** e **Gianluca La Calce**, responsabile marketing e sviluppo offerta di **Fideuram-Intesa Sanpaolo Private Banking**.

Si parla molto di Eltif e Fia. Li proponete anche voi alla vostra clientela? Quali sono i motivi di maggiore interesse per questi prodotti?

Alessio Bucco (Credem): «Negli ultimi tempi abbiamo riscontrato un crescente interesse, anche da parte degli investitori non professionali, verso quei fondi che investono prevalentemente nei cosiddetti private asset, ossia in attività non quotate sui

mercati finanziari (aziende private, immobili, infrastrutture, crediti), in grado di assicurare livelli di rendimento interessanti a fronte di una ridotta volatilità, nonché di fornire un contributo allo sviluppo dell'economia reale. Dall'altro lato, la mission alla base della costituzione del Polo del private banking del Gruppo Credem ha reso indispensabile un salto di qualità negli strumenti a disposizione dei nostri banker. A questo proposito il Gruppo ha strutturato una business line dedicata agli investimenti alternativi in ottica di specializzazione che non si vuole limitare a sfruttare le competenze interne, ma conta di allargare il proprio perimetro anche attraverso la collaborazione con partner specializzati esterni, valutando anche deleghe di gestione. Parliamo quindi di strumenti che consideriamo attentamente, ma che sappiamo che non sono adatti a tutti. Entrando più nello specifico, abbiamo chiuso con successo, appena prima dell'estate, il collocamento del fondo EltifPlus, un Eltif Pir alternativo istituito e gestito da Credem Private Equity Sgr, la società interna al Gruppo Credem specializzata sui private asset e che già in passato ha collocato tre fondi di private equity e venture capital».

Marco Bernardi (Banca Generali): «Come Banca Generali siamo stati tra



MARCO BERNARDI
vicedirettore generale
Banca Generali

«Strumenti come Fia ed Eltif coniugano un doppio vantaggio: da un lato consentono di tenersi al riparo dalla volatilità dei mercati, dall'altro offrono accesso a quel premio di illiquidità che è generalmente superiore ai ritorni medi dell'investimento obbligazionario»

MARCO BERNARDI





ALESSIO BUCCO
responsabile Investment center
per il Polo del private banking
Credem e Banca Euromobiliare

«Crediamo che il maggiore valore aggiunto all'interno della nostra offerta sia la filiera integrata che consente lo scouting sulle società non quotate effettuato direttamente da Credem Private Equity Sgr, anche attraverso le segnalazioni provenienti dalle reti commerciali del gruppo, che presentano una capillare distribuzione sul territorio italiano»

ALESSIO BUCCO

i primi in Italia a credere nel mondo dei capitali privati, un segmento di mercato caratterizzato da un rapporto rischio-rendimento decisamente interessante anche per un tipo di clientela come la nostra. Già nel giugno 2020, quindi subito dopo la prima fase acuta della pandemia, abbiamo presentato al mercato BG4Real, il nostro progetto pensato per creare un vero e proprio ponte che metta in collegamento il risparmio privato con l'economia reale. A oggi, BG4Real è costituito da due soluzioni di investimento, un Fia e un Eltif, che abbiamo costruito su misura lavorando in partnership con la Sgr italiana 8a+ Investimenti. Si tratta di due soluzioni che focalizzano la propria attenzione su Pmi dalla forte capacità innovativa e in fase di "scale up", attive in settori come fintech, agrifood, cybersecurity, intelligenza artificiale e big data: tutti segmenti di mercato ad alta crescita potenziale nel medio-lungo periodo. L'interesse per questo tipo di soluzione è da ricercare in una moltitudine di fattori. La prima è da ricondurre all'attuale situazione dei mercati. L'appiattimento della curva dei tassi ha di fatto reso poco attrattivo l'investimento obbligazionario creando una situazione con cui devono fare i conti tutti gli investitori, ma in particolar modo quelli italiani che storicamente hanno nei bond la componente preponderante dei loro portafogli. In questo senso, occorre ricercare soluzioni alternative che consentano di ampliare le maglie della diversificazione e della ricerca di rendimento. Strumenti come Fia ed Eltif coniugano un doppio vantaggio: da un lato consentono di tenersi al

riparo dalla volatilità dei mercati, dall'altro offrono accesso a quel premio di illiquidità che è generalmente superiore ai ritorni medi dell'investimento obbligazionario. Infine, le recenti novità normative e gli interessanti sgravi fiscali associati a Fia ed Eltif rappresentano un ulteriore richiamo verso questo tipo di soluzioni».

Gianluca La Calce (Fideuram Intesa Sanpaolo): «Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking da tempo opera sul segmento degli investitori alternativi legati all'economia reale; riteniamo che questa sia un'asset class necessaria nella costruzione dei portafogli della clientela private come fonte di diversificazione importante del valore non altrimenti accessibile in un contesto di bassi tassi di interesse e di crescita contenuta più polarizzata su specifiche aree/settori. Stiamo assistendo a una maggiore diffusione di queste soluzioni, anche grazie all'evoluzione della regolamentazione. Rimangono comunque prodotti sofisticati per costruzione, soprattutto nella selezione e nella due diligence delle aziende ammissibili nel deal flow, e per comprensione del loro funzionamento da parte dei clienti».

Chi sono i clienti che li acquistano?

Alessio Bucco (Credem): «Si tratta di quella fascia di clientela che, avendone le possibilità, vuole migliorare la diversificazione e il rapporto rischio/rendimento del proprio portafoglio. Infatti, come dicevamo, si tratta di soluzioni destinate prevalentemente alla clientela professionale, ma an-





GIANLUCA LA CALCE
responsabile marketing
e sviluppo offerta
Fideuram-Intesa Sanpaolo
Private Banking

«Stiamo assistendo a una maggiore diffusione di queste soluzioni anche grazie all'evoluzione della regolamentazione. Rimangono comunque prodotti sofisticati per costruzione, soprattutto nella selezione e nella due diligence delle aziende ammissibili nel deal flow, e per comprensione del loro funzionamento da parte dei clienti»

GIANLUCA LA CALCE

che a quella al dettaglio, purché disponga di un'esperienza elevata, un profilo di rischio adeguato e intenda investire su un orizzonte temporale di lungo termine. Se entriamo nello specifico della normativa di riferimento dell'Eltif, viene indicato nel 10% il limite di concentrazione massima nel patrimonio di clienti con patrimoni inferiore ai 500mila euro al netto delle garanzie. È una forma di tutela per l'investitore che punta sugli investimenti illiquidi. Il nostro approccio consulenziale ci porta comunque a consigliare l'esposizione massima del 10% anche ai clienti con patrimoni superiori a 500 mila euro. È una percentuale di private asset nel portafoglio che reputiamo corretta».

Marco Bernardi (Banca Generali):
«Sia il Fia che l'Eltif attualmente in nostra



distribuzione presentano una soglia di ingresso piuttosto contenuta se commisurata al fatto che parliamo di strumenti illiquidi (100 mila euro per il Fia e 10 mila euro per l'Eltif). Ciononostante, i nostri private banker e wealth advisor li stanno proponendo esclusivamente a clienti che possono permettersi un grado molto ampio di diversificazione dei propri investimenti, soprattutto in relazione al portafoglio complessivo, che deve tenere conto di una corretta esposizione verso il nostro Paese».

Gianluca La Calce (Fideuram Intesa Sanpaolo): «Date le peculiarità di queste soluzioni, che sono l'orizzonte temporale di investimento medio-lungo, la scarsa liquidabilità e le modalità di messa al lavoro del capitale, ci rivolgiamo a clien-

ti che possono scambiare tempo per un premio di permanenza, che abbiano una opportuna conoscenza ed esperienza di questi strumenti e la cui patrimonializzazione consenta di mantenere investita in modo strutturale una componente a 8/10 anni. Se poi dalle strutture più diversificate per strategie (private debt, private equity, infrastrutture) e mercato, ci si sposta su soluzioni più high conviction, su una specifica strategia magari in forma di co-investimenti, allora il target di clientela diventa ancora più vicino agli Hnwi e ai family office».

C'è una preferenza da parte dei vostri clienti per i Fia o per gli Eltif?

Alessio Bucco (Credem): «Per

quanto riguarda la nostra esperienza diretta non riscontriamo particolare preferenza per una struttura o per l'altra. La focalizzazione è più indirizzata alle strategie sottostanti degli investimenti e alle eventuali agevolazioni (ad esempio, fiscali) o ai vincoli che gli strumenti portano con sé (soglie di ingresso, barriere all'uscita, orizzonte di investimento). «Di certo l'introduzione nella direttiva Mifid di una definizione "armonizzata" di investitore semiprofessionale amplierebbe il target market potenziale per questi prodotti. Si tratterebbe, in sostanza, di una categoria di investitori che, pur non essendo qualificabili (o non avendo acconsentito espressamente a essere qualificati) come professionali, sono titolari di un rilevante patrimonio finanziario e, proprio per questo motivo, si prestano a essere supportati nelle proprie decisioni di investimento ai fini della sottoscrizione di prodotti riservati».

Marco Bernardi (Banca Generali):

«Attualmente tra le due soluzioni quella che sta riscontrando il maggior livello di interesse è il Fia. Il motivo è da ricercare prevalentemente nell'azione del fondo che, dal suo lancio a oggi, ha già partecipato nell'aumento di capitale di primarie realtà industriali italiane come, ad esempio, Treedom, Inxpect, Datrix e Webidoo. La possibilità di riconoscersi in operazioni di sviluppo di aziende italiane d'eccellenza è sicuramente una leva in più, che spinge i clienti a ricercare questo tipo di soluzioni».

Gianluca La Calce (Fideuram Intesa Sanpaolo): «Abbiamo in portafoglio entrambe le forme tecniche: la differenza è regolamentare e riguarda la politica di investimento e gli attivi ammissibili come sottostante. A oggi abbiamo sicuramente privilegiato l'utilizzo dei Fia che hanno fornito maggiore flessibilità nella costruzione delle proposte».

Che cosa caratterizza i vostri prodotti, rispetto a quelli venduti dalla concorrenza?

Alessio Bucco (Credem): «Crediamo che il maggiore valore aggiunto all'interno della nostra offerta sia la filiera integrata che consente lo scouting sulle società non quotate effettuato direttamente da Credem Private Equity Sgr, anche attraverso le segnalazioni provenienti dalle reti commerciali del gruppo, che presentano una capillare distribuzione sul territorio italiano, nel caso che vengano in contatto con società considerate potenzialmente interessanti e ben gestite. In queste operazioni sfruttiamo il forte know how del Gruppo nella selezione del credito: Credem, infatti, è uno degli istituti bancari con minori non performing loans (Npl ratio 2020 pari al 2,9%, contro una media italiana del 5,4%), grazie alla consolidata capacità di selezionare aziende affidabili come testimoniato dai coefficienti patrimoniali del gruppo ai vertici del sistema».

Marco Bernardi (Banca Generali): «Lavorando con 8a+ Investimenti

Sgr siamo riusciti a dare vita a due soluzioni che rappresentano un unicum sul mercato. Sia il Fia, sia l'Eltif che collochiamo sono infatti caratterizzati da un approccio multi asset, multi gestore e con una composizione di portafoglio che rispecchia quella dei portafogli tipici degli italiani. La componente obbligazionaria risulta preponderante (70% nel Fia e addirittura 80% nell'Eltif) mentre quella azionaria ricerca il rendimento investendo in operazioni di private equity, finanziamenti diretti alle Pmi italiane in fase di "scale up" e in società quotate all'Aim di Piazza Affari. La vera innovazione risiede però nelle modalità di selezione delle Pmi sulle quali investire. Queste, infatti, sono guidate dall'ecosistema proprietario sviluppato dalla Banca che, attraverso una serie di accordi a livello italiano e internazionale, monitora costantemente i principali trend e cambiamenti su scala globale. La partnership con alcuni tra i principali fondi di venture capital rappresenta la base di partenza per l'individuazione di aziende con quattro-cinque anni di vita che hanno bisogno di capitale per scalare il business a livello internazionale. Il Polihub del Politecnico di Milano e il Cdi del Politecnico di Parigi supportano invece la fase di due diligence tecnica sulle aziende. L'accordo con Reply Breed serve invece per individuare le aziende target nel segmento dell'innovazione. Infine, dalla collaborazione con Intermondo scaturiscono le opportunità dal segmento delle Pmi italiane quotate».

Gianluca La Calce (Fideuram Intesa Sanpaolo): «Abbiamo un approccio aperto a varie soluzioni di asset manager terzi e sviluppate internamente, sempre con un'attenta valutazione della qualità messa in campo. I prodotti che abbiamo proposto tramite la nostra piattaforma Fideuram Alternative Investment Funds, in collaborazione con importanti player sul mercato dei private markets, sono unici nell'idea e nella loro realizzazione, che avviene tramite team di specialisti. Avere iniziato a operare su questi mercati 15 anni fa ha consentito una crescita graduale della conoscenza, della competenza, sia dei team di strutturazione, sia dei gestori della relazione con i clienti».



Per chi ama confrontarsi e innovare

a cura di Pinuccia Parini

Dopo la presentazione del progetto Planet, sul numero di settembre, Fondi & Sicav ha deciso di chiedere ad **Antonella Ferrara** di parlare non solo della sua attività come strategic corporate advisor, ma di presentare le iniziative legate alla sostenibilità in cui lei è coinvolta in prima persona.

Può descrivere il suo percorso professionale?

«Nei 25 anni della mia carriera ho svolto diversi incarichi in importanti agenzie specializzate nel settore Mice (meeting, incentive, convention, events). Si tratta di un lavoro che permette di organizzare eventi nei posti più incredibili del mondo ma, soprattutto, di entrare nelle famose “stanze dei bottoni delle aziende”, là dove si decide quale messaggio fare arrivare al mercato. In questa attività ho sviluppato una profonda conoscenza delle nuove esigenze di comunicazione, anche in ambito Csr, delle più importanti aziende italiane. Negli ultimi nove anni ho scelto di essere una battitrice libera, diventando un’advisor strategica per le aziende che decidono di avvalersi delle mie competenze. Mi sono specializzata nell’intercettare opportunità e sinergie inesplorate tra il mondo corporate e quello della sostenibilità, oltre che della cultura e dell’arte, tra loro intrinsecamente connesse. Non è stato un compito facile perché, allora, parlare di sostenibilità non generava grande seguito. Le ragioni sono molteplici, visto che il tema non era comunque nuovo, ma c’era una generalizzata inconsapevolezza di quanto stesse accadendo al pianeta. C’erano settori merceologici, come la moda, che ritenevano non fosse necessario parlare di sostenibilità. L’industria dell’abbigliamento è tuttora tra quelle più inquinanti ma, a quei tempi, si preferiva non affrontare l’argomento celandosi dietro una lista di altre priorità. Oggi, come è noto, la sensibilità del settore in materia è cambiata in modo sostanziale».

Che cosa è mutato, secondo la sua esperienza, nel rapporto con la sostenibilità?

«Ci sono indubbiamente più informazione e più coscienza sulla necessità di salvaguardare il pianeta e collaborare affinché ognuno faccia la sua parte, sia come singoli cittadini, sia come imprese. Nel mio ruolo mi piace dire di essere a disposizio-



ne di tutti coloro che amano confrontarsi e innovare utilizzando strumenti che danno nuove consapevolezze».

Quali sono quelle che lei chiama “le nuove consapevolezze nel mondo degli eventi”?

«Il momento storico attuale ha concesso agli addetti ai lavori del mondo degli eventi, e a coloro che se ne occupano all'interno delle aziende, un tempo prezioso per riflettere e riprogrammare progetti e format che non possono più ignorare le vere necessità del pianeta e la sua sostenibilità. C'è finalmente la cognizione che la sostenibilità è un elemento di vantaggio competitivo, soprattutto per le aziende. Inoltre, è aumentata la consapevolezza di quanto sia importante il ruolo degli stakeholder, ovviamente dipendenti compresi, sui temi della sostenibilità, allo scopo di rendere l'impresa più forte e pronta ad affrontare il futuro. C'è anche una nuova importante tendenza, che io sostengo da tanto: riutilizzare il materiale prodotto per gli eventi (video, interventi di relatori importanti, allestimenti) anche per attività aperte al pubblico e, soprattutto, alle scuole. Anche le location per eventi andrebbero sensibilizzate di più rispetto a questi nuovi modi di utilizzare gli spazi. Esistono progetti straordinari che attendono di essere “accesi” e che possono concretamente diventare strumenti e occasioni di incontro (live o a distanza) per più comunità valoriali».

Quindi la sostenibilità va raccontata?

«La sostenibilità va raccontata e sostenuta. Essa crea motivo di incontro e spesso di celebrazione, diventando così fonte di sostegno per l'azienda che organizza eventi. Ma questi ultimi devono rendere fruibili i contenuti che presentano e metterli a disposizione di tutti coloro che ne possono trarre un beneficio concreto per acquisire le nuove consapevolezze. Io credo che non si sia più in un tempo in cui gli eventi sono fini a se stessi, ma devono diventare veicolo di un messaggio da diffondere. Proprio per questa ragione, ritengo che la nuova sfida, per chi fa il mio lavoro, sia innovare il modo di strutturare il proprio progetto e fare in modo che diventi un'occasione per informare, sensibilizzare ed educare. In questa emergenza globale, credo che ciascuno di noi possa dare un contributo alla società e io l'ho declinato all'interno della mia attività. Ognuno può dare il suo apporto a questa grande emergenza globale».

La sua presenza sulle pagine di Fondi&Sicav ha di fatto questa finalità, che abbiamo condiviso con lei, di raccontare una serie di storie di sostenibilità. Di che cosa si tratta?

«Sostanzialmente di presentare alcuni progetti, farli conoscere e fare sì che le esperienze narrate siano materiale di spunto e di riflessione. È una vetrina del-

la sostenibilità aperta a tutti coloro che vogliono aiutare un progetto a partire. In sostanza, esiste l'importanza ai giorni nostri che ciò che è sostenuto idealmente trovi poi una concretizzazione. Le modalità con cui declinare tutto ciò sono diverse, ma l'obiettivo è fare conoscere storie di sostenibilità che offrano un esempio tangibile di come ciascuno di noi possa dare il proprio contributo per un futuro che sia rispettoso dell'ambiente e degli esseri viventi che lo abitano. Questi progetti hanno bisogno di visibilità, ma anche di sostegno, in particolare da parte delle aziende».

Quali sono i progetti più importanti sui quali sta lavorando attualmente?

«Sto collaborando con l'agenzia Contrasto al progetto Planet, che fa parlare i millennial guidati dal filosofo ambientalista Telmo Pievani e che si occupa di sostenibilità attraverso la fotografia e le nuove generazioni (rif. Fondi & Sicav n.137). In occasione di Precop26, è stato finalizzato anche Faces4Climate, un progetto fotografico molto impattante che vuole portare i volti dei ragazzi di Fridays4Future nelle più importanti piazze italiane. Insieme a Meteo Expert, al gruppo Pleiadi e al meteorologo Andrea Giuliani, stiamo seguendo per il terzo anno il progetto “Odiamo gli Sprechi” di Eon Energia, destinato alle scuole di tutto il territorio italiano e ai docenti che mai come in questo momento devono “imparare a insegnare la sostenibilità”. Insieme ad Anemotech, società del grande gruppo Ecoprogram, sto seguendo il progetto “Planisfero”, che ambisce a migliorare l'aria in tutte le scuole italiane sostituendo i vecchi planisferi con i nuovi pannelli su tessuto theBreath®, che è in grado di assorbire aria inquinata per poi rimetterla in circolo pulita e purificata. Negli anni ho sviluppato diversi format adattabili a più necessità di comunicazione, che ho poi messo a disposizione di diverse aziende che hanno scelto di impegnarsi in campagne di comunicazione mirate a sensibilizzare soprattutto le nuove generazioni. Credo molto nei format di evento nell'evento, cioè creare un evento ad hoc all'interno del palinsesto di un grande evento istituzionale. Ma di questo si parlerà sulle prossime pagine di Fondi & Sicav».



WORLD
PROTECTION
FORUM™

FORUM WORLD

SIAMO TUTTI **DIVERSI**
ABBIAMO **TUTTI** IN COMUNE
LO STESSO **FUTURO**

*Il World Protection Forum™ è il
luogo dove si plasma e si
modella il Futuro in termini di
Umanità, Pianeta, Economia e
finanza durevole, Cultura e
Tecnologia.*

26 NOVEMBRE 2021

Teatro Ariston di Sanremo



Les Risk Days



ROSKINTEL

Empowered by



Richieste di Adesione a: inside@wp.fo



ALLIANZ THEMATICA:

IDENTIFICARE I MOTORI DELLA CRESCITA DEL FUTURO

Viviamo in un mondo in costante evoluzione, molti trend stanno trasformando la nostra vita.



Artificial
Intelligence



Pet
Economy



Infrastructure



Digital
Life



Health
Tech



Next
Generation
Energy



Clean
Water &
Land

Partecipa attivamente ai megatrend di crescita futuri con un'unica soluzione di investimento.
Sempre un passo avanti con Allianz Thematica.

it.allianzgi.com

Morningstar Rating™



Classificazione SFDR*:

Articolo 8

Scopri di più



Value. Shared.

Morningstar Fund Rating a luglio 2021 relativi al fondo Allianz Thematica classe A – EUR, classe autorizzata alla commercializzazione in Italia. Una graduatoria, un rating o un premio ottenuti non sono indicativi dell'andamento dei rendimenti futuri e sono soggetti a variazioni nel tempo.
* Categoria SFDR EU: <https://regulatory.allianzgi.com/it-IT/B2C/Italy-IT/funds/mutual-funds> -Informazione sulla categoria valida alla data di pubblicazione del documento. La decisione di investire nel fondo dovrebbe tenere conto di tutti i suoi obiettivi e le sue caratteristiche descritte nel relativo prospetto e kiid.

L'investimento implica dei rischi. Il valore di un investimento e il reddito che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del rimborso, l'investitore potrebbe non ricevere l'importo originariamente investito. Allianz Thematica è un comparto di Allianz Global Investors Fund SICAV, società d'investimento a capitale variabile di tipo aperto costituita ai sensi del diritto lussemburghese. Il valore delle classi di azioni del Comparto è soggetto ad una volatilità elevata. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Le classi del comparto disponibili per la commercializzazione in Italia sono AT (USD) (LU1917777945); AT (EUR) (LU1981791327); A (EUR) (LU1479563717). Le spese correnti annue stimate per le suddette classi del comparto sono 1,98% A EUR, 1,96% per le classi AT EUR e AT USD. Il prospetto, i documenti istitutivi, gli ultimi rendiconti contabili e il documento delle Informazioni chiave per gli investitori in Italiano, nonché le commissioni ed i prezzi giornalieri delle azioni di ciascuna classe di ogni comparto sono disponibili gratuitamente sul sito www.allianzgifondi.it. La società di gestione può decidere di porre fine alle disposizioni adottate per la commercializzazione dei suoi organismi di investimento collettivo in conformità alla regolamentazione applicabile in materia di denotifica. Il presente documento è una comunicazione di marketing emessa da Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.it, una società di gestione a responsabilità limitata di diritto tedesco, con sede legale in Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francoforte sul Meno, iscritta al Registro Commerciale presso la Corte di Francoforte sul Meno col numero HRB 9340, autorizzata dalla BaFin (www.bafin.de). Per informazioni in inglese sulla Sintesi dei diritti degli investitori (www.regulatory.allianzgi.com). Allianz Global Investors GmbH ha stabilito una succursale in Italia, Allianz Global Investors GmbH, Succursale in Italia, via Durini 1 - 20122 Milano, soggetta alla vigilanza delle competenti Autorità italiane e tedesche in conformità alla normativa comunitaria.
Ottobre 2021, Seguito AdMaster 1195260.

Annuncio pubblicitario destinato all'investitore al dettaglio. Prima dell'adesione leggere il KIID e il prospetto disponibili presso i soggetti distributori e sul sito www.allianzgifondi.it

Allianz 
Global Investors